Máster Universitario en Instituciones y Mercados Financieros (MUIMF)

Trabajo fin de MÁSTER

"Análisis del mercado de REITs. SOCIMIs y el caso español".

Tutor: Don José Antonio Pérez

Alumnos: Don Enrique García Poyatos

Don Fernando Martín Vitón

Don Ignacio Martínez Molina

Curso académico: 2018-2019

ÍNDICE DE CONTENIDO

1. Introducción 6
   1.1 Propósito 6
   1.2 Definición 6
   1.3 Objetivos 7
2. Marco teórico 8
   2.1 Historia de las SOCIMIs 8
   2.2 Marco legal 9
   2.3 Requisitos para la constitución de una SOCIMI 12
   2.4 Régimen fiscal de las socimis 13
   2.5 Presencia en el MAB 15
3. Metodología 16
   3.1 Tratamiento de datos 16
   3.2 Análisis estadístico 17
      3.2.1 Análisis de rentabilidad 19
      3.2.2 Análisis de riesgos 25
      3.2.3 Análisis de rentabilidad-riesgo 29
      3.2.4 Análisis de liquidez 33
4. Marco teórico 34
   4.1 ¿Qué es un REIT? 34
   4.2 REITs: ¿Por qué suponen una oportunidad de inversión? 35
   4.3 Análisis del mercado inmobiliario: las SOCIMIs como agente dinamizador 38
   4.4 Perspectivas futuras y conclusiones 40
5. Caso portugués y mercado inmobiliario español y portugués 41
   5.1 Creación de la ley para los fondos de inversión inmobiliaria 41
   5.2 Requisitos para la constitución de una SIGI 43
   5.3 Constitución de una SIGI 44
   5.4 Conversión de una sociedad anónima en SIGI 45
   5.5 Visión general del marco jurídico en Portugal 46
   5.6 Fiscalidad de las SIGI 47
   5.7 Diferencias entre SIGIs y SOCIMIs 47

5.8 Evolución del mercado inmobiliario: Madrid y Lisboa 49
6. Casos de éxito: Merlin Properties – Valoración y conclusiones 57
6.1 Merlin Properties SOCIMI S.A. 57
6.2 Estrategia de negocio..... 58
6.3 Tratamiento fiscal 59
6.4 Tratamiento de las inversiones en propiedades 61
6.5 Tratamiento de las inversiones por el "Equity Method" 62
6.6 Valoración de Merlin por el método de descuento de flujos de caja 62
6.7 Recomendación 67
7. Conclusiones.....67
8. Bibliografía 71
8.1 Capítulo 1 71
8.2 Capítulo 2 71
8.3 Capítulo 3 72
8.4 Capítulo 4 72
8.5 Capítulo 5 73
8.6 Capítulo 6 73
9. ANEXOS 74
9.1 Tabla resumen de los principales indicadores estadísticos..... 74
9.2 Rentabilidad mensual de las variables estudiadas 75
9.3 Descuento de flujos de caja 76

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: El entorno operativo de un REIT. (Fuente: "PWC") 7
Figura 2: Evolución histórica de los REITs. (Fuente: "Zhiliang & Lind, 2008) 9
Figura 3: Crecimiento de las carteras de las grandes SOCIMIs. (Fuente: "Cinco Días") 39

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Requisitos para la constitución de una SOCIMI. (Fuente: "BOE: Ley 16/2012") 12
Tabla 2: Factores excluyentes del régimen fiscal especial. (Fuente: "BOE: Ley 16/2012") 14
Tabla 3: Tabla de rentabilidad, correlación y años de duración. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) 19
Tabla 4: Volatilidad, ratio de Sharpe, Max. Drawdown y duración. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg") 25
Tabla 5: Volatilidad, rentabilidad, ratio de Sharpe, Max. Drawdown y duración. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) 29
Tabla 6: Rendimiento de los dividendos de las distintas tipologías de REITs y activos inmobiliarrios. (Fuente: "FTSE, NAREIT") 37
Tabla 7: Extracción del balance de situación de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties") 39
Tabla 8: Evolución del valor neto de los activos de las SOCIMIs españolas. (Fuente: "FactSet, Banco de España, Idealista") 40
Tabla 9: Comparativa SIGI - SOCIMI. (Fuente: "DRE: Decreto-Lei 19/2019", "BOE: Ley 16/2012") 48
Tabla 10: Variables explicativas del mercado inmobiliario de la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") 49
Tabla 11: Segmentos en el negocio inmobiliario. (Fuente: "Prescott Group") 58
Tabla 12: Cálculo de impuestos en Merlin. (Fuente: "Merlin Properties: Cuentas Anuales Consolidadas 2018") 60
Tabla 13: Desglose de las obligaciones fiscales de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties") 61
Tabla 14: Desglose del valor total de los inmuebles de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties") 61
Tabla 15: Desglose del "Equity Method" de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties") 62
Tabla 16: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Merlin Properties. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties") 63
Tabla 17: Equity Value de Merlin Properties. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties") 65
Tabla 18: Porcentaje de revalorización de las acciones. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties") 66
Tabla 19: Evolución del Capital Social. (Fuente: "Merlin Properties") 66
Tabla 20: Precio de la acción: Merlin Properties. (Fuente: "CNMV") 67

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución de precios de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg") 20
Gráfico 2: Rentabilidad mensual de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg") 22
Gráfico 3: Rentabilidad anual de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg") 23
Gráfico 4: Volatilidad diaria anualizada. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) 26
Gráfico 5: Volatilidad mensual anualizada. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) 27

Gráfico 6: Volatilidad anual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) _____ *28*
Gráfico 7: Ratio de Sharpe mensual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) _____ *30*
Gráfico 8: Ratio de Sharpe anual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) _____ *31*
Gráfico 9: Drawdown. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) _____ *32*
Gráfico 10: Volumen negociado en € de la cartera equiponderada de SOCIMIs. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg) _____ *33*
Gráfico 11: Comportamiento del "Real Estate" a largo plazo. (Fuente: "FTSE NREIT Equity REITs Index) *36*
Gráfico 12: Beta de los REITs en comparación con "Equities". (Fuente: "FTSE EPRA/NAREIT Developed Index") _____ *37*
Gráfico 13: Número de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") _____ *50*
Gráfico 14: Valor de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") _____ *51*
Gráfico 15: Precio medio de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") _____ *52*
Gráfico 16: Valor tasado medio de vivienda libre en la Comunidad de Madrid €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") _____ *53*
Gráfico 17: Precio del alquiler en la Ciudad de Madrid €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística") _____ *54*
Gráfico 18: Precio de la vivienda en Lisboa €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Instituto Nacional de Estadística de Portugal") _____ *55*
Gráfico 19: Tipos de activos inmobiliarios. (Fuente: "Merlin Properties") _____ *58*
Gráfico 20: Evolución de la cotización de las acciones de Merlin Properties y comparativa con los índices de referencia, base: enero 2008. (Fuente: "Merlin Properties") _____ *65*

1. INTRODUCCIÓN

1.1 PROPÓSITO

El propósito principal de este trabajo de fin de Máster es conocer en profundidad las empresas cotizadas de activos inmobiliarios denominadas SOCIMIs y analizar el mercado de Real Estate en España para proyectar su futura evolución.

Se profundizará en su composición, objetivos, importancia, y oportunidades futuras, para entender mejor la situación del sector inmobiliario y las posibilidades que ofrece.

Al mismo tiempo se realizará un estudio minucioso de las SOCIMIs que cotizan en el MAB, el Mercado Alternativo Bursátil, y su liquidez, para entender por qué las SOCIMIs se han convertido en el tipo de empresa con mayor presencia en el mismo. Del mismo modo, se analizarán las ventajas de una empresa inmobiliaria por convertirse en SOCIMI, los beneficios fiscales que puede obtener y los requisitos de obligado cumplimiento para disfrutarlas.

Se hará un estudio del caso portugués, donde se está en la actualidad estableciendo un tipo de sociedad anónima para activos inmobiliarios, lo cual supone la creación de un equivalente a las SOCIMIs.

Se explicará la historia de los REITs, su introducción en España y la explicación de la creación de este tipo de vehículo. Cómo se han beneficiado las SOCIMIs, la evolución que han experimentado y el tamaño alcanzado, mostrando las principales y la diversificación respecto al tipo de inversión que realizan.

Por último, se hará un análisis de las perspectivas futuras del Real Estate en España y Portugal, así como las posibles evoluciones de las SOCIMIs y los SIGIS en el mercado inmobiliario de España y Portugal, poniendo el foco principalmente en la Comunidad de Madrid y en Lisboa.

1.2 DEFINICIÓN

Las SOCIMIs son un tipo de sociedad dedicada fundamentalmente a la inversión en activos inmobiliarios en forma de adquisición o promoción para su arrendamiento. Los activos en los que invierte pueden ser viviendas, alojamientos turísticos, locales comerciales, edificios de oficinas, garajes u otros alternativos. Todos los bienes son de naturaleza urbana.

Así mismo, se realizan inversiones en otras SOCIMIs o en otras entidades que tengan el mismo objeto social de adquisición de bienes inmuebles para su explotación vía arrendamientos siempre que estén sometidas al mismo régimen de distribución de beneficios e inversiones.

Por último, y según el objeto social de las SOCIMIs recogido en la ley, se permite la tenencia de acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva inmobiliarias recogidas en la *Ley 35/2003,* de 4 de noviembre, de IIC.

La CNMV es el organismo supervisor de las SOCIMIs, pero estas no necesitan autorización previa de la CNMV para configurarse como sociedad. Simplemente necesitan cumplir con todos los requisitos que exige el regulador para poder disfrutar de su régimen fiscal particular.

Los componentes principales de un REIT o SOCIMI son la compañía gestora, los arrendatarios y el inversor, aunque se ha de tener en cuenta al sector gubernamental, que tiene la potestad de modificar su fiscalidad. A continuación, se mostrará en este gráfico la estructura tradicional de una SOCIMI.

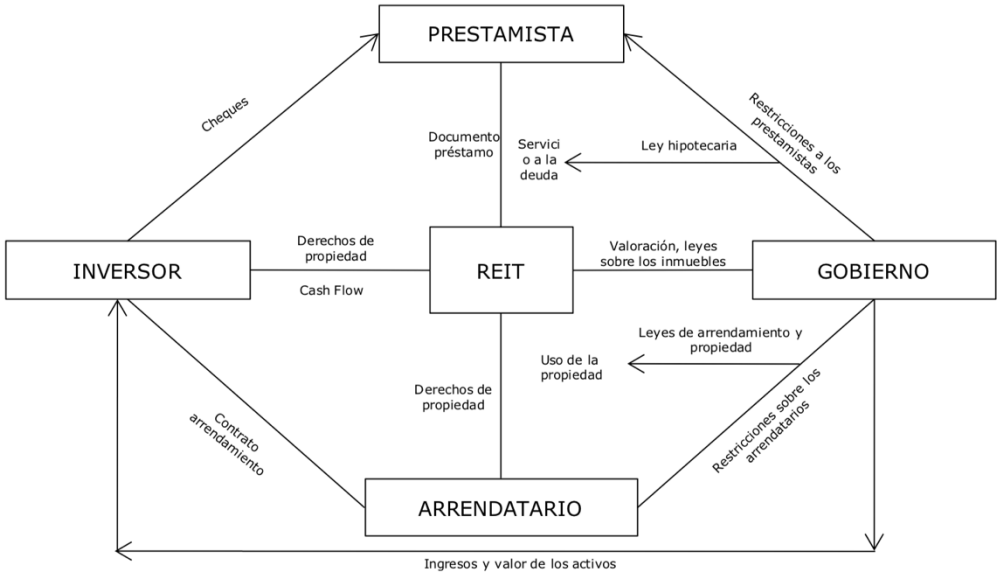

Figura 1: El entorno operativo de un REIT. (Fuente: "PWC")

1.3 OBJETIVOS

El objetivo que persigue este tipo de entidades está basado en dinamizar el mercado inmobiliario, estableciendo un mecanismo que facilitará la participación de los ciudadanos en la propiedad inmobiliaria. Así, las SOCIMIs tratan de garantizar una rentabilidad estable en la inversión en su capital a través de un reparto de beneficios (obligado) y un adecuado grado de liquidez a través de la cotización en mercados regulados.

Así, en el ámbito sustantivo de estas entidades, gracias a la reforma de la "*Ley 11/2009",* se flexibilizan algunos de los requisitos entre los que se destacan la posibilidad de cotizar en un sistema multilateral de cotización o la eliminación de ciertos requisitos

relacionados con la financiación ajena. Ahora bien, la principal novedad se sitúa en el régimen fiscal acogido, que se regula de modo semejante al vigente en otros países.

2. MARCO TEÓRICO

2.1 HISTORIA DE LAS SOCIMIS

El 14 de septiembre de 1960, el entonces presidente de los Estados Unidos Dwight D. Eisenhower, firmó una nueva legislación que creó un nuevo enfoque sobre las inversiones en Real Estate. De esta manera, lo que pretendía era combinar los mejores atributos de la inversión inmobiliaria y las inversiones basadas en estrategias con acciones.

Así, las denominadas REITs trajeron los beneficios del Real Estate a todos los inversores. Beneficios que previamente habían estado disponibles solo a través de grandes intermediarios financieros y para individuos con ingresos elevados. Por lo cual podemos afirmar que esta nueva legislación revolucionó en el mundo del Real Estate y acercó al inversor particular al mundo inmobiliario.

El enfoque de estas inversiones inmobiliarias se ha ido perfeccionando a lo largo de los años siguientes. En Estados Unidos y cada vez más a lo largo del mundo, se ofrece a los inversores la oportunidad de obtener dividendos significativos, diversificación de su cartera, elevada liquidez, mucha transparencia y rendimientos cada vez más competitivos.

Por su parte, los inversores han respondido a esta oportunidad de inversión. Cerca de seis décadas después de su creación, la industria de las SOCIMIs ha crecido de gran manera. Por ejemplo, en Estados Unidos ha evolucionado positivamente hasta convertirse en una capitalización del mercado de valores de 1 billón de dólares, lo que representa casi 3 billones de dólares en activos inmobiliarios brutos.

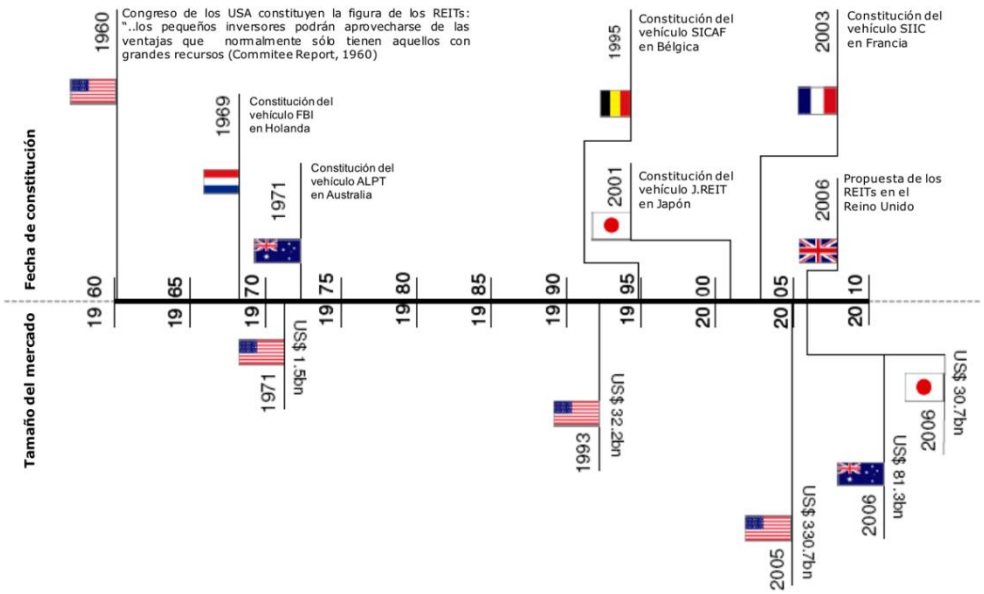

Figura 2: Evolución histórica de los REITs. (Fuente: "Zhiliang & Lind, 2008)

Las inversiones en Real Estate pueden ser muy variadas, pero los principales tipos son los Equity REITs y los Mortgage REITs.

Las inversiones en Equity REITs invierten en la propiedad mientras que los Mortgage REITs originan préstamos que están asegurados por Real Estate. Dentro de estas dos ramas, hay más especialización. Por ejemplo, hay muchas SOCIMIs específicas para cada tipo de propiedad, como los REITs de apartamentos, de tiendas, de hoteles, etc.

Permite así a los inversores diversificar sus carteras de forma más eficiente.

2.2 MARCO LEGAL

El nacimiento legal de las SOCIMIs en el marco jurídico español se constituye mediante la "*Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*" creando así las bases jurídicas para la composición de un instrumento de inversión con elevada presencia en otros mercados desarrollados consistente en la inversión en activos con naturaleza inmobiliaria. Su fundamento fue desarrollado a imagen y semejanza de la ley estadounidense que regulaba los REITs, la ley "Cigar Excise Tax Extension Act", de 1960.

El periodo de aplicación de esta ley coincidió con un momento delicado de la economía española donde el mercado inmobiliario sufría los efectos negativos de la crisis de las *subprime* y la escasez de crédito persistía en el mercado. Este escenario

adverso provocó un incumplimiento de las expectativas sobre los efectos esperados de la ley, por lo que se procedió a la modificación de la misma dando origen a la "*Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica."*; esta ley recoge modificaciones sustanciales de la "*Ley 11/2009"* con el objetivo de incrementar el uso y operatividad de las SOCIMIs en el mercado español, así como de fomentar la inversión en el mercado inmobiliario aportando liquidez al sector.

Las novedades de la reforma, tal y como se recogen en el Preámbulo XIII de la "*Ley 11/2009"*, se estructuran en dos ámbitos diferenciados. Por una parte, se establecen cambios sustanciales en los requisitos *"se flexibilizan algunos de sus requisitos, entre los que cabe destacar la posibilidad de cotizar en un sistema multilateral de cotización, o la eliminación de los requisitos relativos a la financiación ajena"*; por otra parte se estableció un régimen fiscal especial que establecía: *"una tributación a tipo de gravamen del cero por ciento, para estas entidades, respecto de las rentas que proceden del desarrollo de su objeto social y finalidad específica.".*

Esta modificación sustancial del régimen fiscal aplicable a las SOCIMIs permitió competir de forma efectiva respecto a otros países desarrollados del entorno económico europeo. Convirtiendo a España en uno de los países menos restrictivos y más competitivos en este sector; fomentando la inversión nacional e internacional.

Las modificaciones significativas expuestas en la "*Ley 11/2009"* son las siguientes:

- Artículo 2: Da origen a la exigencia de establecer la característica nominativa a las acciones que compongan el capital social de la compañía, siendo de aplicación general y de aplicación a todas las sociedades extranjeras (REITs), de características similares a las SOCIMIs, que tengan participaciones en SOCIMIs no cotizadas, permitiendo la identificación directa del accionista.
- Artículo 3: Se modifica el plazo mínimo de arrendamiento de los bienes inmobiliarios de 7 años a 3 años. Además, se modifica el número mínimo de 3 inmuebles que representen más del 40% del activo de la SOCIMI, pasando a ser 1, junto a la eliminación de las restricciones por metros cuadrados que representasen.
- Artículo 4: Deja de ser de carácter obligatorio la cotización en un mercado regulado, cabiendo la posibilidad, antes no contemplada, de cotizar en un Sistema Multilateral de Negociación. Tal y como define Bolsas y Mercados Españoles, los Sistemas Multilaterales de Negociación son: *"aquellos sistemas que, operados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, han de tener como objeto social exclusivo la gestión de un sistema que permita reunir, según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros",* mientras que los mercados regulados los expone del siguiente modo: *"La Directiva de Mercados de Instrumentos*

Financieros (MiFID) reconoce el mercado regulado como el mercado de referencia y establece la necesidad de estrictos requisitos para autorizar tanto los mercados regulados como sus operadores e intermediarios.

Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. A tales efectos, se consideran los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Renta Fija pública y privada (AIAF) y el Mercado de Futuros y Opciones (MEFF). Todos estos mercados son gestionados por BME". Por lo tanto, la principal diferencia con la legislación anterior, es que ahora existe la posibilidad de ser listada en un Sistema Multilateral de Negociación, como el MAB, que está específicamente diseñado para empresas con baja capitalización, dando la oportunidad a las SOCIMIs de baja capitalización de disfrutar del marco fiscal favorable previamente mencionado.

- Artículo 5: Se reduce sustancialmente el capital social mínimo exigido, pasando de 15 a 5 millones de euros.
- Artículo 6: Se reduce el porcentaje mínimo de distribución de los rendimientos netos obtenidos por el arrendamiento de bienes inmobiliarios, transformándose de una distribución del 90% a un 80%.
- Artículo 7: Se deroga el artículo que establecía un máximo del 70% de financiación ajena.
- Artículo 9: Se establecen una serie de condiciones que permiten a las SOCIMIs tributar el impuesto de sociedades al 0%, cuando anteriormente soportaban una carga tributaria del 19%. Esta bajada de la retención se ve parcialmente compensada con la tributación al 19% de los dividendos emitidos por la SOCIMI en el caso de no cumplir las condiciones estipuladas en la ley, anteriormente no tenían retención.
- Artículo 10: Se elimina la exención o deducción del IRPF o IRNR si el beneficiario del dividendo lo declaraba como persona física.

2.3 REQUISITOS PARA LA CONSTITUCIÓN DE UNA SOCIMI

La "Ley 11/2009" recoge los requisitos necesarios para la constitución de una SOCIMI. Estos requisitos se distribuyen con la siguiente estructura:

Concepto	Requisito
Capital Social Mínimo	5 millones de €
Objeto Social	Arrendamiento de inmuebles urbanos.
Forma Jurídica	Sociedad Anónima
Duración del Arrendamiento	≥ 3 años
Nº de Accionistas	≥ 50
Clase de Acción	Acciones nominativas
Inversión	80%: Inmuebles arrendados, terrenos a edificar en 3 años para arrendamiento, participaciones de otras SOCIMIs (Nunca superando el 20% del capital social) 20%: Inversión libre
Permanencia	3 años: Adquiridos a un tercero 7 años: Promoción propia
Ingresos	≥ 80%: Arrendamiento de inmuebles, dividendos de otras SOCIMIs
Concentración	Ningún activo puede suponer más del 40% de los activos en la fecha de adquisición
Mercado	Admitida a negociación en un sistema multilateral de negociación o en un mercado regulado de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, en otros mercados regulados donde exista intercambio de información entre ambas partes durante el ejercicio fiscal
Apalancamiento	Sin restricciones
"Free Float"	2 millones € o 25% del capital social

Tabla 1: Requisitos para la constitución de una SOCIMI. (Fuente: "BOE: Ley 16/2012")

La distribución de los dividendos es uno de los aspectos que mayor valor añadido otorgan a la constitución de una SOCIMI. La legislación vigente establece que el reparto de dividendos es de carácter obligatorio siempre y cuando se obtengan beneficios en el ejercicio fiscal. Este reparto se ejecutará obligatoriamente al 100% en el dividendo recibido por otras SOCIMIs. En cuanto a los beneficios obtenidos por la transmisión de participaciones o bienes inmuebles, deberá repartirse el 50%, el otro 50% deberá reinvertirse en inmuebles u otras SOCIMIs en un plazo máximo de 3 años, si no se diesen estas condiciones, deberán repartirse mediante dividendos.

Respecto a los beneficios obtenidos por el arrendamiento de inmuebles, el 80% de estos beneficios no deberán exceder en ningún caso el 20% del capital social suscrito a efectos contables.

Los requisitos previamente expuestos son los exigidos para la constitución de una SOCIMI, además de poder ser partícipe de los beneficios fiscales que recoge la propia ley sobre esta tipología de sociedades y que se detallará en el capítulo correspondiente.

La constitución formal de la sociedad seguirá, a grandes rasgos, una estructura similar a la expuesta a continuación:

1. Estudio de mercado y elaboración de un plan de negocio.
2. Constitución de una Sociedad Anónima. Criterios: Acciones con libre transmisibilidad, acciones como anotaciones en cuenta, capital social totalmente desembolsado.
3. Elaboración del “Due Dilligence”.
4. Constituir la SOCIMI oficialmente cumpliendo los requisitos exigidos por el MAB.
5. Una vez dentro del MAB, cumplir con los requisitos de la “circular 06/2012 BME” para mantener los beneficios fiscales de las SOCIMIs.

2.4 RÉGIMEN FISCAL DE LAS SOCIMIS

Uno de los principales atractivos de esta modalidad societaria es el régimen fiscal al que pueden acogerse, resultando beneficioso respecto a otras sociedades anónimas.

Como ya se ha expuesto, para ser beneficiario de los privilegios fiscales de las SOCIMIs deben cumplirse los requisitos expuestos en el apartado 2.3.

La tributación de las SOCIMIs es del 0% bajo el régimen del Impuesto de Sociedades.

Sin embargo, esta tributación especial de las SOCIMIs no tendrá lugar siempre y cuando:

1. El beneficiario de los dividendos sean otras SOCIMIs residentes.

2. El beneficiario de los dividendos sean otras SOCIMIs no residentes que tengan un capital social superior al 5% y tributen más del 10%.

Se aplicará un 19% al reparto de dividendos entre los accionistas que dispongan de un capital superior al 5% y que tributen a un tipo fiscal efectivo del 10% o inferior, hasta el reparto, tributa al 0%. Los impuestos deberán ser abonados antes de 2 meses de la aprobación del reparto de los mismos.

Otra ventaja de este vehículo de inversión es la bonificación del 95% del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, lo que permite un abaratamiento de las adquisiciones de bienes inmobiliarios.

Este régimen fiscal especial puede perderse siempre y cuando se encuentre en una de las siguientes situaciones:

Concepto	Detalle
Exclusión del mercado	Si se ve excluida de cotización en mercados regulados o en el sistema multilateral de negociación al que estaba suscrito.
Falta de acuerdo de distribución de dividendos	Si no hay acuerdo ni resolución firme en la distribución de dividendos, o incumple con los requisitos expuestos en el punto 2.3 en materia de reparto de dividendos.
Incumplimiento en la transmisión de información obligatoria	Se puede evitar si en la memoria del ejercicio se otorgase la información restante.
Renuncia voluntaria	Si la compañía decidiese renunciar al privilegio del régimen fiscal de forma voluntaria.
Incumplimiento de los requisitos expuestos por la ley 16/2012	Si se incumpliese cualquier requisito exigido por la Ley 16/2012 y expuestos anteriormente.

Tabla 2: Factores excluyentes del régimen fiscal especial. (Fuente: "BOE: Ley 16/2012")

En el caso de perder el régimen fiscal especial tendrán que esperar al menos 3 ejercicios fiscales para poder optar a ser beneficiario nuevamente.

Las principales ventajas fiscales, en la práctica, vienen dadas en orden de ahorro fiscal efectivo por:

1. La deducción que disfruta una SOCIMI en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.
2. Tributación especial del 0% siempre y cuando se cumplan los requisitos previamente listados.

2.5 PRESENCIA EN EL MAB

Como parte de su rápido desarrollo, las SOCIMIs empezaron a buscar fuentes de financiación ventajosas, donde pudieran conseguir una mayor visibilidad, liquidez y valoración; tener cuentas públicas para ser más reconocidas como transparentes entre los inversores, y con un rating asociado. Para lograrlo se fijaron en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil), el cual es un mercado dedicado a empresas de pequeña capitalización que buscan expandirse y ofrece una regulación diseñada para ellas.

La inclusión de las SOCIMIs como ente diferenciado y específico en el MAB fue realizada por la Ley 11/2009, modificada por la "Ley 16/2012". Posteriormente, en la circular 26/2016 del MAB, se detallaron las particularidades específicas para estas empresas manteniendo la regulación ya existente para las empresas en expansión.

¿Qué tipo de ventajas tiene el mercado alternativo bursátil para las SOCIMIs?

- **Acceso a financiación:** Tras superar los requisitos exigidos para formar parte del MAB, la empresa tendrá acceso a una línea de financiación de manera permanente.
- **Prestigio e imagen de marca:** La empresa obtendrá publicidad y prestigio, reforzando su solvencia y aumentando la transparencia.
- **Liquidez:** Permite convertir las acciones en liquidez.
- **Valoración objetiva de la empresa como garantía del inversor:** La valoración de la empresa servirá como referencia del valor de los activos, para accionistas, inversores y para aportar mayores garantías ante otras fuentes de financiación.
- **Mejora en la gestión empresarial:** Se pueden establecer nuevos instrumentos de remuneración de los trabajadores, lo cual ofrece más alternativas a los gestores.
- **Salto al primer mercado:** El MAB es un excelente escalón antes de llegar al IBEX 35. La participación sirve como experiencia y consolidación del crecimiento y de la expansión.
- **Beneficios fiscales para el inversor:** Dependiendo de la comunidad autónoma donde la empresa tenga su domicilio fiscal, podremos obtener diversas ventajas fiscales. Los ejemplos más notables son: Aragón, Cataluña, Galicia y Madrid.

- **Cumplimiento con los requisitos de SOCIMI:** La regulación de las SOCIMIs permite a estas cotizar en un mercado como el MAB (Sistema Multilateral de Negociación)

Después de la modificación de la ley en 2012, se empezaron a crear las primeras SOCIMIs, siendo su crecimiento exponencial desde entonces. La primera incorporación en 2013 fue llevada a cabo por Entrecampos.

La presencia de SOCIMIs en el MAB se debe principalmente a la necesidad de cumplir con los requisitos de cotización registrados en la ley. El MAB se ha erigido en un mercado perfecto para las SOCIMIs.

3. METODOLOGÍA

En este apartado se procederá al análisis estadístico y fundamental de las SOCIMIs en España.

3.1 TRATAMIENTO DE DATOS

Para la obtención de datos se ha utilizado principalmente Bloomberg, contrastando los datos con los ofrecidos por Bolsas y Mercados Españoles. Tras la búsqueda de precios de todas las SOCIMIs que se encuentran listadas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), además, se procedió a la obtención de datos de un "Benchmark" a nivel europeo (iShares Europe Developed Real Estate (IFEU)), otro a nivel nacional que representase a las empresas de mediana y pequeña capitalización (IBEX 35 Small Caps) y, finalmente, un "Benchmark" que representase el comportamiento de la renta variable española (IBEX 35).

El periodo de estudio comienza el 29 de noviembre de 2013, coincidiendo con el comienzo de cotización de la primera SOCIMI listada en el MAB, y finaliza el 11 de abril de 2019.

El primer paso fue descargar la serie de precios de todas las SOCIMIs listadas en el MAB, así como los precios de los "Benchmarks" y el tipo de interés libre de riesgo español (el bono a 10 años español). Además, se descargaron los datos de volumen por activo, tanto para los activos como para los "Benchmarks".

Tras analizar inicialmente los datos obtenidos, surgieron diversos problemas que se tuvieron que tratar tal y como se expone a continuación:

1. Concentración: En los periodos iniciales, existían muy pocos activos cotizando en nuestra cartera de SOCIMIs y surgió una concentración de inversión en muy pocos activos.

2. Iliquidez: El mercado era y sigue siendo muy ilíquido, a excepción de los líderes y en los dos últimos años. La mayoría de activos no experimentaban negociación diaria ni variación de precios. Este problema de iliquidez y estancamiento de los precios de los activos, se solucionó mediante la eliminación de los datos de los periodos en los que no existía negociación, ya que si fuesen incluidos darían un sesgo a la hora de analizar el riesgo de los activos y de la cartera de SOCIMIs, ofreciendo una volatilidad muy inferior a la registrada si los eliminásemos de la muestra de estudio.
3. Días de cotización no coincidentes "Benchmarks" – Cartera: Para el análisis del Tracking Error, que consiste en calcular la volatilidad de nuestra cartera respecto de los "Benchmarks", las fechas de cotización no eran coincidentes ya que no disponían del mismo calendario bursátil y la muestra de los "Benchmarks" eran inferiores a la de nuestra cartera. Para solucionar este problema, se estableció un criterio de coincidencia de fechas para así disponer de una muestra más reducida donde se pudiese hacer un estudio estadístico más acorde con la realidad. Viéndose solo afectada la estimación de Tracking Error, siendo respetado el calendario oficial para las otras variables estadísticas calculadas.

3.2 ANÁLISIS ESTADÍSTICO

Para llevar a cabo el análisis estadístico, se han analizado diferentes medidas de rentabilidad y riesgo, además de la evolución del volumen negociado.

Se ha procedido a realizar una cartera equiponderada de todas las SOCIMIs que están listadas actualmente en el MAB o que hayan estado listadas desde el 27 de noviembre de 2013 hasta el 11 de abril de 2019.

Se han seleccionado un total de 65 activos. Estos activos no fueron listados desde el inicio, se fueron incorporando gradualmente y, otros, dejaron de cotizar en el MAB. Es por ello que se ha procedido a diseñar una cartera equiponderada, diversificando el total de la inversión entre los activos existentes en cada periodo.

No se han tenido en cuenta posibles comisiones bancarias o de corretaje.

Al asumir una cartera equiponderada, se ha asumido también un rebalanceo diario de los activos, ya que la variación diaria del precio de cada activo generaría una distorsión en los pesos de cada uno de ellos.

La elección del "Benchmark" a nivel europeo, iShares Europe Developed Real Estate (IFEU), viene dada por criterios fundamentales, ya que este ETF cuenta con una cartera diversificada de las SOCIMIs, REITs, o compañías que invierten en activos inmobiliarios en los principales mercados desarrollados europeos, dando una viva imagen de la evolución del mercado de empresas cuyo objeto social es la explotación del mercado inmobiliario europeo. La visión del mercado de "Real Estate" a nivel

europeo, sirve como referencia para la cartera de SOCIMIs del MAB que se procederá a construir, ya que reflejará una referencia si, a lo largo de los años, la cartera consigue la madurez esperada.

La elección del "Benchmark" IBEX 35 Small Caps está explicada por la necesidad de buscar un comparable a nivel local y con capitalizaciones similares o superiores, pero sin llegar a una capitalización alta, como explicaría la elección del IBEX 35. Además, se debe tener en cuenta que muchas de las SOCIMIs españolas son empresas de pequeña o mediana capitalización, por lo que tendría sentido incluir este "Benchmark" a nivel local, ya que también refleja el siguiente escalón que una SOCIMI desearía alcanzar.

La elección del IBEX 35 como tercer "Benchmark", viene justificada por la necesidad de realizar un análisis comparativo más exhaustivo, completando así una fase de capitalización muy superior y representado al objetivo deseado por todas las SOCIMIs cuando son listadas en el MAB, que es conseguir la capitalización necesaria como para cotizar en el IBEX 35, representando así un caso de éxito. Además, es interesante analizar el índice de referencia más importante del mercado de renta variable español, ya que representa fielmente la evolución del mercado español en su conjunto.

La elección del Bono Español a 10 años como "risk free", viene justificada por el consenso de la teoría económica, ya que la opción más recomendable de cara al análisis de la cartera de SOCIMIs del MAB era el Bono Español a 10 años, ya que todas las SOCIMIs listadas en el MAB tienen su sede fiscal en España y, por tanto, se encuentran integradas en el mercado económico español.

En definitiva, todos los criterios para la elección de los diferentes "Benchmarks" se basan en asignar un comparable a nivel nacional, con el IBEX Small Caps y el IBEX 35, con distinta capitalización; y un comparable a nivel europeo del mercado de Real Estate europeo de alta capitalización y liquidez.

Tras la elección, argumentación teórica y mención de los índices de referencia escogidos, se procede a realizar un análisis estadístico de las principales variables estadísticas, con el objetivo de obtener conclusiones numéricas que permitan la comprensión del mercado de SOCIMIs español en el MAB, así como la evolución del mismo y sus comparables.

Se procede a realizar un análisis de la rentabilidad, del riesgo, de la liquidez y de otros indicadores económico-financieros, como el Ratio de Sharpe.

3.2.1 *Análisis de rentabilidad*

Para comprender el éxito o fracaso de las SOCIMIs en España, se debe analizar la evolución de la rentabilidad de estos activos.

Benchmark 1 iShares Europe Developed Real Estate (IFEU)
Benchmark 2 IBEX SMALLCAP **Fecha Inicio:** **27/11/2013**
Benchmark 3 IBEX 35 **Fecha Final:** **11/04/2019**
Risk Free Bono Español a 10 años

	Cartera equiponderada	Benchmark 1	Benchmark 2	Benchmark 3	Risk Free
Datos homogéneos					
Rentabilidad Total	36,32%	11,55%	35,74%	-3,70%	9,824%
Rentabilidad Media Geométrica Anual	5,99%	2,07%	5,90%	-0,71%	1,774%
Rentabilidad Media Geométrica Mensual	0,49%	0,17%	0,48%	-0,06%	0,147%
Rentabilidad Media Geométrica Diaria	0,02%	0,01%	0,02%	-0,003%	0,007%
Correlación	-	-13,92%	1,95%	-6,23%	7,156%
Años Act 252	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33

Tabla 3: Tabla de rentabilidad, correlación y años de duración. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

A priori, se pueden observar diferencias notables entre la rentabilidad de los distintos "Benchmarks", el activo libre de riesgo y la cartera equiponderada.

La cartera de SOCIMIs cuenta con una rentabilidad geométrica anual muy similar a la del IBEX 35 SMALLCAP. En el periodo de estudio, ambas tienen rentabilidades anualizadas cercanas al 6%, esta cercanía en cuanto a rentabilidad, las sitúa como las líderes en rendimiento y cabe destacar que las SOCIMIs, al ser empresas de pequeña y mediana capitalización, obtengan rendimientos muy similares al del índice IBEX SMALLCAP.

Sin embargo, se puede observar que el IBEX35 obtuvo rendimientos negativos en el periodo de estudio, situándole claramente en el peor puesto.

Se puede observar la gran diferencia entre la rentabilidad de la cartera respecto de los "Benchmark" españoles con el "Benchmark" europeo, que se encuentra más cerca de la rentabilidad libre de riesgo. Aunque aparentemente puede parecer que hay correlación entre las rentabilidades de los "Benchmark" españoles y la cartera equiponderada de SOCIMIs, si se observa la correlación entre ambos, no es significativa en ningún caso, teniendo en cuenta los días con variación de precio o sin tenerlos en cuenta.

Para hacer un análisis de la correlación entre la rentabilidad de la cartera con los "Benchmark" españoles, se ha realizado una homogeneización de los datos, excluyendo así los periodos no coincidentes entre ellos.

Además, se ha aprovechado esta homogeneización de los datos para obtener otras medidas financieras que resultan de interés, tales como el Ratio de Sharpe, el "Tracking Error" o la Beta, entre otros, que se tomarán en cuenta más adelante.

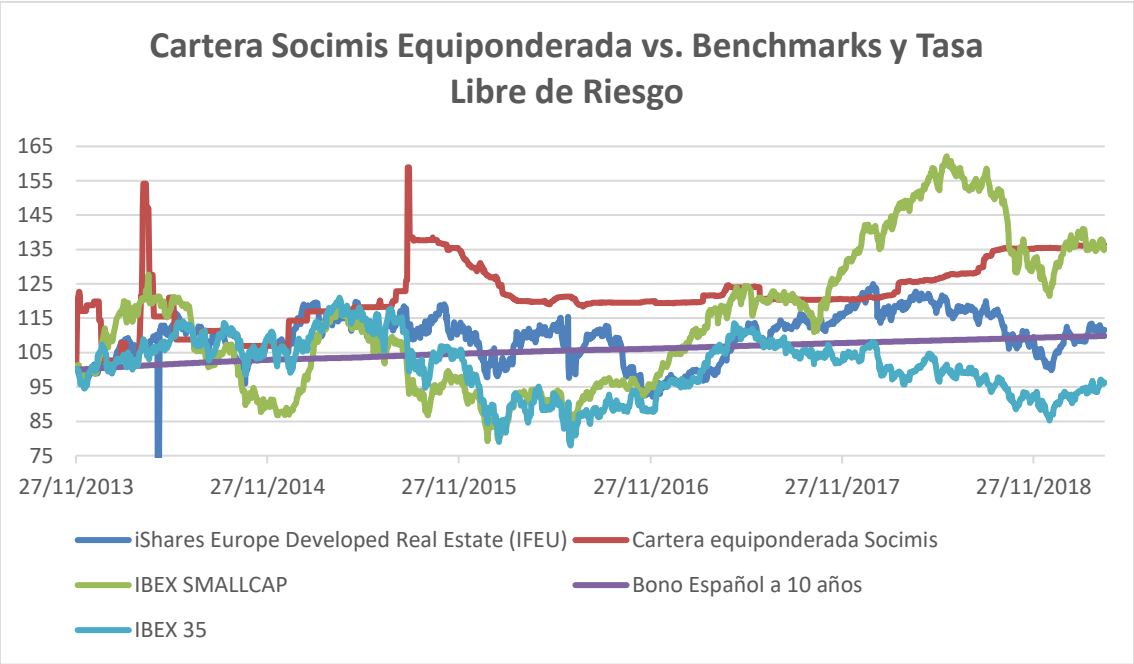

Gráfico 1: Evolución de precios de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg")

En este gráfico se puede observar cómo la cartera equiponderada de SOCIMIs se comporta sin una tendencia clara y movimientos bruscos en el valor de la cartera. Esto viene dado por una escasa liquidez que se tratará más adelante.

Gráficamente, se puede observar un comportamiento más parecido entre los tres "Benchmark" que entre la cartera de SOCIMIs con cualquiera de los "Benchmark". Aun así, la correlación entre ambas no es significativa.

En cuanto a la rentabilidad del bono español, al ser un bono con pagadero anual, la rentabilidad que aporta a la cartera es muy constante comparado con las carteras de renta variable.

Si se observa detalladamente la figura, puede detectarse un comportamiento similar entre el IBEX 35 y el "Benchmark" europeo de "Real Estate", aunque la correlación entre ambos no es significativa, se ve una clara diferencia con el comportamiento que tuvo la cartera equiponderada de SOCIMIs y el IBEX 35 SMALL CAP. Tal y como se puede corroborar con el análisis de los rendimientos que generaron, se observa que las pequeñas y medianas empresas, se comportaron mejor en cuánto a rentabilidad que el "Benchmark" europeo y el IBEX 35. Tiene lógica económica ya que se exigirá mayor rendimiento a aquellas empresas con menor liquidez y que asumen un nivel de riesgo superior, por ello, en un ambiente de estabilidad del mercado, se observa un mayor rendimiento.

Lo más sorprendente de esta figura se aprecia en el comportamiento del IBEX 35, que ha sido incapaz de batir la rentabilidad de la tasa libre de riesgo, en un entorno económico de estabilidad en los mercados. Es cierto que los dividendos no se han tenido en cuenta, ya que para hacer una comparativa justa de la rentabilidad, se debe analizar los rendimientos incluyendo los dividendos repartidos.

En cuanto al comportamiento de los rendimientos del "Benchmark" iShares Europe Developed Real Estate (IFEU), se puede observar que el rendimiento generado se encuentra en niveles muy similares a los de la tasa libre de riesgo (Bono Español), aunque los niveles de riesgo asumidos por el "Benchmark" son superiores a los de la tasa libre de riesgo, tal y como se apreciará en el análisis de riesgo que viene a continuación.

Otra apreciación destacable: En los periodos en los que, en común, ha habido un aumento de la cotización de los activos de estudio, los rendimientos del IBEX SMALL CAP han experimentado una mayor amplitud positiva que los otros "Benchmark"; mientras que, en los periodos de bajada generalizada del precio de los activos, se ha comportado con mayor amplitud negativa, experimentando caídas más drásticas que el resto, factor que nos hace intuir que tendrá una beta superior al resto de "Benchmarks".

Como conclusión, los rendimientos de los diferentes activos en estudio, son muy dispares, aunque guardan cierta similitud según el nivel de riesgo asumido, que se estudiará más en profundidad a continuación.

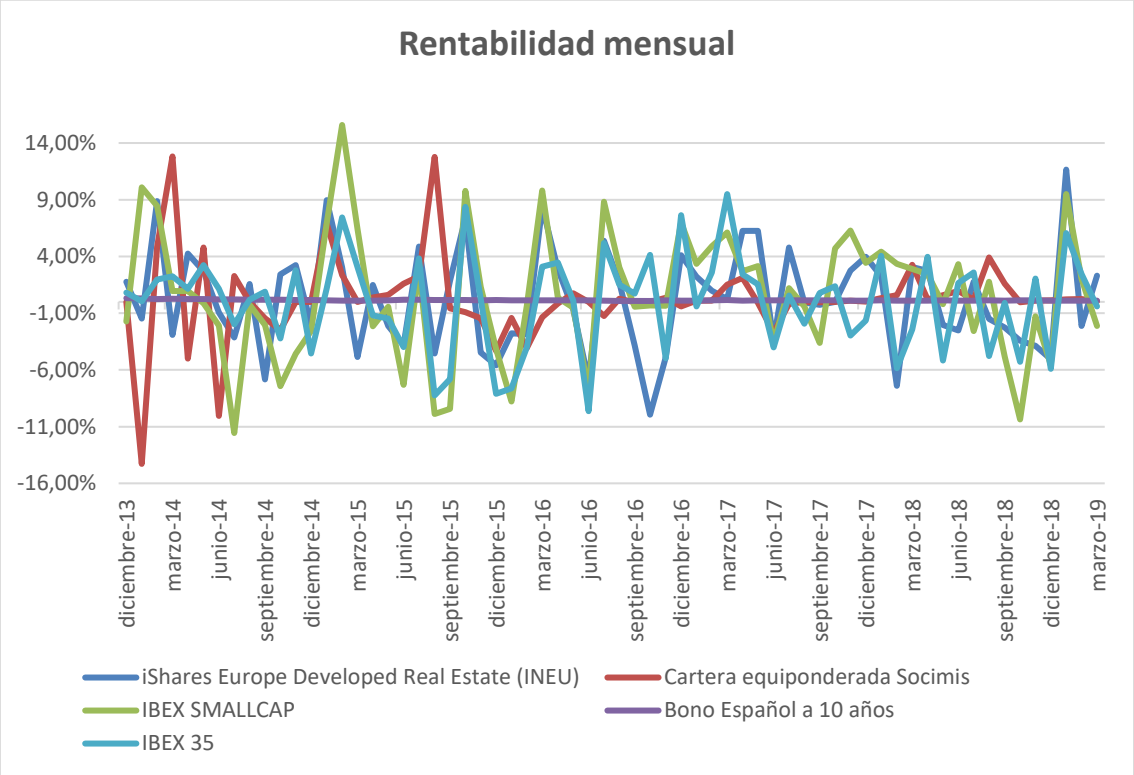

Gráfico 2: Rentabilidad mensual de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg")

En el gráfico 2, se muestra la evolución de la rentabilidad mensual aritmética de las muestras de estudio previamente mencionadas.

La rentabilidad mensual de la cartera equiponderada de SOCIMIs parece seguir un comportamiento completamente distinto al de sus índices de referencia. Se aprecia una clara amplitud en los primeros años de vida de la cartera. Esta evolución de rentabilidad desequilibrada en la primera mitad del gráfico tiene sentido teórico, ya que el universo de SOCIMIs cotizadas en el MAB era muy reducido hasta el 2016, lo que hacía que la evolución de los rendimientos dependiese de pocos activos en sus primeros periodos, dando lugar a un riesgo específico mucho mayor y a una amplitud en ambas colas de rendimientos muy superior a periodos donde el universo de SOCIMIs en el MAB era superior en número. Por este factor, se puede apreciar como se suaviza el comportamiento de los rendimientos mensuales en la mitad derecha del gráfico.

En cuanto a la rentabilidad mensual del IBEX SMALLCAP, cabe destacar la amplitud anteriormente mencionada y ahora doblemente confirmada.

Sin embargo, en este gráfico, se aprecia mejor la descorrelación entre los rendimientos de los distintos activos estudiados.

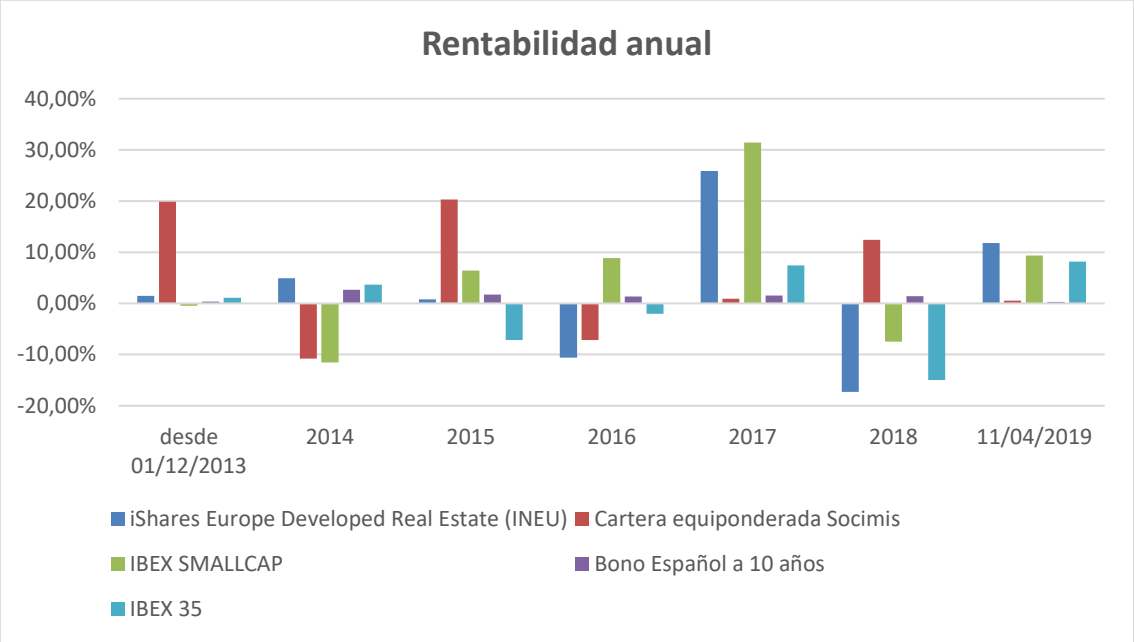

Gráfico 3: Rentabilidad anual de la cartera, benchmarks y tasa libre de riesgo. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg")

El gráfico 3 muestra la rentabilidad anual, donde se aprecia una fuerte dispersión entre las rentabilidades anuales.

La cartera equiponderada de SOCIMIs, en 2013 obtiene unos rendimientos muy superiores a los índices de referencia, debido a la novedosa incorporación de la primera SOCIMI en el MAB, Entrecampos Cuatro Socimi SA, lo que atrajo flujos de inversión. Sin embargo, en diciembre de 2013, la cartera de SOCIMIs solo contaba con 1 activo, por eso era tan susceptible a variaciones en el precio.

En 2014, la cartera solo contaba con 2 activos, por lo que seguía siendo muy susceptible a variaciones de precios específicos, lo que provocaba movimientos muy bruscos en los precios, por grandes entradas y salidas de capital, por lo que la similitud con el rendimiento del IBEX SMALLCAP es pura coincidencia.

2015 fue un año espléndido para la cartera de SOCIMIs, ya que se incorporaron 8 nuevas al MAB, lo que supuso una entrada de flujos al mercado, que explica el notable crecimiento del precio.

En 2016, la cartera de SOCIMIs contaba con 16 miembros, 6 más que en el periodo anterior, sin embargo, la tónica generalizada de aumento de valor en las SOCIMIs que entraban en el MAB cambió, registrando fuertes caídas en numerosos activos recientemente incorporados, mientras que aquellos que se incorporaron en los años previos, tuvieron un comportamiento más estable.

2017 fue el año de explosión de las SOCIMIs en el MAB, contando con 42 miembros, 26 más que en el periodo anterior, sin embargo, se cabría esperar una subida

generalizada de la cartera, así lo fue como tónica general, sin embargo, muchos de los nuevos entrantes tuvieron grandes ventas con un descuento muy elevado sobre su valoración inicial, provocando caídas de precios muy agudas, que fueron amortiguadas en conjunto por el resto de activos.

En 2018, se incorporaron 16 SOCIMIs en el MAB, contando con un total de 58 miembros. Fue un buen año para la cartera de SOCIMIs, sobre todo, debido a la revalorización de nuevos entrantes, lo que permitió registrar rentabilidades positivas, superiores a las dos cifras.

Hasta abril de 2019, el número total de SOCIMIs que se encuentran listadas en el MAB, son 65, aunque 5 de ellas (Urban View Development Spain Socimi SA, Euripo Properties Socimi SA, TANDER INVERSIONES SOCIMI SA, Torbel Investments 2015 Socimi SA, Mistral Patrimonio Inmobiliario Socimi SA) nunca llegaron a ser negociadas, de forma efectiva, en el MAB, sólo fueron listadas. Sin embargo, no está siendo un buen año para la cartera de SOCIMis, ya que mientras los índices bursátiles de renta variable más importantes a nivel mundial están experimentando subidas cercanas a dobles dígitos, la cartera de SOCIMIs se mantiene sin grandes movimientos en cuanto a rentabilidad.

Sin embargo, es importante remarcar que la cartera de SOCIMIs cuenta con una liquidez muy baja, se puede apreciar claramente si se observa la proporción de días bursátiles donde cada activo que compone la cartera de SOCIMIs registra variaciones de precios de forma individual, cuyo promedio se sitúa en el 4,05%. Este dato, indica que apenas el 4,05% de los días en los que se encuentra cotizando, registra variaciones de precios, lo cual es un nivel muy bajo y demuestra la poca liquidez de este mercado, así como su estado de madurez, que es muy bajo.

Cabe lugar a pensar que podría ser por la inclusión en el MAB de empresas muy poco líquidas que lastran el comportamiento de otras más líquidas. Por el contrario, queda lejos de la realidad, ya que el activo que registra más días con variación de precio, es del 32,26% de los días, además, cabe destacar que es una de las últimas en incorporarse. La mediana de registro de variación de precio se sitúa en el 2,28% de los días. Confirmando así, que la iliquidez afecta a la mayor parte de los activos, no solo a unos pocos.

En cuanto a la rentabilidad de los índices de referencia, se puede observar que el ETF europeo de “Real Estate” y el índice IBEX SMALL CAP, se comportan mejor que el IBEX 35, a excepción del año 2014, donde el IBEX SMALL CAP se comportó peor, por el contrario, el ETF se comportó mejor que el IBEX 35.

Como conclusión respecto a la rentabilidad, no se aprecia ninguna tendencia ni correlación significativa entre la rentabilidad de las diferentes carteras. Además, cabe destacar la dispersión en la cartera equiponderada de SOCIMIs y su elevada iliquidez.

Al ser un mercado joven, es difícil que empiece a comportarse con un criterio persistente hasta que no consiga una liquidez abundante y una persistencia en resultados, ya que a día de hoy es un mercado muy concentrado, aunque se encuentre en crecimiento.

3.2.2 *Análisis de riesgos*

Para analizar el riesgo de nuestras variables, se ha procedido a hacer un estudio de la volatilidad para distintos rangos de tiempo, así como el "Drawdown" y la ratio de Sharpe.

Benchmark 1 iShares Europe Developed Real Estate (IFEU)
Benchmark 2 IBEX SMALLCAP
Benchmark 3 IBEX 35
Risk Free Bono Español a 10 años

Fecha Inicio: **27/11/2013**
Fecha Final: **11/04/2019**

	Cartera equiponderada	Benchmark 1	Benchmark 2	Benchmark 3	Risk Free
Datos homogéneos					
Volatilidad anualizada	31,94%	17,19%	16,70%	19,03%	0,040%
Volatilidad mensualizada	9,22%	4,96%	4,82%	5,49%	0,012%
Volatilidad diaria	2,01%	1,08%	1,05%	1,20%	0,003%
Tracking Error	-	2,34%	2,26%	2,38%	2,01%
Tracking Error anualizado	-	37,10%	35,80%	37,81%	31,94%
Beta	-	-0,24	0,04	-0,11	-
Max. Drawdown	-30,61%	-23,08%	-37,96%	-35,57%	-
Años Act 252	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33

Tabla 4: Volatilidad, ratio de Sharpe, Max. Drawdown y duración. (Elaboración propia, fuente de datos: "Bloomberg")

Si atendemos a la volatilidad de los diferentes activos en estudio, se observa que la volatilidad anualizada de la cartera equiponderada es muy superior a los "Benchmark".

Este factor, indica que nuestra cartera tiene una exposición al riesgo superior a los índices de referencia, como cabía esperar debido a la baja liquidez de los activos que la componen y al ser un mercado incipiente y por desarrollar.

Además, era previsible que la volatilidad anualizada del IBEX SMALLCAP fuese superior a la del IBEX 35 y el ETF de "Real Estate" europeo. Por el contrario, experimenta una volatilidad algo inferior en esta medida de riesgo.

Las aspiraciones futuras de la cartera equiponderada será reducir la volatilidad experimentada, factor que probablemente consiga cuando se convierta en un sector más maduro y deje de sufrir grandes salidas y entradas de flujos de inversión.

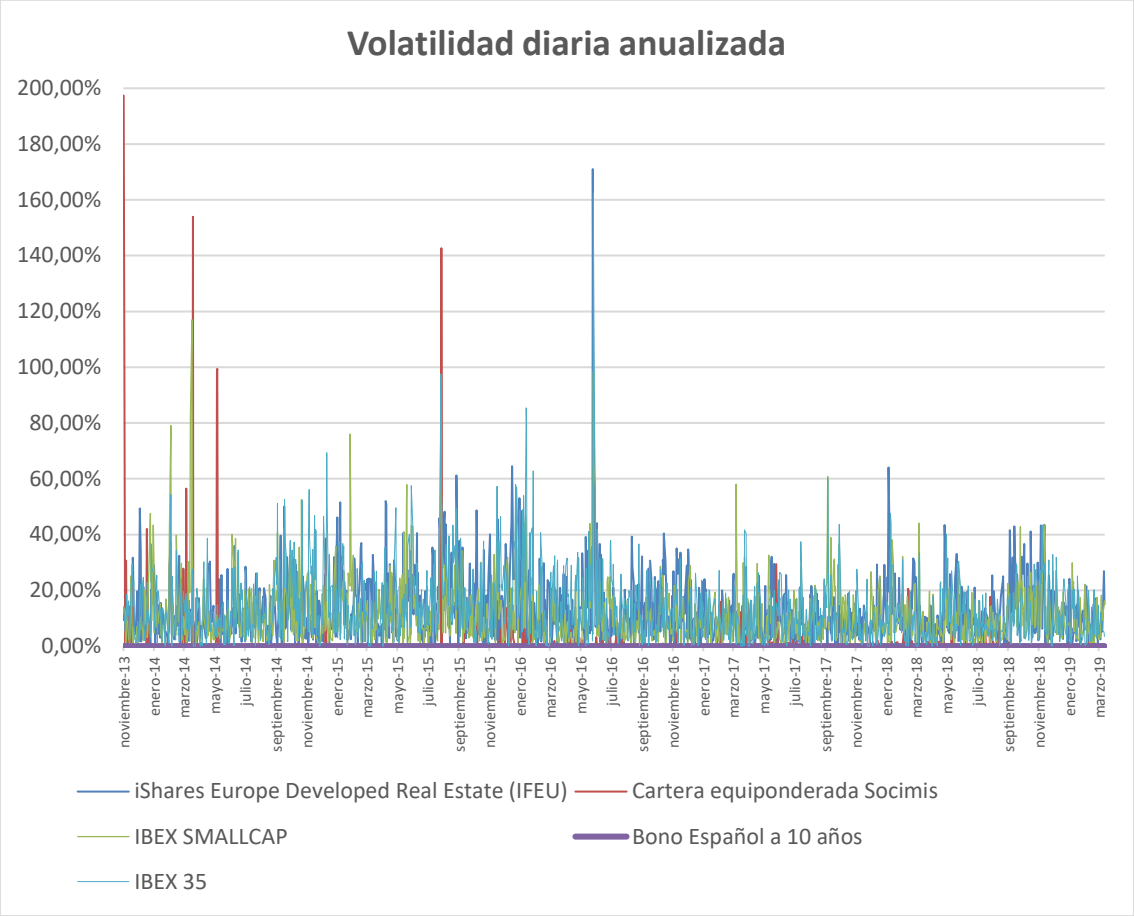

Gráfico 4: Volatilidad diaria anualizada. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

La volatilidad diaria anualizada muestra cómo se ha comportado esta medida de riesgo en nuestra cartera de SOCIMIs y en los "Benchmark". Caben destacar varios "clusters" de volatilidad.

Como era de esperar, la cartera de SOCIMIs registra los "clusters" de volatilidad más elevados, sobre todo en la primera mitad del periodo de estudio, ya que contaba con menor número de activos. Sin embargo, en los siguientes periodos no se aprecian "clusters" destacados en la cartera equiponderada de SOCIMIs, esto no indica que haya reducido su nivel de riesgo, ya que los activos que la componen cuentan con escasa liquidez. Por tanto, probablemente si fuese un mercado más maduro, se hubiera comportado de manera similar a los "clusters" de volatilidad registrados por los otros "Benchmark".

En cuanto al IBEX SMALLCAP cabe destacar que sus "clusters" de volatilidad son superiores a los otros dos índices de referencia, pero en cuanto a su volatilidad se apreciaba un menor registro, lo que puede indicar una menor liquidez en el mercado de SMALLCAP.

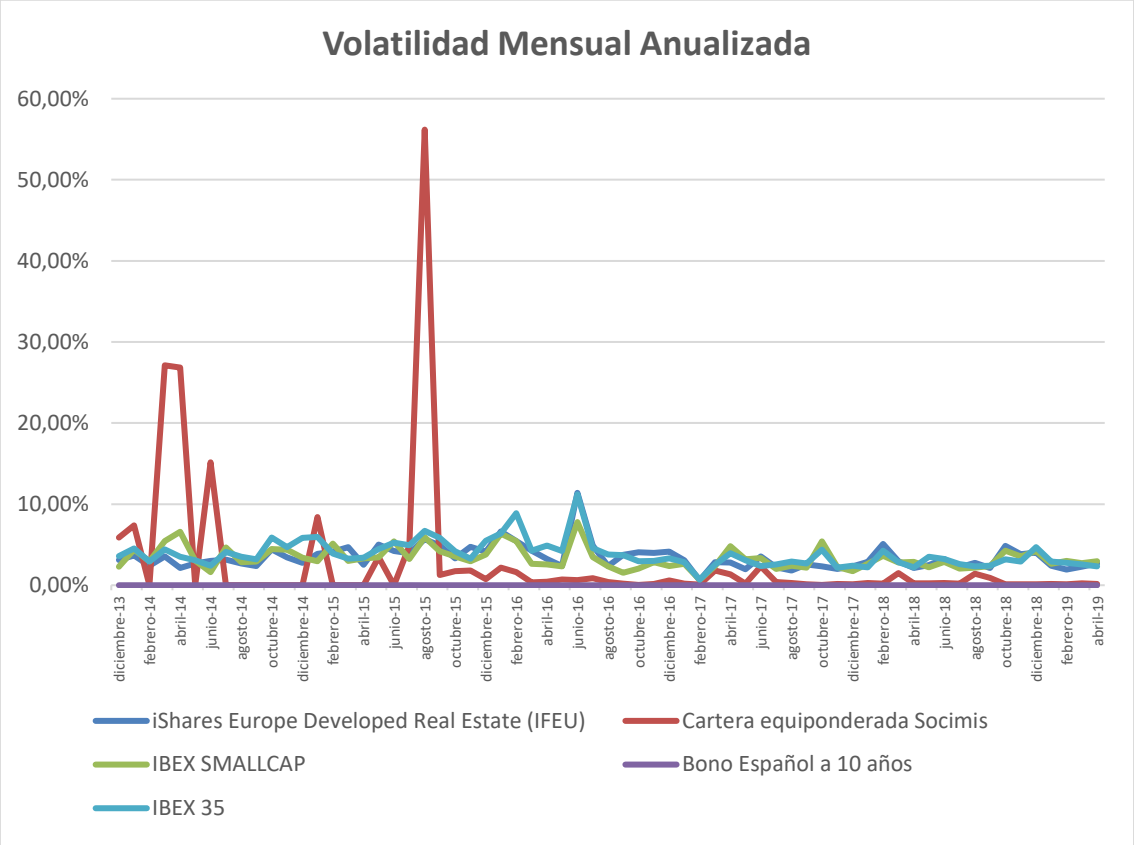

Gráfico 5: Volatilidad mensual anualizada. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

La volatilidad mensual anualizada ofrece un gráfico más suavizado que el dispuesto en el gráfico 5, como era de esperar, ya que la dispersión de rentabilidades mensuales es menor que la diaria, al ser menos susceptible al "momentum" del mercado. A excepción de un gran "cluster" registrado en agosto para la cartera de SOCIMIs. Estos "Clusters" de la cartera de SOCIMIs están muy ligados a la carencia de datos para ciertos periodos por la iliquidez del mercado, además de por otros factores regulatorios y macroeconómicos.

La iliquidez se aprecia claramente en la cartera de SOCIMIs ya que la volatilidad mensual tiene periodos donde se sitúa en niveles muy bajos, totalmente al contrario de lo esperado pero que explica la falta de liquidez en este mercado.

Además, sigue sorprendiendo que el IBEX SMALLCAP suela estar situado por debajo de la volatilidad del IBEX 35.

En cuanto al "cluster registrado en 2015 en la cartera equipondera, se debe a una fuerte variación del precio de URO Property Holdings SOCIMI, que registró en 2 días una subida de un 104,48% y una posterior bajada del 51,09%. Lo que es una situación atípica de un valor en concreto, pero debido a la concentración de la cartera, que contaba solo con 10 activos.

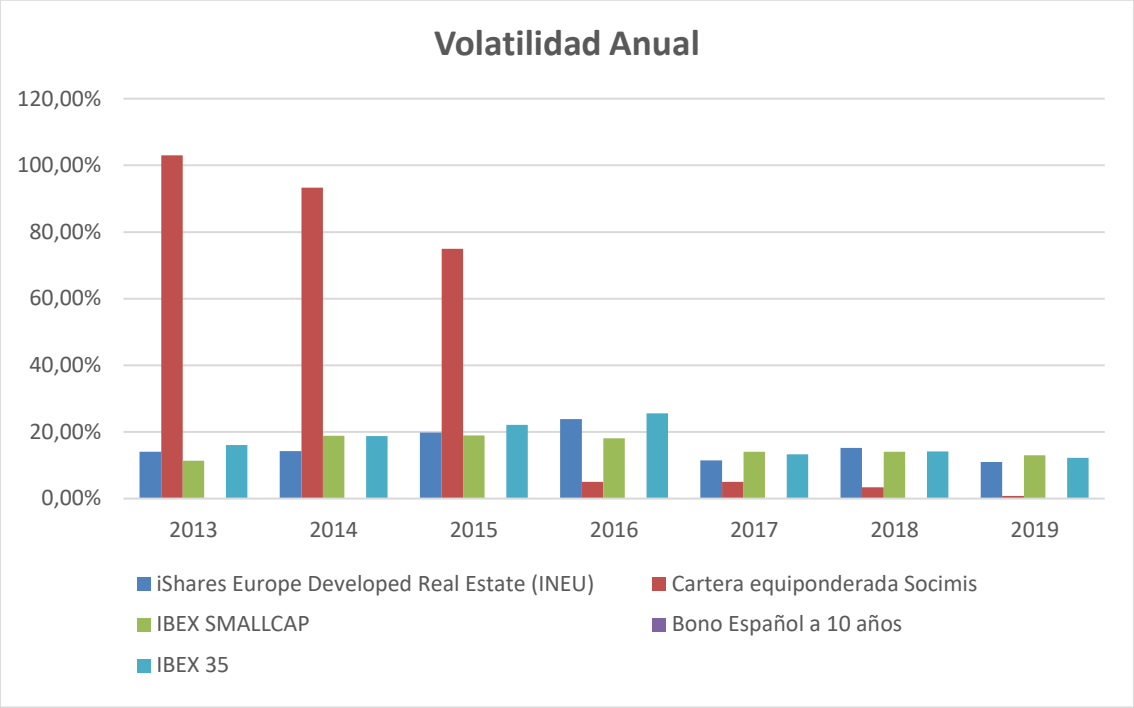

Gráfico 6: Volatilidad anual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

En el gráfico se aprecia claramente cómo la volatilidad anual ha ido decreciendo a lo largo de los años para la cartera de SOCIMIS, este hecho, indica que el mercado era muy joven y que ha ido adaptándose a las condiciones habituales esperadas de otros mercados de SOCIMIs internacionales. Desde el 2016 se puede apreciar una reducción de la volatilidad en la cartera, llegando a ser incluso la cartera que menos volatilidad registra exceptuando a la tasa libre de riesgo, pero marcada por la iliquidez permanente de las SOCIMIs en el MAB.

En cuanto a los "Benchmarks", aunque registran volatilidades anuales similares, el IBEX 35 es el índice que más volatilidad ha sufrido en los últimos 6 años.

Como conclusión en el apartado de volatilidad, se puede apreciar que la volatilidad viene marcada en gran medida por la liquidez de los activos que componen los objetos de estudio, es por este factor que la cartera equiponderada de SOCIMIs registre mayor variabilidad en sus niveles de volatilidad, debido a la concentración y falta de madurez de los activos que la componen y del mercado en el que cotiza.

En cuanto a los índices de referencia, tienen una liquidez muy superior y les permite registrar niveles de volatilidad más persistentes a lo largo del tiempo, destacando el IBEX 35, que registra mayores niveles de volatilidad que los otros "Benchmark". Aunque el IBEX 35 sea un mercado líquido, en los últimos años ha registrado las peores tasas de rentabilidad, registrando rentabilidades negativas. Tal y como se comportan los mercados, las rentabilidades negativas vienen acompañadas de "clusters" de volatilidad, convirtiendo al IBEX 35 en el índice de estudio más volátil.

3.2.3 Análisis de rentabilidad-riesgo

Benchmark 1 iShares Europe Developed Real Estate (IFEU)
Benchmark 2 IBEX SMALLCAP
Benchmark 3 IBEX 35
Risk Free Bono Español a 10 años

Fecha Inicio: 27/11/2013
Fecha Final: 11/04/2019

	Cartera equiponderada	Benchmark 1	Benchmark 2	Benchmark 3	Risk Free
Datos homogéneos					
Rentabilidad Total	36,32%	11,55%	35,74%	-3,70%	9,824%
Rentabilidad Media Geométrica Anual	5,99%	2,07%	5,90%	-0,71%	1,774%
Rentabilidad Media Geométrica Mensual	0,49%	0,17%	0,48%	-0,06%	0,147%
Rentabilidad Media Geométrica Diaria	0,02%	0,01%	0,02%	-0,003%	0,007%
Volatilidad anualizada	31,94%	17,19%	16,70%	19,03%	0,040%
Volatilidad mensualizada	9,22%	4,96%	4,82%	5,49%	0,012%
Volatilidad diaria	2,01%	1,08%	1,05%	1,20%	0,003%
Tracking Error	-	2,34%	2,26%	2,38%	2,01%
Tracking Error anualizado	-	37,10%	35,80%	37,81%	31,94%
Beta	-	-0,24	0,04	-0,11	-
Max. Drawdown	-30,61%	-23,08%	-37,96%	-35,57%	-
Correlación	-	-13,92%	1,95%	-6,23%	7,156%
Ratios Sharpe anualizado	0,13	0,02	0,24	-0,14	-
Años Act 252	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33

Tabla 5: Volatilidad, rentabilidad, ratio de Sharpe, Max. Drawdown y duración. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

En la tabla 5 se muestra la comparativa de las medidas de rentabilidad y riesgo explicadas con anterioridad.

Se puede apreciar la asimetría entre el binomio de rentabilidad-riesgo de los diferentes objetos de estudio:

El Bono Español a 10 años, al ser un activo de renta fija, se convierte en el líder en cuanto al riesgo asumido y la rentabilidad otorgada.

En cuanto a la cartera equiponderada, se puede observar una volatilidad muy elevada aunque obtiene los rendimientos más elevados, acercándose a un 6% anual.

El ETF de "Real Estate" europeo, tiene una rentabilidad modesta en comparación a la volatilidad que tiene. Siendo peor alternativa que el IBEX SMALLCAP.

El IBEX SMALLCAP obtiene una rentabilidad cercana al rendimiento obtenido por la cartera equiponderada de SOCIMIs. Sin embargo, su volatilidad es muy inferior a la experimentada en la cartera.

El IBEX 35 es el "Benchmark" que más volatilidad ha sufrido en el periodo de estudio. Sin embargo, ha obtenido rendimientos negativos, factor que la convierte en la peor elección.

Para comprender mejor la rentabilidad-riesgo asumida, se estudiará lapo Ratio de Sharpe a continuación:

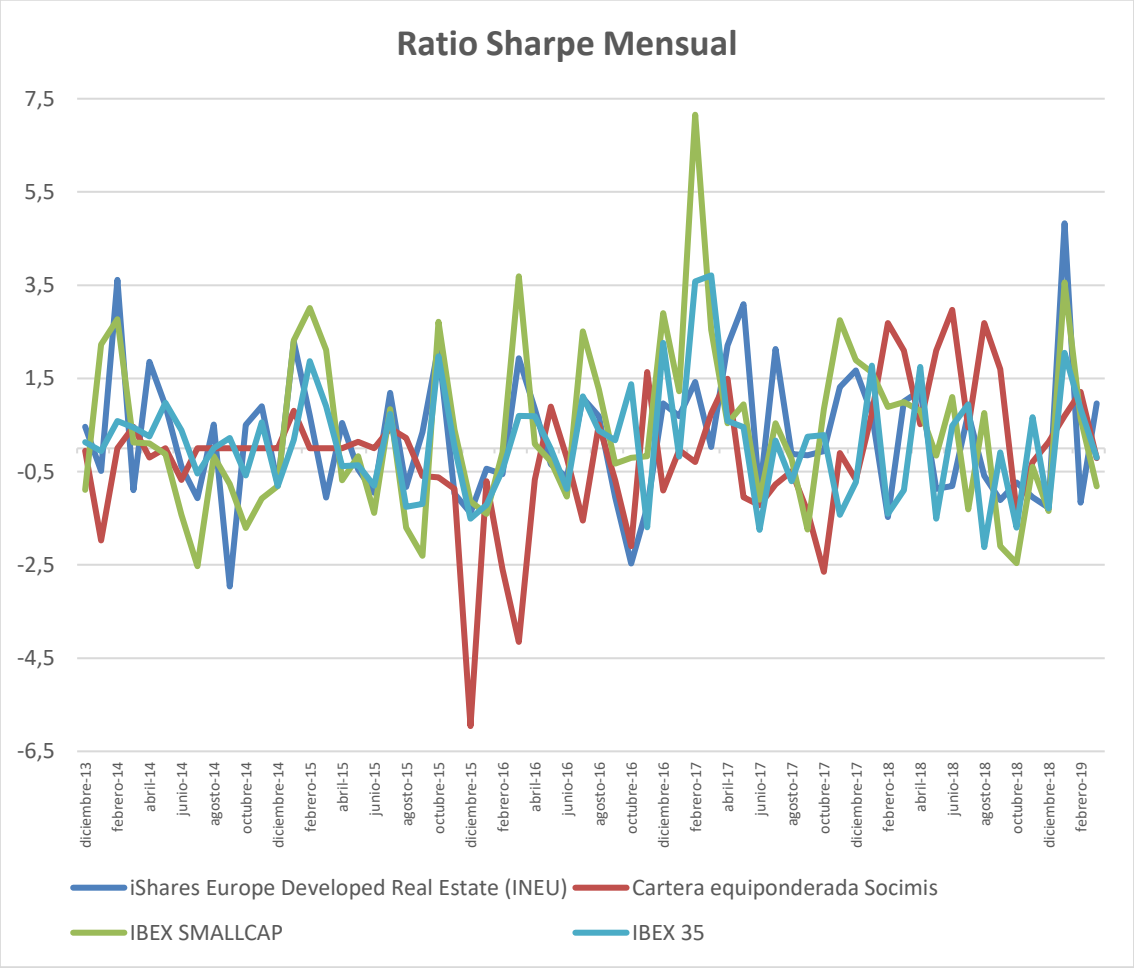

Gráfico 7: Ratio de Sharpe mensual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

La ratio de Sharpe es una medida de rentabilidad-riesgo por unidad de riesgo que el inversor está tomando. Se puede observar que el resultante de la ratio de Sharpe de nuestro índice de referencia IBEX SMALLCAP es, comparativamente, el valor que más optimiza el binomio rentabilidad-riesgo ya que es superior al resto, aunque la cartera equiponderada se encuentra cerca, se considera peor opción que IBEX SMALLCAP ya que el índice ofrece mayor diversificación y cuenta con mayor liquidez. Por tanto, la cartera equiponderada de SOCIMIs tendría un sentido más táctico y el IBEX SMALLCAP un sentido estructural.

Los mínimos de la ratio de Sharpe mensual se registran en la cartera de SOCIMIs en su fase incipiente donde registraba "clusters" de volatilidad asociados a rentabilidades negativas, explicadas por la falta de liquidez que registraba en esos primeros años y por la falta de liquidez del mercado de SOCIMIs en el MAB.

Además, se aprecia nuevamente cómo el IBEX SMALLCAP amplifica también en esta medida de rentabilidad-riesgo, el comportamiento del IBEX 35, aunque obteniendo mejores resultados.

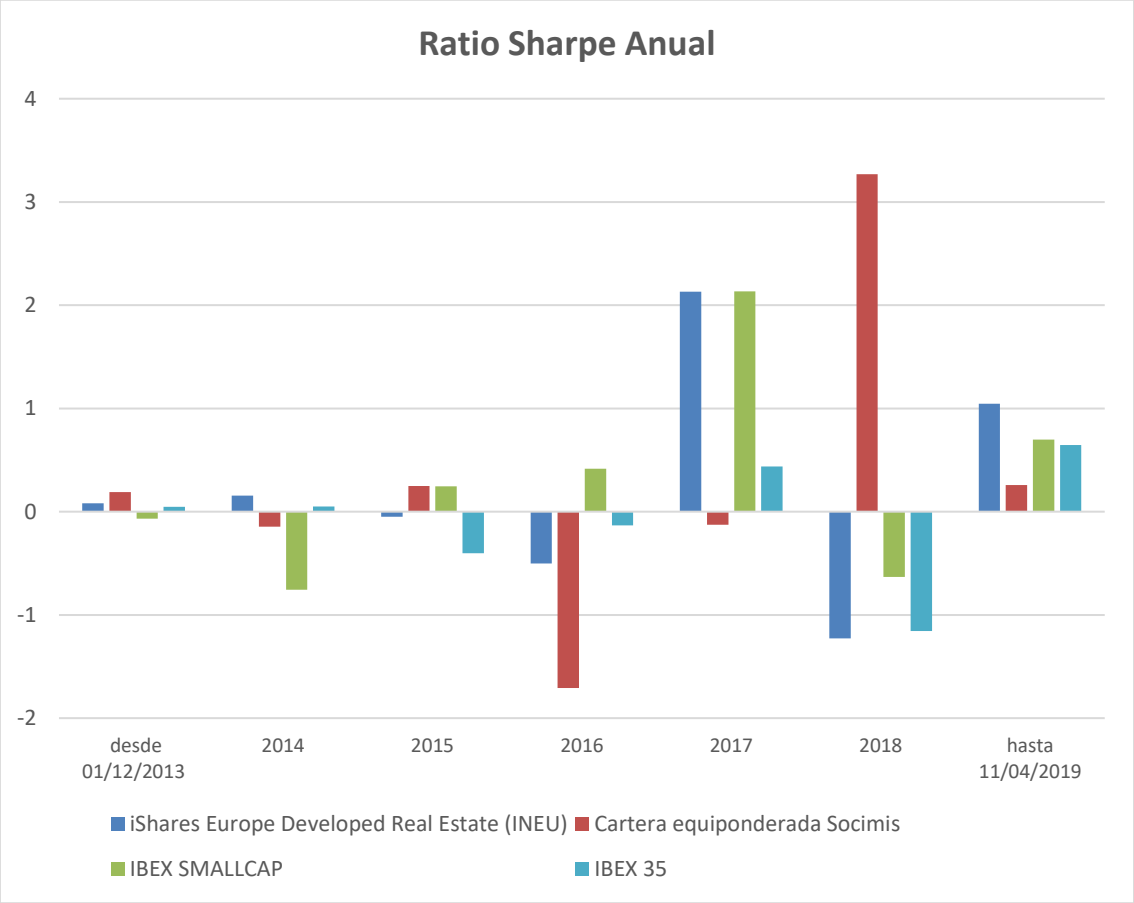

Gráfico 8: Ratio de Sharpe anual. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

La evolución de la ratio Sharpe de la cartera de SOCIMIs registra su mínimo en el año 2016, coincidiendo con las caídas agudas de rentabilidad sufridas en ese año. Sin embargo, 2018 fue su mejor año registrando una ratio de Sharpe por encima de 3.

Lo más destacable es la notable diferencia entre IBEX SMALLCAP y IBEX 35, comportándose mejor IBEX SMALLCAP desde el año 2015. A priori, cabría pensar que debería comportarse de manera similar pero la mala evolución de los pesos pesados del IBEX 35 y la mala situación del sector bancario, ha lastrado al IBEX 35.

La ratio de Sharpe en el año 2016 para la cartera de SOCIMIs fue con gran diferencia la peor de todo el periodo de estudio y todos los "Benchmark". Marcado por una gran entrada de nuevos miembros en el MAB y, por consiguiente, en la cartera equiponderada de SOCIMIs, cuyas variaciones de precios sesgadas hacia rentabilidades negativas, lastraron la ratio de Sharpe.

Sin embargo, como se ha comentado anteriormente, en 2018 se registró el mejor dato de la ratio de Sharpe en la cartera equiponderada de SOCIMIs, aunque este dato es engañoso ya que la liquidez en el 2018 para la cartera se situó en niveles bajos, lo que pudo influenciar estos niveles tan elevados.

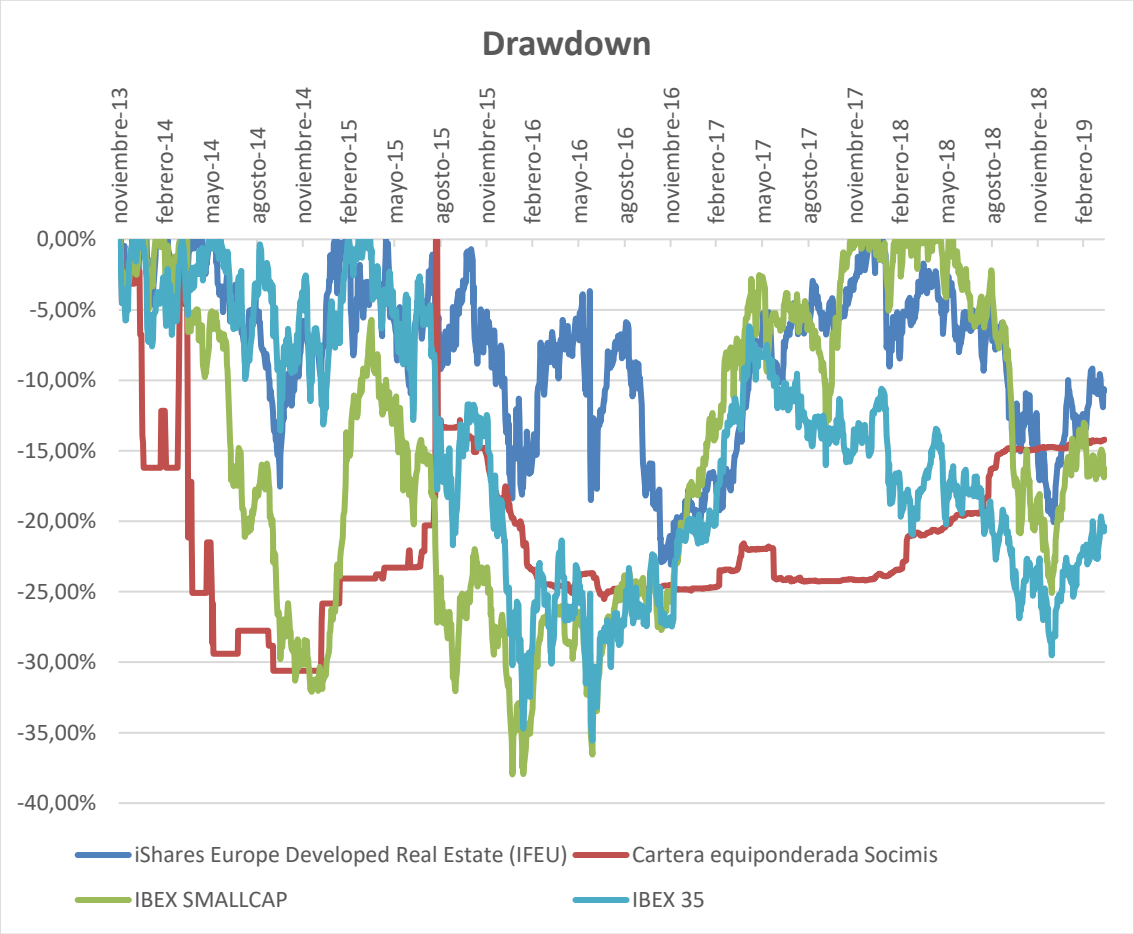

Gráfico 9: Drawdown. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

El máximo "Drawdown" muestra la caída máxima que ha sufrido la variable de estudio. Esto significa que sería la mayor pérdida potencial que se hubiera podido experimentar si hubiésemos entrado en un mal "momentum".

Se aprecia cómo el índice IBEX Small Cap® fue el más susceptible en esta medida de riesgo, seguido por la cartera equiponderada de SOCIMIs.

En cuanto a la máxima caída, se puede observar en el gráfico 9 que la cartera equiponderada de SOCIMIs registró una caída máxima del 30,61%, respecto al 23,08% del "Benchmark" europeo y del 37,96% del "Benchmark" español.

Además, este gráfico permite visualizar cómo se comporta el "Benchmark" o la cartera de SOCIMIs cuando toca un máximo.

Para la cartera de SOCIMIs se aprecia claramente que tocó el máximo 2015, mientras que después sufrió una caída aguda, que ha ido recuperando a lo largo del tiempo.

En cuanto al IBEX SMALLCAP, es el índice que más tiempo ha batido a sus máximos en el periodo de estudio. Era de esperar, ya que registró la mejor Ratio de Sharpe.

3.2.4 Análisis de liquidez

Para el análisis de la liquidez, se ha estudiado el volumen negociado en euros para la cartera equiponderada de SOCIMIs a lo largo del periodo de estudio. Tal y como se muestra en el siguiente gráfico:

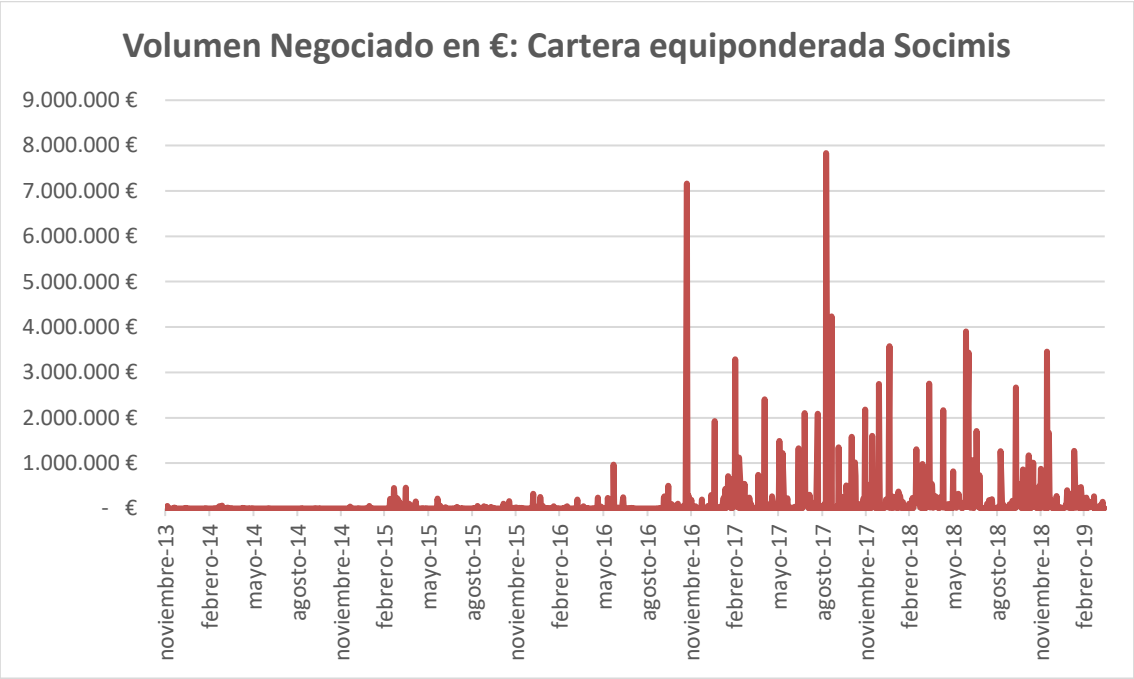

Gráfico 10: Volumen negociado en € de la cartera equiponderada de SOCIMIs. (Elaboración propia, fuente de datos: Bloomberg)

Como era de esperar, el gráfico muestra un mercado muy ilíquido, con grandes atípicos que muestran entradas fuertes de capital en días concretos, estos días son aquellos en los que se incorpora una SOCIMI al MAB o hay noticias trascendentes que afectan a una compañía en cuestión. Para los demás periodos, se puede observar un volumen negociado muy bajo.

Se pueden diferenciar dos zonas claramente, desde el inicio hasta octubre de 2016 se muestra un volumen negociado que no llega en máximos ni al millón de euros. Sin embargo, a partir de octubre de 2016 se observa una fuerte entrada de capital en SOCIMIs, coincidiendo con la entrada de nuevas SOCIMIs en el MAB.

El resultante, es un mercado muy ilíquido, donde el promedio de volumen negociado de SOCIMIs en el MAB es de 103.599 € por día, con la presencia de grandes entradas y fuertes salidas de capital.

Por tanto, se puede ver que el movimiento del precio de los diferentes activos viene dado por fuertes movimientos atípicos, no por una estabilidad en el mercado. Además, cabe remarcar que, la cartera de SOCIMIs, sólo el 40,85% de los días de cotización sufre cambios en el precio de la misma en su conjunto. De forma individual, los activos, en media, solo mueven su precio el 4,05% de los días cotizados.

De los 65 activos estudiados para la cartera de SOCIMIs del MAB, sólo 12 de ellos registran más de 20 sesiones (1 mes) con variación de precio en su cotización en el último año; por tanto, se puede apreciar claramente que la mayoría de SOCIMIs cotizadas en el MAB están listadas con el objeto de ser listadas en un Sistema Multilateral de Negociación y poder disfrutar del régimen fiscal de las SOCIMIs, no por el hecho de cotizar diariamente su valor, o dar liquidez a sus participaciones.

Las 12 SOCIMIs que registraron 20 sesiones con variaciones de precio y mayor volumen son las siguientes: Gmp Property SOCIMI SA, Almagro Capital SOCIMI SA, Olimpo Real Estate Socimi SA, Uro Property Holdings Socimi, AM Locales Property Socimi SA, Grupo Ortiz Properties Socimi SA, Vitruvio Real Estate Socimi SA, HEREF Habaneras SOCIMI SA, Tempore Properties Socimi SA, Prevision Sanitaria Nacional Gestion Socimi SA, Domo Activos Socimi SA, Trajano Iberia Socimi SA.

No tendría sentido comparar el volumen negociado en euros con los índices de referencia, ya que éstos cuentan con un volumen negociado muy superior y con una liquidez envidiable por la cartera de SOCIMIs.

Por ello, cabe destacar que en la cartera de SOCIMIs hay un grave riesgo de liquidez. Aunque las SOCIMIs se basan en la explotación inmobiliaria, cuyos activos son ilíquidos, la liquidez en este mercado es tremendamente peligrosa si se quisiese materializar la inversión. Este hecho, podría suponer una gran pérdida de valor si quisiésemos liquidar las posiciones tomadas.

El volumen negociado del IBEX 35 y el IBEX 35 SMALLCAP, es enormemente superior al de la cartera equiponderada, siendo el IBEX 35 el índice con mayor liquidez y persistencia de liquidez a lo largo del periodo de estudio.

4. MARCO TEÓRICO

4.1 ¿QUÉ ES UN REIT?

Se comenzará explicando que significan las siglas REIT, que como se ha expuesto con anterioridad, son vehículos de inversión inmobiliaria. Proviene del inglés Real Estate Investment Trust, y según NNAREIT (La asociación estadounidense de inversiones en

Real Estate), un REIT es una sociedad de inversión inmobiliaria propietaria de activos inmobiliarios que utiliza para su explotación con el fin de obtener rentas periódicas mediante su arrendamiento.

A partir de ahí se fueron expandiendo, creando en cada país una legislación propia para darle una naturaleza fiscal y de funcionamiento. En España se crearon como SOCIMIs, siendo la misma figura que el REIT, pero con diferencias en cuanto a legislación y fiscalidad. Así mismo, el término REIT se está utilizando para referirse a los fondos de inversión que invierten a su vez en activos inmobiliarios.

Entre los activos inmobiliarios en los que invierte tenemos viviendas, oficinas, talleres industriales, centros comerciales, hospitales, hoteles y alternativos: geriátricos, residencias de estudiantes, espacios de coworking, casinos, o gasolineras, entre otros.

Se pueden clasificar los REITs de la siguiente manera:

- **Activos inmobiliarios:** Inversión en un tipo concreto de activo: viviendas u oficinas para alquiler, (REITS residenciales), edificios industriales y fábricas, (REITs industriales), o en centros comerciales, (REITs de Retail)
- **Localización de los activos:** Ubicaciones premium que suponen una inversión alta con retornos mayores, o ubicaciones más económicas. (Core y Core Plus)
- **Mixtos:** REITs que invierten en más de una categoría diferente de activos con presencia en cualquier tipo de ubicación.

Así mismo, los REITs pueden dedicarse a diferentes tipos de inversiones, como se ha mencionado anteriormente en la historia de las SOCIMIs:

- **Equity REITs**: Invierten en inmuebles de manera directa y obtienen rentas provenientes del arrendamiento de los activos.
- **Mortgage REITs**: Invierten en deuda de terceros que financian la actividad inmobiliaria. Por lo tanto, obtienen rentas provenientes de los intereses de la deuda.
- **REITs híbridos**: Del mismo modo, un REIT puede combinar estos dos tipos distintos de inversiones, activos y deuda, y se denominarían REITs híbridos.

4.2 REITS: ¿POR QUÉ SUPONEN UNA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN?

En los últimos años la presencia de los REITs en las principales carteras de inversión ha aumentado de manera exponencial. ¿Qué beneficios aportan a una cartera de renta fija y renta variable?

Sin lugar a duda, la diversificación que aportan para la reducción del riesgo global es su principal atractivo. La correlación de estos productos con respecto a la renta variable es muy baja, lo que les convierte en un tipo de producto muy útil. Como se puede observar en el siguiente gráfico, la correlación de los REITs con respecto al índice de acciones S&P 500 es muy baja en un horizonte temporal de 10 años:

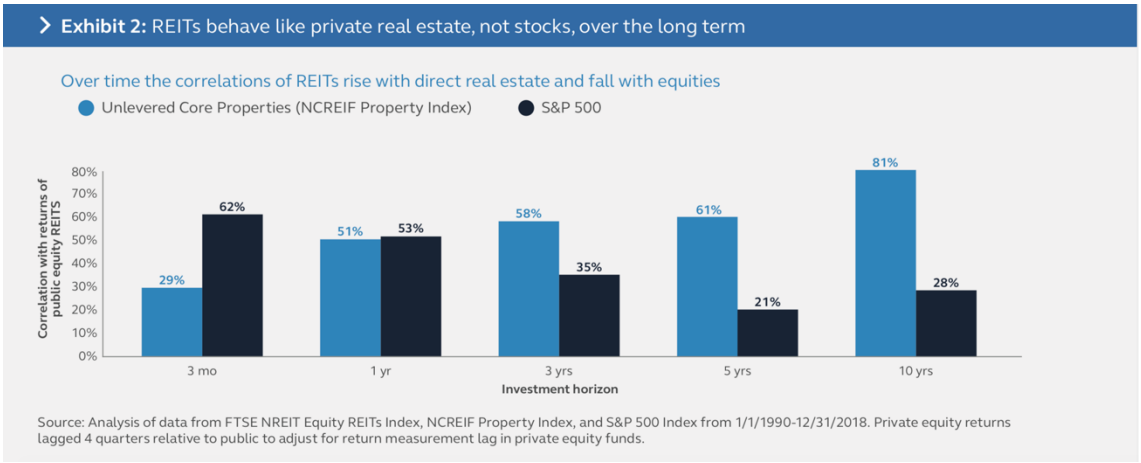

Gráfico 11: Comportamiento del "Real Estate" a largo plazo. (Fuente: "FTSE NREIT Equity REITs Index)

Otra de las razones por las cuales los REITs se han convertido en un producto interesante para diversificar una cartera es su baja volatilidad con respecto a los activos de renta variable. Se basan principalmente en el dividendo que generan, sumado a la propiedad del activo inmobiliario lo cual le otorgan un componente de activo defensivo atractivo a la hora de componer una cartera.

En el siguiente gráfico, se observa la Beta de los REITs en comparación con acciones. En este caso se utiliza el índice global MSCI como referencia. Una beta inferior a 1 muestra que el riesgo de los REITs es inferior al riesgo de mercado.

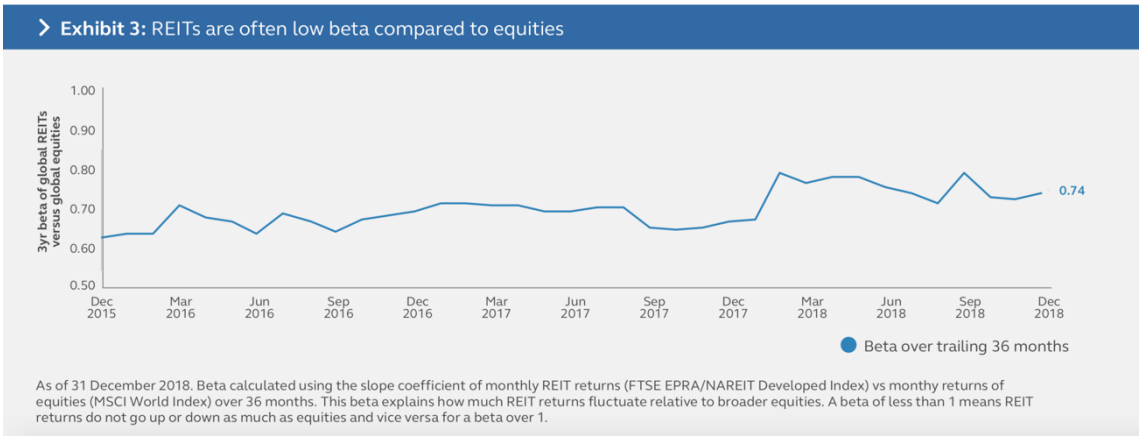

Gráfico 12: Beta de los REITs en comparación con "Equities". (Fuente: "FTSE EPRA/NAREIT Developed Index")

Otro de los beneficios derivados de la inversión en REITs o SOCIMIs es la posibilidad de invertir en activos inmobiliarios sin necesidad de adquirirlos completamente, lo cual está muy limitado a inversores con gran capital.

El dividendo es una de las principales características de los REITs o SOCIMIs, dado que basan su actividad en el pago de un dividendo sobre las rentas que obtienen continuadamente en el tiempo. NAREIT es la asociación estadounidense de las inversiones de Real Estate, la cual se encarga de elaborar todas las estadísticas de estos vehículos de inversión. Se puede afirmar gracias a los datos proporcionados por NAREIT, que los dividendos pagados por los REITs son superiores a cualquier índice compuesto por acciones. Por ejemplo, el S&P 500 tiene por media un pago de un 1,9% de dividendos, mientras que un índice global de REITs se sitúa en el 4,8%. Como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Table 1. FTSE Nareit Index Dividend Yields

Index	2013	2014	2015	2016	2017	2018*
FTSE Nareit All REITs	4.4%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.8%
FTSE Nareit All Equity REITs	3.9%	3.6%	3.9%	4.0%	3.9%	4.4%
FTSE Nareit Mortgage REITs	10.3%	10.7%	12.2%	10.6%	9.8%	10.9%
FTSE Nareit Real Estate 50	4.2%	3.8%	3.7%	5.5%	3.8%	4.2%

**As of 2/28/2018.*
Sources: FTSE, Nareit.

Tabla 6: Rendimiento de los dividendos de las distintas tipologías de REITs y activos inmobiliarrios. (Fuente: "FTSE, NAREIT")

Así mismo, tiene una liquidez superior a la compra directa de activos inmobiliarios, con la posibilidad de comprar y vender con facilidad. Ofrece una gran transparencia, al ser activos regulados por la CNMV en el caso español, con la obligación de todas estas empresas de mostrar sus estados financieros cada 6 meses, y comunicar cualquier movimiento reseñable de cualquier índole.

Por último, y en comparación con realizar una compra individual de inmuebles, los REITs o SOCIMIs están gestionadas por gestoras profesionales dedicadas al negocio inmobiliario en el día a día por lo que aseguran una actuación diligente y profesional.

Sin embargo, también la inversión en este tipo de empresas puede tener desventajas, como la falta de control sobre la gestión. La principal desventaja del funcionamiento de este producto de inversión es la dilución de valor que puede experimentar el accionista. Al ser prácticamente el 90% de los beneficios distribuidos a los accionistas en forma de dividendos, no hay un gran porcentaje para reinvertir en nueva compra de activos. Por lo tanto, para realizar estas compras son recurrentes las operaciones de emisión de deuda o compra con apalancamiento, que pueden desencadenar una dilución de valor de la acción.

4.3 ANÁLISIS DEL MERCADO INMOBILIARIO: LAS SOCIMIS COMO AGENTE DINAMIZADOR

En los últimos años, este vehículo de inversión ha conseguido atraer un gran interés y popularidad en el sector financiero español. Este interés se sustenta en diferentes razones:

La primera de ellas sería el comportamiento de la cotización de las SOCIMIs desde su creación hasta la actualidad. Tomando como referencia los datos obtenidos en este estudio, la rentabilidad total media de todas las SOCIMIs cotizadas desde el 27/11/2013 hasta la actualidad, (11/04/2019), ha sido del 36,32% anualizada.

Otra importante razón estaría relacionada con la oportunidad que este vehículo ofrece a los inversores para diversificar sus carteras. Especialmente teniendo en cuenta el entorno de tipos de interés que tenemos actualmente, donde la rentabilidad de la renta fija es baja (el bono español a 10 años ofrece una rentabilidad menor al 2%), (los depósitos ofrecen alrededor de un 0,5%) y el mal comportamiento de la renta variable, especialmente en Europa, con aumento de volatilidad y rentabilidades cercanas al -15% para el IBEX 35 durante el año 2018.

Por otro lado, las inversiones realizadas en oficinas, locales comerciales y hoteles coinciden con aquellos sectores económicos claves en España para la recuperación económica. Como podemos observar en el gráfico a continuación, las SOCIMIs más importantes, como son Merlin, Colonial, Hispania y Lar, están invirtiendo principalmente en los siguientes inmuebles:

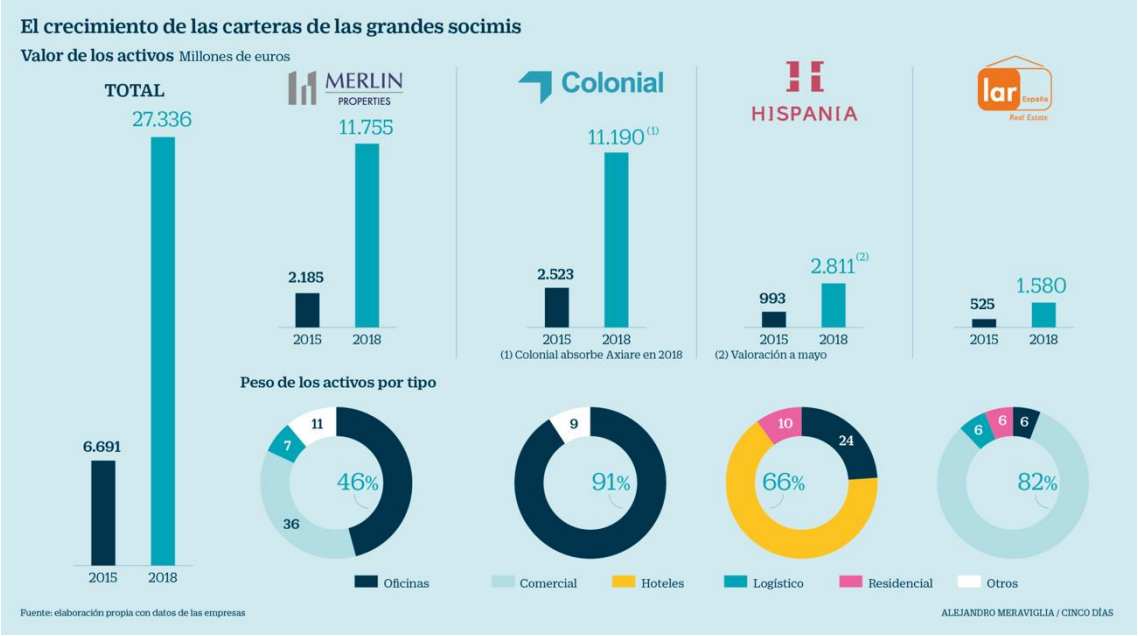

Figura 3: Crecimiento de las carteras de las grandes SOCIMIs. (Fuente: "Cinco Días")

Se puede afirmar con rotundidad que el mercado inmobiliario se ha recuperado con fuerza en España tras la crisis, y teniendo en cuenta la revalorización comentada de las SOCIMIs, la cantidad de compra-ventas realizadas, sumada a su importante presencia en el MAB, y a su capitalización bursátil total, se puede afirmar que hay correlación positiva, y por lo tanto las SOCIMIs han contribuido positivamente para ello.

Con el alza de los alquileres y la revalorización del precio de los activos inmobiliarios en las grandes ciudades españolas, estas empresas están constituyéndose como un éxito al obtener beneficios fiscales, rentas derivadas de los arrendamientos y, por último, por la revalorización de sus inmuebles, los cuales podrán vender tras tres años de arrendamiento, acorde a la fiscalidad requerida por la ley.

En 2017 y 2018, un ejemplo de revalorización de activos en una de las SOCIMIs más importantes y con mayor tamaño en España, Merlin:

	Thousands of euros	
	2018	2017
Beginning balance	10,352,415	9,027,184
Additions due to business combinations (Note 3)	508,131	96,312
Early application of IFRS 16 (Note 2.2.3)	296,738	-
Additions during the period	191,930	356,854
Disposals	(237,937)	(25,336)
Change in value of the investment property	629,184	897,401
Final balance	**11,740,461**	**10,352,415**

Tabla 7: Extracción del balance de situación de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties")

En este gráfico se puede observar como las valoraciones realizadas cada año están experimentando una gran revalorización de sus activos, con un 6% y un 8,66% respectivamente en 2017 y 2018.

4.4 PERSPECTIVAS FUTURAS Y CONCLUSIONES

El crecimiento de las empresas constituidas como SOCIMI ha aumentado de manera exponencial en los últimos años. Fueron constituidas en 2009, y en el año 2016 ya cotizaban 19: 4 en el mercado continuo y 15 en el MAB. En 2019, existen 67 empresas cotizando en el MAB, 3 en el mercado continuo (Hispania, Lar España Real Estate y Árima Real Estate), y las dos más grandes en el IBEX 35 (Merlin Properties y Colonial)

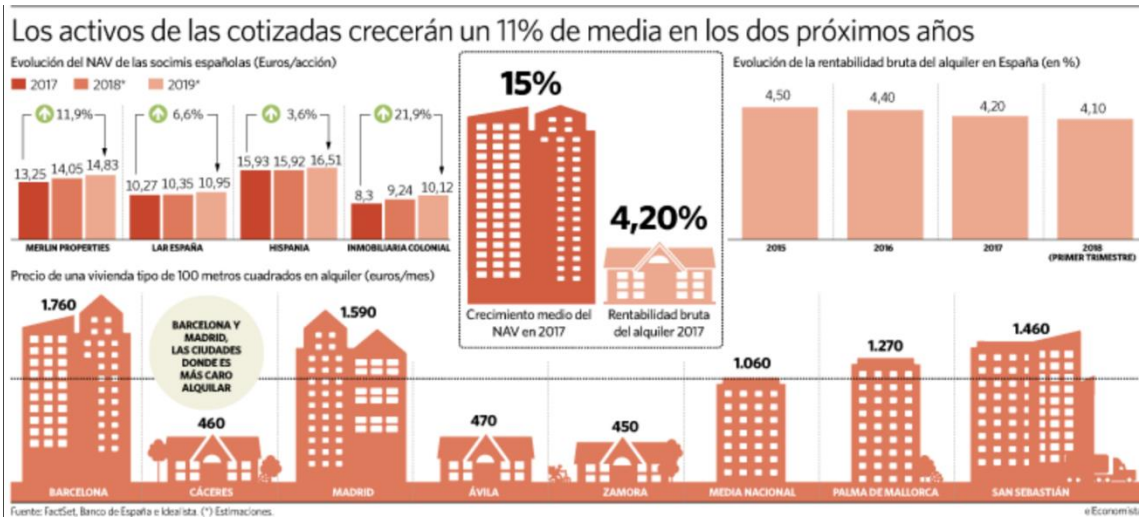

Tabla 8: Evolución del valor neto de los activos de las SOCIMIs españolas. (Fuente: "FactSet, Banco de España, Idealista")

Las perspectivas en el mercado inmobiliario siguen siendo buenas para, al menos, los próximos dos años en cuanto a revalorizaciones en valor de los activos. Especialmente en las grandes ciudades el precio de los activos está alcanzando cotas pre-crisis, por lo que su crecimiento debería ser limitado en el tiempo.

Si el entorno macroeconómico de tipos de interés sigue sin ser modificado, el crecimiento de las SOCIMIs parece garantizado, pero podría reducirse el número de entidades nuevas entrando a los mercados, al ser ya actualmente el número de SOCIMIs muy elevado y, por lo tanto, las oportunidades de adquisición más reducidas.

Como se ha comentado a lo largo de este trabajo, el caso portugués de lanzamiento de la ley para este tipo de vehículos de inversión supone una oportunidad de inversión y diversificación que puede suponer una razón para el crecimiento de estas empresas.

En las condiciones actuales, previamente enumeradas, el futuro para las SOCIMIs es alentador en los próximos dos años donde podemos ver algunas de ellas adquiriendo un mayor tamaño y erigiéndose en general, como un sector importante en España. Sin embargo, el futuro es incierto, ya que la revalorización de los activos podría verse disminuida, los potenciales cambios en los tipos de interés podrían desviar la atención de los inversores, y la gran competencia en la compra-venta de activos podría hacer este tipo de actividad menos atractiva en un futuro próximo.

5. CASO PORTUGUÉS Y MERCADO INMOBILIARIO ESPAÑOL Y PORTUGUÉS

5.1 CREACIÓN DE LA LEY PARA LOS FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

El pasado 28 de enero de 2019, el gobierno portugués publicó el Decreto-Ley 19/2019 por el que se establece el marco jurídico de los "Fondos de Inversión Inmobiliaria" (Socimis en España), que ha entrado en vigor el pasado 1 de febrero de 2019.

Para la atracción de recursos extranjeros, es necesario aumentar la inversión y reforzar la competitividad del sistema económico.

Por otra parte, es importante diversificar las fuentes de financiación y dinamizar la competencia en el mercado de capitales, lo que requiere del fomento de la financiación de empresas mediante capital propio, reduciendo así la dependencia de la financiación bancaria. Particularmente, en el fomento de la reinversión de los beneficios, los cuales permiten avanzar hacia una mayor neutralidad entre financiación mediante la emisión de activos y la deuda.

El Decreto-Ley 19/2019 logra estos objetivos, que, además, están previstos en el XXI Programa de Gobierno Constitucional. Así, se procede a la creación de las sociedades de inversión y gestión inmobiliaria (SIGI), las cuales constituyen un nuevo vehículo que sirve a los inversores como opción de inversión para incorporar bienes inmobiliarios a sus carteras, así como para dinamizar el mercado de los alquileres. Siguiendo la tendencia observada en otros sectores, como por ejemplo los mercados europeos de referencia conocidos como Real Estate Investment Trusts.

SIGI, es un nuevo tipo de vehículo de inversión, que se establece y opera bajo los términos del decreto-ley anteriormente mencionado (19/2019).

"Su actividad principal, es la adquisición de los derechos reales inmobiliarios, de alquiler o de otro tipo de explotación económica la adquisición de participaciones en

empresas con fines y requisitos equivalentes y la adquisición de participaciones en fondos de inversión bienes inmobiliarios cuya política de distribución de ingresos es similar y sus acciones se negocian obligatoriamente en el mercado" (Ministros, Diário da República n.º 19/2019, 2019)

Además, los SIGI tienen requisitos de dispersión de capital distintos. Por lo tanto, tienen determinadas normas para la diferente composición de los activos, y la obligación y reparto de los respectivos beneficios.

Otra parte importante a tratar son las garantías. Las SIGI son una forma de invertir de una manera transparente y adaptadas a las distintas necesidades de los agentes económicos, lo que puede impulsar el mercado de capitales mediante la admisión a cotización en el mercado de nuevos instrumentos.

De acuerdo con lo mencionado, las Sociedades de Inversión y Gestión Inmobiliaria, están sujetas al cumplimiento de un máximo de deuda, con el fin último de garantizar la estabilidad del sistema financiero portugués.

Así, estas SIGI pueden describirse como un tipo de sociedad de inversiones inmobiliarias cuyo principal objetivo es la promoción de la inversión y la dinamización del mercado inmobiliario portugués. Además, el régimen fiscal tan beneficioso que se le aplica a este tipo de sociedades, fomentará el dinamismo del mercado.

Además, se hace necesario la aclaración de una norma del Decreto-Ley 77/2017 (en su redacción actual), que establece un conjunto de medidas para la estimulación del mercado de capitales anteriormente mencionada, llevando a cabo una diversificación de las fuentes de financiación incluyendo la creación y regulación de la Comisión Europea de Sociedades de Inversión Mobiliaria para la promoción de la Economía. (SIMFE). La norma establece lo siguiente:

"El régimen jurídico aplicable al SIMFE que opera en los siguientes ámbitos por debajo de los límites previstos en el apartado 2 del artículo 9 del Reglamento (CE) no dicho decreto ha suscitado dudas de interpretación, se mejora su contenido" (Ministros, Diario Da Republica, 77/2017, 2017)

Como se ha podido leer en la síntesis del Decreto-Ley anteriormente mencionado, este régimen tiene por objeto proporcionar a los inversores un nuevo vehículo de inversión, en este caso inmobiliario. En virtud de este régimen, la SIGI y sus accionistas pueden beneficiarse de exenciones fiscales (o de una reducción de impuestos), con lo que el régimen fiscal portugués se ajusta a otros regímenes fiscales internacionales.

Aunque finalmente se ha introducido este régimen jurídico para las SIGIs, esto ha originado un gran debate en Portugal y su aprobación llevaba en estudio desde 2015, cuando el Parlamento portugués concedió al gobierno la autorización para introducirlo.

La introducción de este régimen jurídico se ha considerado un paso necesario para proporcionar a los inversores una alternativa necesaria, proporcionando así estructuras de inversión alternativas fiscalmente eficientes. De esta manera, se refuerza

la inversión extranjera directa y se potencia el crecimiento y expansión del Mercado Inmobiliario Portugués.

5.2 REQUISITOS PARA LA CONSTITUCIÓN DE UNA SIGI

SIGI, es una empresa que tiene que tener su sede y núcleo de gestión en Portugal, cumpliendo los siguientes requisitos:

- Adoptar la forma de una Sociedad Anónima, y el modelo de fiscalidad previsto en la línea "b" del apartado 1 del artículo 413 del Código de Sociedades Mercantiles aprobado por el Decreto- Ley Nº 262/86 del 2 de septiembre de 1986 en su redacción actual. Esta línea "b" del apartado 1, se indica que la empresa constituida tendrá que tener a un consejo fiscal y a un auditor legal o una sociedad de servicios cuyos auditores no sean miembros de dicho órgano.
- Tener el objeto social definido en el artículo 7. El cual, hace tres indicaciones relevantes:
    - El contrato de la sociedad debe hacerse por escrito y las firmas de los constituyentes de la sociedad, deben recogerse presencialmente.
    - El número mínimo de partes de un contrato de sociedad es de dos, a no ser que la ley exija un número distinto.
    - La constitución de sociedades por fusiones, escisiones o transformaciones se rigen por las respectivas disposiciones de esta ley.
- Tener suscrito y desembolsado el capital social, el cual tendrá que tener un importe de 5.000.000 €, representado por acciones ordinarias.
- Cumplir con los límites establecidos en el artículo 8. En este artículo, se incluyen tres apartados los cuales son:
    - Se permite la constitución de sociedades entre cónyuges, así como la participación de estos en sociedades, siempre que uno de ellos asuma la responsabilidad.
    - Cuando un socio tenga la participación social en virtud del régimen de gananciales, será considerado como socio el que haya celebrado el contrato de sociedad.
    - Lo dispuesto en el apartado anterior no impide el ejercicio de los poderes de administración atribuidos por la ley civil al cónyuge del socio que se encuentre imposibilitado, por cualquier causa.

- Incluir en su nombre, la mención de “Sociedade de Investimento e Gestão Imobiliária, S. A.” o “SIGI, S. A.”
- Las respectivas acciones se encontrarán admitidas a negociación en un mercado regulado o habilitado para la negociación en un sistema de negociación multilateral, en términos de conformidad con el artículo 9. El cual, indica que en la constitución de cualquier sociedad deberán figurar:
    - Los nombres de los socios fundadores
    - El tipo de sociedad
    - La firma de la sociedad
    - El objeto de la sociedad
    - La sede de la sociedad
    - El capital social
    - Las aportaciones de cada socio, así como pagos efectuados por cuenta de cada cuota.
    - Si supone la entrada de bienes, la descripción y la especificación de sus valores.
    - Cuando el ejercicio anual sea diferente del año natural, la fecha cierre, que debe coincidir con el último día del mes de calendario.

5.3 CONSTITUCIÓN DE UNA SIGI

- Una SIGI puede ser constituida con o sin apelación de una suscripción pública.
- No se permite el diferimiento de la realización de cualquier entrada.
- En virtud a la constitución de una SIGI con apelación de suscripción, se regirá por lo dispuesto desde el artículo 279 al artículo 283.
- Las acciones que se suscriban por los promotores deberán ser inmediatamente vendibles y se tendrán que incluir en la misma categoría que las acciones suscritas por cualquier persona o entidad.
- No se podrá atribuir ninguna ventaja a los promotores.
- La constitución de la SIGI no requiere la celebración de una asamblea constitutiva, siendo los miembros de los órganos sociales designados por los estatutos.
- La solicitud de transformación del registro en definitivo, no depende de la entrega de las actas de la asamblea constituyente, siendo presentada después de la suscripción de todas las acciones sin prejuicio de los dispuesto en el apartado siguiente.

- La suscripción incompleta de las acciones ofrecidas en la suscripción pública no impedirá la conversión del registro siempre que se suscriban al menos tres cuartos de las acciones destinadas al público, las cuales son:
    - Que se suscriban todas las acciones destinadas a suscripción por los promotores.
    - Que sean suscritas acciones cuya suma de los valores nominal o de emisión sea igual al importe mínimo suscrito del capital social dispuesto en el tercer apartado del apartado de requisitos
    - Que se mencione expresamente la suscripción incompleta en los documentos del programa en el que se ofrecen las acciones.

- Los documentos del programa de oferta de acciones a la suscripción pública se ajustarán a las normas establecidas en el título III del Código de Valores Inmobiliarios, aprobado por el Decreto-Ley Nº 486/99 del día 13 de noviembre en su redacción actual.
- La deliberación de la constitución de la SIGI no podrá ser anulada a petición de un suscriptor que no esté aprobado.

5.4 CONVERSIÓN DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA EN SIGI

Las Sociedades Anónimas, pueden convertirse en SIGI de acuerdo con los siguientes puntos, y siempre que cumplan los requisitos anteriormente mencionados:

- Las sociedades anónimas ya constituidas podrán convertirse en SIGI realizando una junta general de accionistas, y obteniendo la mayoría de votos necesaria para la modificación de los estatutos.
- En la resolución a la que se refiere el apartado anterior, la junta general de accionistas también debe aprobar la modificación de los estatutos necesaria para cumplir con los requisitos mencionados.
- La conversión en SIGI, surtirá efecto el primer día del periodo impositivo posterior a la fecha de registro de las modificaciones de la Ley de Sociedades Anónimas.

5.5 VISIÓN GENERAL DEL MARCO JURÍDICO EN PORTUGAL

En cuanto al Marco Jurídico aplicable, las SIGIs portuguesas deben adoptar la forma jurídica de sociedades anónimas en pleno derecho por lo que, deben estar reguladas legalmente tanto por el mencionado Decreto- Ley como por las disposiciones legales aplicables a las sociedades anónimas.

Así, estas SIGIs están diseñadas como empresas cotizadas cuyo objetivo consiste en atraer fondos para que sean utilizados en inversiones a largo plazo en activos inmobiliarios disponibles para el arrendamiento u otro tipo de inversiones económicas. La cotización debe realizarse en el plazo de un año desde el momento de la constitución y al menos el 20% del capital debe de estar en manos de inversores con una participación menor del 2%.

Además, desde el punto de vista financiero, estas sociedades deben tener un capital social mínimo de 5 millones de euros y mantener una ratio de apalancamiento máximo del 60% sobre el valor de los activos. Mientras que la cartera de activos de esta tipología societaria está sometida a una serie de requisitos, las propias entidades estarán sujetas a otros requisitos y procesos reglamentarios totalmente distintos, todo ello en función de las particularidades de su constitución. Por ejemplo, los activos inmobiliarios y las participaciones deben representar al menos el 80% de los activos totales de las SIGI, mientras que el valor de los activos inmobiliarios debe representar al menos el 75% de los activos totales que, deben mantenerse durante un periodo mínimo de tres años.

Específicamente, su actividad se limita a:

- Adquisición de bienes inmuebles o derechos equivalentes, con fines de arrendamiento u otro tipo de inversión económica (que comprende el desarrollo de proyectos de construcción y rehabilitación, el uso de almacenes o espacios en centros comerciales o el uso de espacios de oficinas).
- Adquisición de participaciones de otros SIGIs o sociedades con residencia en otro Estado miembro de la Unión Europea (UE) o país del Espacio Económico Europeo (EEE) sujeto a un intercambio de información equivalente al establecido para la UE, con una actividad equivalente y cumpliendo con los requisitos relativos a la naturaleza de los activos y los respectivos umbrales, así como a la distribución de beneficios.
- Adquisición de participaciones en organismos de inversión colectiva (OIC), adoptando una política de distribución de beneficios similar a la prevista para los SIGIs.

Con respecto a la distribución de beneficios, deben distribuirse obligatoriamente en forma de dividendos dentro de los nueve meses siguientes al final de cada año.

5.6 FISCALIDAD DE LAS SIGI

Desde el punto de vista fiscal, el Gobierno Portugués optó por aplicar a las SIGI el régimen fiscal ya en vigor para las CIVs (*Collective Investment Vehicle).* Este régimen se caracteriza por:

Una exención del impuesto de sociedades sobre la renta recibida por el SIGI y considerados de naturaleza pasiva (es decir, rentas de inversión, plusvalías y rentas de arrendamiento)

La imposición a nivel del inversor, principalmente aplicando retenciones sobre los dividendos entregados por el SIGI a sus accionistas.

Las plusvalías obtenidas a través de la venta de sus acciones a razón del 10% (para no residentes) y de, entre el 25% y el 28% (para los residentes)

En cuanto a la fiscalidad derivada del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Propiedad Municipal, el nuevo régimen no proporciona especificidades por lo que se aplicarán las normas generales.

5.7 DIFERENCIAS ENTRE SIGIS Y SOCIMIS

Las SIGIs portuguesas, en comparación con las Socimis españolas, ofrecen un régimen particularmente favorable para aquellos que realicen sus inversiones desde fuera de Portugal, es decir, para inversores no residentes sin establecimiento permanente en Portugal, ya que, como se ha indicado anteriormente, la retención para estos es solamente del 10%. Este hecho, llega en un momento crucial para el Mercado Inmobiliario Español ya que se está estudiando la posible eliminación de los beneficios fiscales de las SOCIMIs.

Así, tanto el hecho de la aprobación de la constitución de las SIGIs portuguesas como la eliminación de los beneficios fiscales en las SOCIMIs españolas, pueden originar una importante competencia para el mercado de SOCIMIs español, ya que, aparte de que el PIB de Portugal ha crecido un 2,2% en 2018 y se espera que lo haga un 1,8% en 2019, Lisboa fue elegida por la prestigiosa consultora PwC (Price Waterhouse Coopers) como la ciudad favorita de Europa para las inversiones en activos inmobiliarios tras una consulta a multitud de expertos en el sector. Este factor, unido a los precios atractivos,

la tendencia al alza de los precios de los alquileres y los excelentes datos fundamentales de Portugal, hacen que las SOCIMIs se vean gravemente amenazadas.

En relación con la atracción para las inversiones en activos inmobiliarios previamente comentada, la compañía española Merlin Properties está estudiando crear una SIGI o cotizar en Portugal, posibilidades que según indicaba Ismael Clemente, consejero delegado de la compañía, en su Junta General de Accionistas el pasado 10 de abril del año 2019, no eran excluyentes, acción que permitiría a la compañía entrar directamente a cotizar en el mercado PSI20, equivalente al IBEX 35 español.

	SOCIMI	SIGI
Capital necesario	5.000.000 €	5.000.000€ (Acciones ordinarias)
Tributación	19%: Bajo Impuesto de Sociedades	10%: (No residentes) 25%-28%: (Residentes)
Bonificación	95% (sobre impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados)	No se especifica
Otros	Exención del Impuesto de Sociedades sobre la Renta recibida por el SIGI	Posible eliminación de ventajas fiscales por parte del Gobierno Español

Tabla 9: Comparativa SIGI - SOCIMI. (Fuente: "DRE: Decreto-Lei 19/2019", "BOE: Ley 16/2012")

5.8 EVOLUCIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO: MADRID Y LISBOA

En este apartado, se tratará la evolución de los principales indicadores que explican la evolución del mercado inmobiliario en la Comunidad de Madrid durante los últimos 14 años (2004-2018)

Las variables explicativas que van a ser estudiadas son: Número de transacciones inmobiliarias de vivienda libre en la Comunidad de Madrid, valor de las transacciones inmobiliarias en la Comunidad de Madrid, precio medio de transacciones inmobiliarias en la Comunidad de Madrid y el valor tasado medio de vivienda libre en la Comunidad de Madrid.

En primer lugar, se procederá a realizar un análisis del máximo "Drawdown", de la volatilidad y de la rentabilidad, si procediese.

N° Total Transaciones Inmobiliarias Madrid	Valor	Trimestre	Año
Máx. Drawdown	-79,75%	1º	2013
Volatilidad	21,58%		
Volatilidad anualizada	43,16%		

Valor de las Transacciones Inmobiliarias Madrid	Valor	Trimestre	Año
Máx. Drawdown	-85,62%	1º	2013
Volatilidad	24,55%		
Volatilidad anualizada	49,09%		

Precio Medio Transacciones Inmobiliarias Madrid	Valor	Trimestre	Año
Máx. Drawdown	-43,47%	4º	2013
Volatilidad	14,09%		
Volatilidad anualizada	28,18%		

Valor Tasado Medio Vivienda Libre Madrid	Valor	Trimestre	Año
Máx. Drawdown	-34,14%	4º	2012
Volatilidad	13,05%		
Volatilidad anualizada	26,10%		
Rentabilidad geométrica anualizada	2,77%		

Precio Alquiler Metro2 Madrid Capital	Valor	Trimestre	Año
Máx. Drawdown	-10,22%	4º	2013
Volatilidad	3,48%		
Volatilidad anualizada	6,96%		

Tabla 10: Variables explicativas del mercado inmobiliario de la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

Se puede apreciar que los años de 2012 y 2013 fueron los periodos donde se registraron los peores niveles de "Drawdown" de la muestra de estudio en todas las variables.

Estos periodos con mayores caídas en los precios y valor de transacción, coinciden con la incorporación al mercado inmobiliario de la SAREB, este banco incorporó un gran volumen de activos inmobiliarios en el mercado con descuento, lo que provocó una bajada significativa de los niveles del "Drawdown".

Además, los años 2012 y 2013 se caracterizaron por la reestructuración bancaria y el "rescate" de las economías periféricas, incluyendo la española.

Para completar el análisis, se estudiará individualmente las variables explicativas:

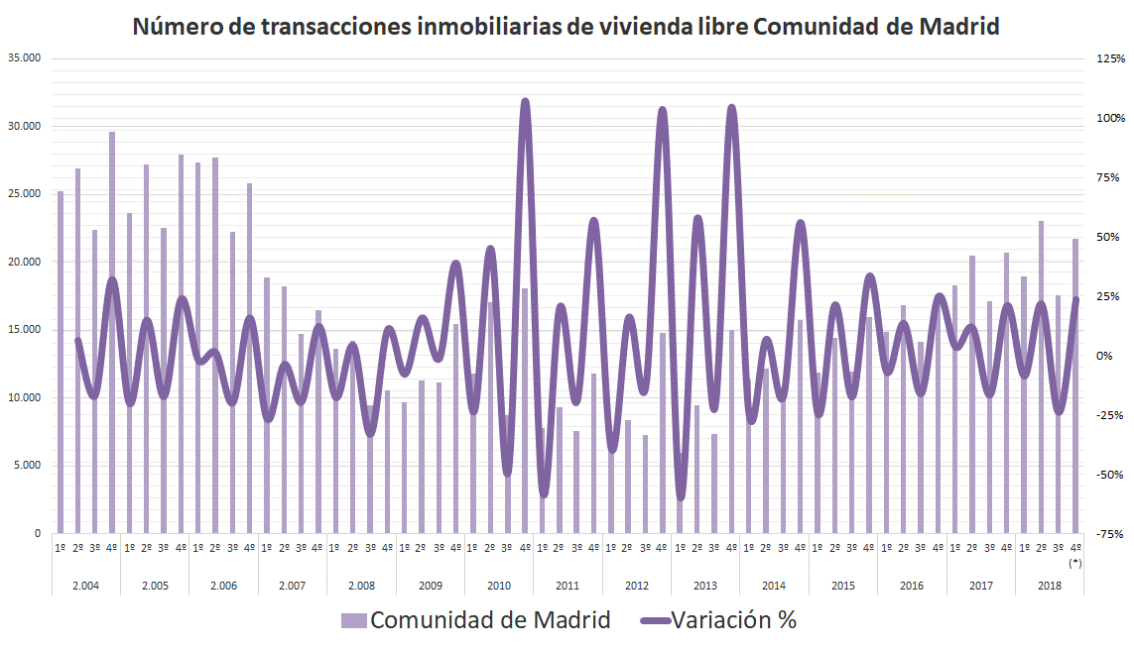

Gráfico 13: Número de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

Como se puede observar, hay una clara estacionalidad en el número de transacciones de vivienda libre. En el 4º trimestre, aumenta el número de transacciones. Además, se puede observar que se registró el máximo en el 4º trimestre de 2004, coincidiendo con el boom inmobiliario.

Otro dato interesante es la gran bajada que experimentó a lo largo de 2008 por la crisis de las subprime y la posterior bajada, aún más aguda en términos porcentuales, del primer trimestre de 2013. Se aprecia que después de la crisis, la variabilidad del número de transacciones era muy superior al previo a la crisis y al posterior a 2015. Se puede observar la estabilidad y el aumento de las transacciones a partir del 2014 y la confirmación de dicha tendencia desde 2015.

No se puede apreciar una burbuja en el sector inmobiliario, aunque se ha estabilizado y crecido el sector en los últimos años, no llega el volumen de transacciones a niveles precrisis. Además, el mercado se encuentra en una situación de tipos de interés bajos, lo que presumiblemente podría incentivar la adquisición de bienes inmobiliarios debido a la reducción del coste de la deuda, sin embargo, los requisitos de contratación de una hipoteca para el usuario particular son más restrictivos que en la etapa previa a la crisis de las "subprime".

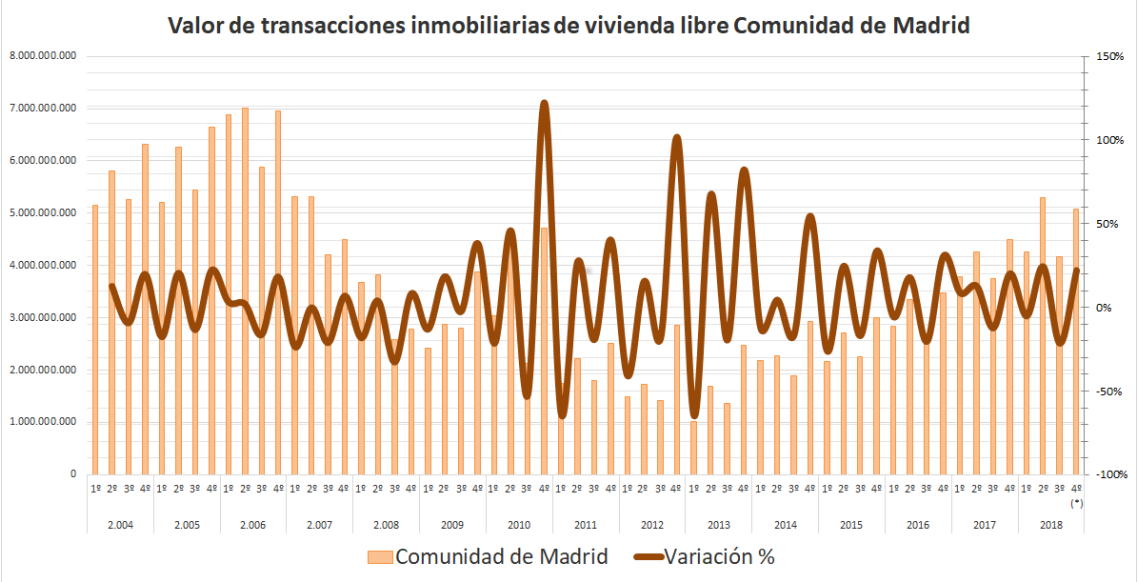

Gráfico 14: Valor de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

El valor de las transacciones inmobiliarias en la Comunidad de Madrid desde el año 2004 hasta el último trimestre de 2006 fue, de forma generalizada, creciente; correspondiendo así con la burbuja inmobiliaria experimentada en la etapa precrisis. Sin embargo, se puede apreciar que en el año 2007 se constata en el cuarto trimestre (que suele ser el trimestre con mayor volumen de transacciones y mayor valor de las mismas, por la estacionalidad previamente mencionada) una bajada generalizada del valor de transacciones inmobiliarias en la Comunidad de Madrid, materializándose la crisis inmobiliaria sufrida y desinflándose el mercado.

En el primer trimestre de 2009 parecía haber tocado suelo el valor de las transacciones inmobiliarias, sin embargo, se experimentó un rebote importante en el cuarto trimestre de 2010, para después bajar drásticamente en el primer trimestre de 2011, periodo que coincide con la restricción de crédito, desincentivando la inversión inmobiliaria, tanto para empresas como para particulares.

Tras tocar suelo en el primer trimestre de 2013, después de la restructuración bancaria española, hubo un constante crecimiento del valor de las transacciones de vivienda libre, coincidiendo con mejores datos de crecimiento del PIB español, pero sin llegar a los niveles precrisis, lo que indica que el mercado inmobiliario en Madrid no sufre una burbuja como la experimentada antes de 2007.

En cuanto a la variabilidad de esta variable, se puede apreciar un “cluster” en la zona central del gráfico, coincidiendo con la etapa de crisis.

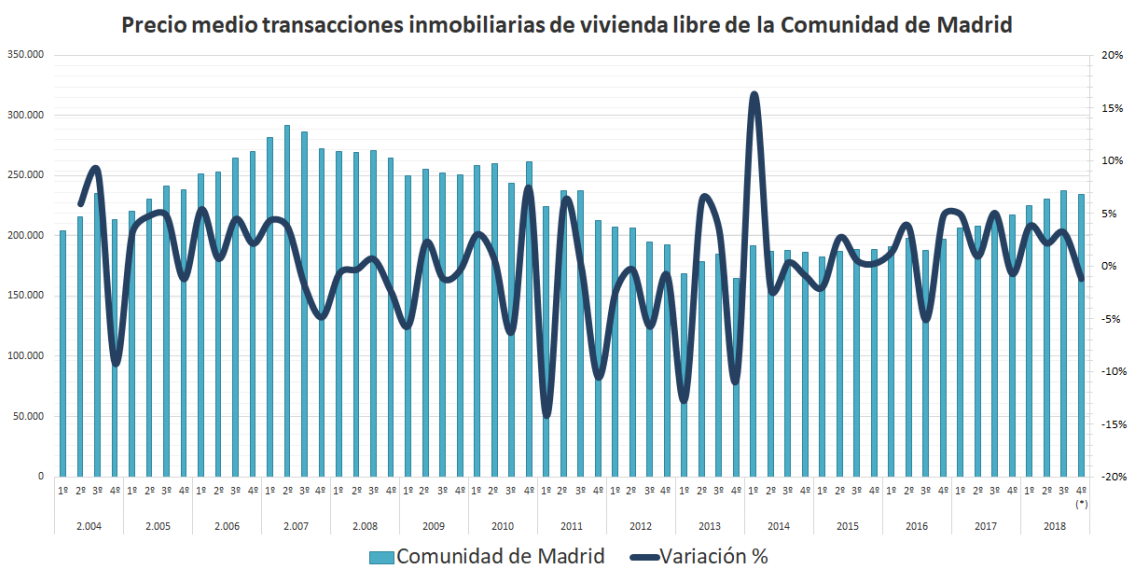

Gráfico 15: Precio medio de transacciones de vivienda libre en la Comunidad de Madrid. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

En el precio medio de transacciones inmobiliarias de vivienda libre de la Comunidad de Madrid se puede apreciar un aumento significativo desde el 2004 hasta el segundo trimestre del 2007, coincidiendo con el periodo final de la burbuja inmobiliaria.

En 14 trimestres, desde 2004 hasta el fin del segundo trimestre del 2007, se experimentó un aumento del 43,06% del precio medio de las transacciones inmobiliarias de vivienda libre, confirmando la burbuja.

A partir del tercer trimestre, se aprecia un cambio de tendencia de alcista a bajista, donde toca suelo en el último año del 2014. A partir de ese momento, el mercado inmobiliario comenzó a reactivarse y volvió la tendencia alcista de forma más suavizada que en el periodo precrisis.

En el último trimestre de 2018, el precio medio de transacciones bajó mientras que, como comentado con anterioridad, el volumen de transacciones del cuarto trimestre de 2018 bajó con respecto al mismo periodo del año 2017, pudiendo suponer el inicio de un cambio tendencial.

Además, este posible inicio del cambio tendencial, coincidía con una bajada generalizada de los principales mercados de renta variable españoles, europeos y americanos.

Sin embargo, en el primer trimestre del 2019, la renta variable de los mercados occidentales se ha comportado de forma extraordinaria, lo que pudo suponer una recuperación del mercado inmobiliario que se verá reflejado en los datos que publique el ministerio de Fomento y el Instituto Nacional de Estadística en los próximos meses.

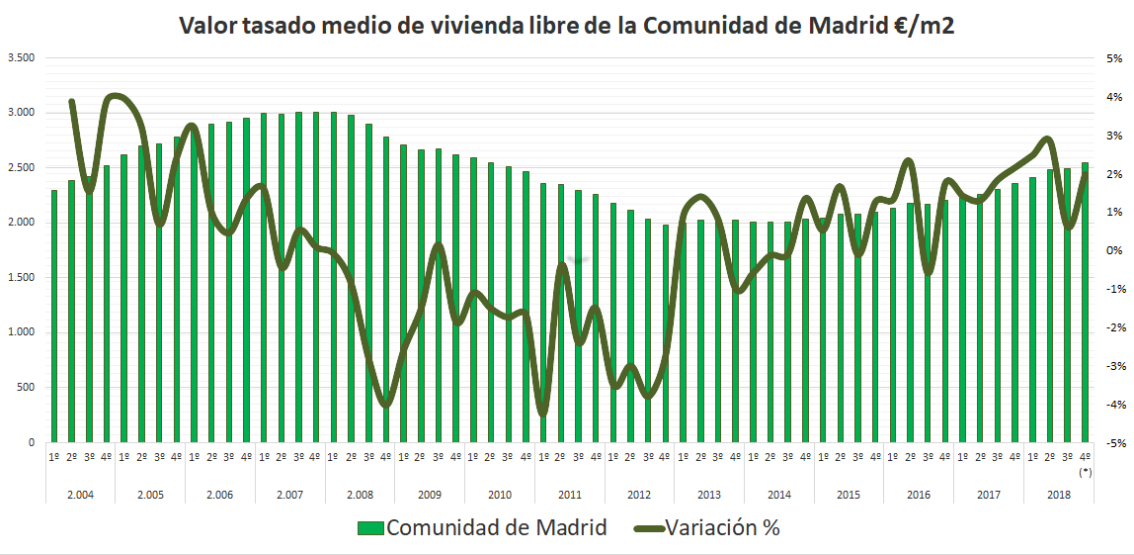

Gráfico 16: Valor tasado medio de vivienda libre en la Comunidad de Madrid €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

El análisis del valor tasado medio de vivienda libre en la Comunidad de Madrid se ha procedido a estudiar el precio del metro cuadrado en euros.

Como se puede observar, en este gráfico hay menor componente estacional, al no depender directamente del volumen de transacciones inmobiliarias. Gracias a la carencia del factor estacional en el precio medio por metro cuadrado, se puede apreciar claramente la tendencia del mercado inmobiliario. Se aprecia claramente dos tendencias: Alcista hasta el último trimestre de 2007, bajista desde el primer trimestre de 2008 hasta el primer trimestre de 2013. Alcista desde el segundo trimestre de 2013 hasta finales de 2018.

Se aprecia una subida más suavizada en el último tramo alcista con respecto al primer tramo. El precio medio por metro cuadrado en la Comunidad de Madrid se encuentra un 15,35% por debajo que en el máximo registrado en el cuarto trimestre de 2007.

Como se puede observar en el gráfico, el valor tasado medio de vivienda libre en la Comunidad de Madrid, se sitúa en 2546 € por metro cuadrado.

Aunque aún el precio m2 se encuentra muy lejos de llegar a los niveles alcanzados en plena burbuja inmobiliaria, no hay discusión en que esta tendencia moderadamente alcista indica que la recuperación del mercado inmobiliario es más que un hecho.

Sin embargo, hay dos factores por el que el crecimiento del precio de la vivienda pueda verse limitado:

- El esfuerzo financiero de comprar vivienda:
  Cabe recordar, que comprar una casa supone la dedicación de aproximadamente 6,4 años de la renta familiar, un nivel muy superior a otros países europeos.

- La venta de viviendas con descuento:
  Debido a que la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), cuenta con una importante cartera, de los que aproximadamente el 32% son viviendas, es de suponer que habrá un incremento de la comercialización de estos activos en los próximos trimestres lo que supondrá una importante presión a la baja para el precio de la vivienda en España.

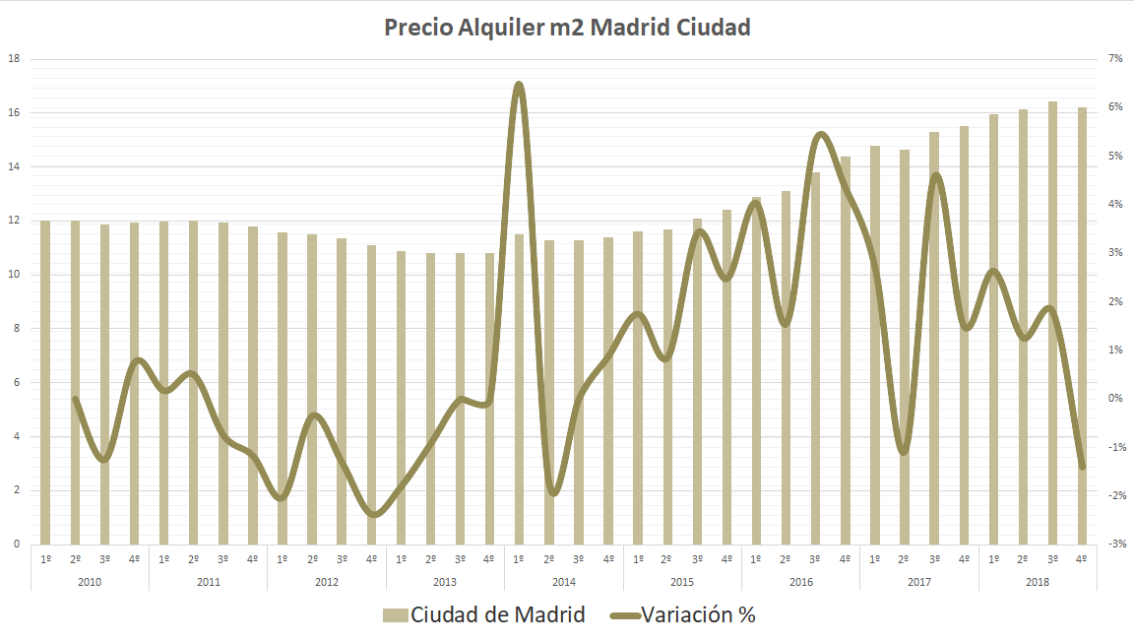

Gráfico 17: Precio del alquiler en la Ciudad de Madrid €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística")

Finalmente se procederá a estudiar una variable que ha ganado repercusión mediática a lo largo de los últimos 5 años en la ciudad de Madrid, el precio del alquiler por metro cuadrado.

Se puede observar desde el año 2010 hasta finales del año 2013, hay un decrecimiento suave, registrando un máximo "Drawdown" del 10,22%, coincidiendo con la depreciación del valor tasado de las viviendas libres en ese periodo.

Sin embargo, a partir del primer trimestre del 2013, sufre un "boom" el precio del alquiler en la Ciudad de Madrid, registrando tasas positivas de crecimiento en la mayoría de los periodos.

Se aprecia una bajada sustancial en el cuarto trimestre del año 2018, al igual que en las transacciones de viviendas libres de la Comunidad de Madrid. Lo que puede confirmar el posible inicio de un ciclo alcista.

En cuanto a la principal cuestión: ¿Se encuentra el mercado inmobiliario de la Ciudad de Madrid inflado con respecto a las transacciones inmobiliarias de vivienda libre?

El mercado de alquiler de la Ciudad de Madrid, ha experimentado un incremento del 34,89% desde inicios de 2010 hasta finales del 2018, mientras que el valor tasado medio de las viviendas libres de la Comunidad de Madrid ha experimentado un decrecimiento del 1,74%.

Esta enorme diferencia indica que el mercado de alquiler sufre una divergencia muy superior con respecto al mercado de la vivienda. La restricción del crédito a particulares puede haber provocado un aumento de la demanda del alquiler con respecto a las compras de viviendas, factor que hace a las SOCIMIs florecer a partir del 2014, explicando el "boom" que se pudo ver registrado en el "listing" del MAB en esta modalidad de compañías, las SOCIMIs.

Finalmente, se procederá a realizar una comparativa con la evolución de Lisboa, capital de Portugal.

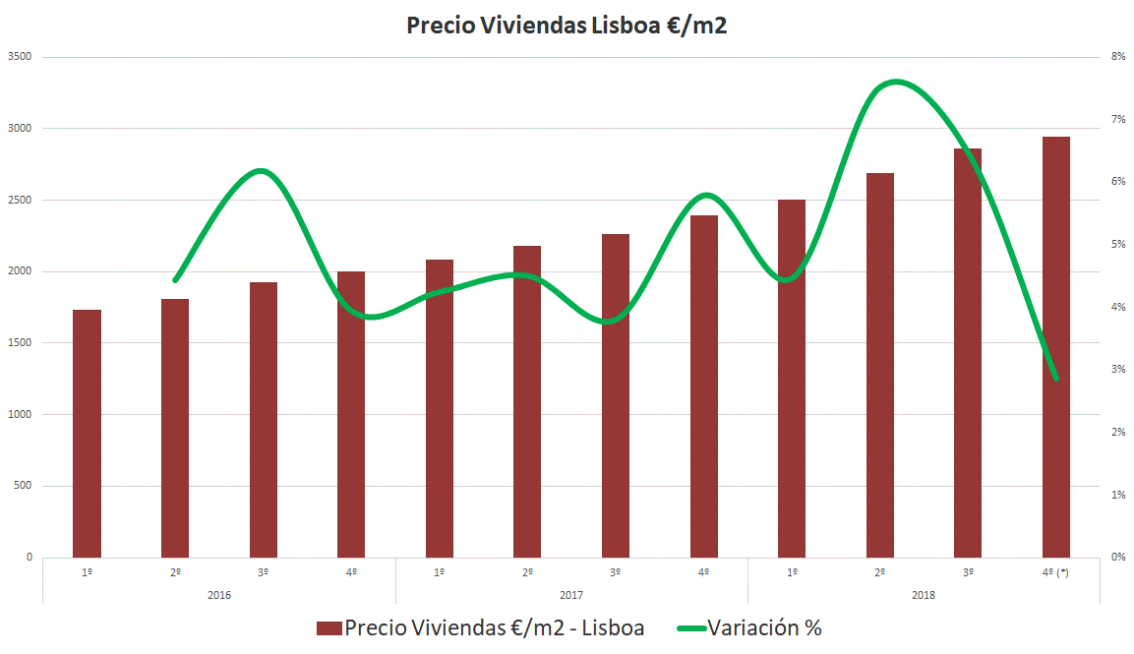

Gráfico 18: Precio de la vivienda en Lisboa €/m2. (Elaboración propia, fuente de datos: "Instituto Nacional de Estadística de Portugal")

Se observa una gran diferencia con respecto a la Comunidad de Madrid, el precio de la vivienda en Lisboa se encuentra por encima del precio de la vivienda libre de la comunidad de Madrid en el último trimestre del 2018, registrando 2.994 euros por metro cuadrado en el caso de Lisboa y 2.546 euros por metro cuadrado en el caso de la Comunidad de Madrid.

Se aprecia una tendencia alcista muy pronunciada en el precio de la vivienda en Lisboa, habiendo registrado un aumento del 69,68% desde comienzos de 2016 hasta finales de 2018.

Se registraron tasas de crecimiento positivas por encima del 3 % trimestralmente y llegando a tasas de crecimiento trimestral del 7,52%, en promedio un crecimiento del 4,93% trimestralmente.

Son datos muy impactantes con respecto a los registrados en la Comunidad de Madrid. Este "boom" en los precios de las viviendas en Lisboa, pueden venir explicados por la reestructuración fiscal del Gobierno Portugués que realizó desde que Antonio Costa es presidente.

La implementación de la medida estrella portuguesa, conocida popularmente como la "Golden Visa", atrajo gran flujo de capital extranjero, ya que otorgaba permiso de residencia a grandes inversores que transfiriesen capital por un valor superior a un millón de euros, creasen 10 puestos de trabajo o adquiriesen bienes inmuebles de un valor igual superior a 500.000 euros.

Esta medida provocó una gran entrada de flujos de capital extranjero y la entrada al país de habitantes extranjeros con un elevado patrimonio. Además, promovió la adquisición y construcción de viviendas en todo el territorio portugués, siendo más acentuado en los principales núcleos urbanos gracias a la mayor oferta de servicios que ofrecen. El objetivo era atraer capital extranjero y cumplir con las exigencias presupuestarias de la Unión Europea después de que le otorgase un rescate, la medida fue un éxito y ha conseguido disminuir el desempleo en Lisboa desde un 12% a un 6% desde que se implementó el plan fiscal.

Esta reestructuración del plan económico portugués hizo resurgir el mercado inmobiliario y aumentó la demanda, se puede observar claramente en el gráfico del precio de la vivienda en Lisboa y del impresionante crecimiento que ha registrado.

Para consolidar el mercado inmobiliario portugués, el gobierno llevará a cabo la ya mencionada legislación sobre las SIGI, factor que puede suponer una amenaza para el mercado de SOCIMIs español, pudiendo existir una amenaza real de deslocalización fiscal de las SOCIMIs españolas hacia Portugal, donde disfrutarían de unas condiciones similares y un gobierno más proactivo a cambios en materia fiscal.

Además, se une el riesgo de un cambio fiscal en el régimen de SOCIMIs españolas, donde el posible pacto entre los partidos políticos españoles "Unidas Podemos" y el "Partido Socialista Obrero Español" puede provocar cambios en el régimen de SOCIMIs español ya que el partido "Unidas Podemos" planteaba dicha modificación.

6. CASOS DE ÉXITO: MERLIN PROPERTIES – VALORACIÓN Y CONCLUSIONES

6.1 MERLIN PROPERTIES SOCIMI S.A.

Merlin Properties fue creada por antiguos directivos de Deutsche Bank el 24 de marzo de 2014, estando inicialmente constituida con un único accionista, MAGIC Real Estate. Esta gestora que a su vez habían creado los dueños contaba con fondos internacionales como clientes.

Merlin se constituye poco después como SOCIMI con una serie de objetivos claros: beneficiarse de sus ventajas fiscales, reducir la incertidumbree en su modelo de negocio y aumentar la rentabilidad de los inversores, visto el éxito obtenido por los vehículos de inversión REIT en otros países.

¿Cómo consigue tener un éxito mayor que otras compañías con el mismo modelo de negocio?

Consigue salir al mercado continuo para captar fondos, y adquiere los activos de la empresa Tree Inversiones Inmobiliarias S.A, gracias al apoyo de grandes fondos internacionales que invirtieron 550 millones de euros. Esta gran cartera de activos, muy conocida por los dueños por experiencias laborales anteriores, otorga a Merlin una gran fiabilidad de cara a los potenciales inversores, y reduce la incertidumbre en cuanto a generación de beneficios en los próximos años.

Siguiendo el modus operandi llevado a cabo por sus fundadores, Merlin continúa su política agresiva de adquisiciones de activos, aprovechándose de la recuperación del mercado inmobiliario español y del aumento de la actividad inversora internacional.

Los siguientes hitos llevados a cabo por Merlin son la compra a Sacyr Vallehermoso de su cartera inmobiliaria Testa, por 1800 millones de euros. Amplía capital para sufragar esa adquisición y firmar un gran acuerdo de financiación. Seguidamente, se convierte en la primera SOCIMI que accede al IBEX 35, en diciembre de 2015.

A partir de ahí, Merlin ha continuado su estrategia comprando numerosos activos en España y Portugal. Financiándose con ambiciosas emisiones de deuda y consiguiendo buenos resultados año tras año. Sus últimos hitos han sido las adquisiciones continuas en Lisboa o grandes complejos urbanísticos como el parque logístico de Cabanillas.

Merlin gestiona una cartera de activos con valor de 11.253 millones de € que consolidan su liderazgo en el mercado español. Invierte en diferentes activos inmobiliarios como podemos observar en el siguiente gráfico:

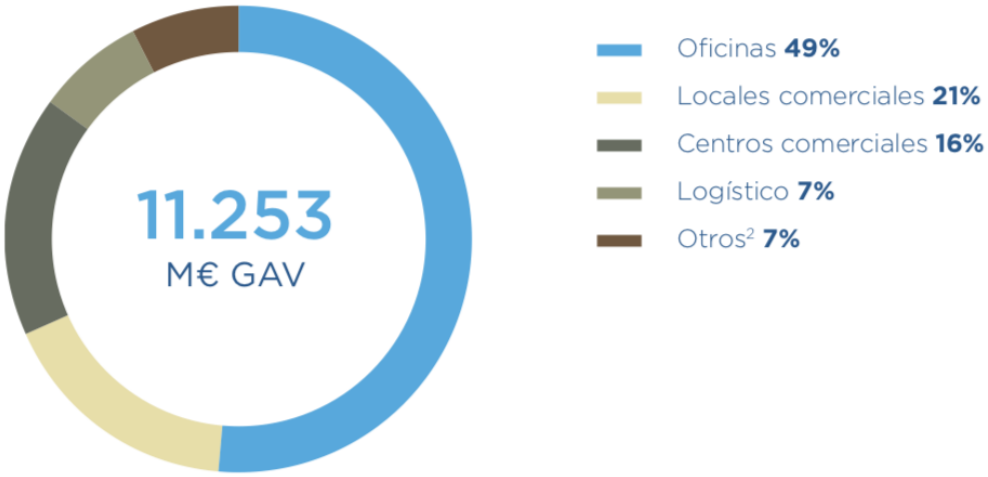

Gráfico 19: Tipos de activos inmobiliarios. (Fuente: "Merlin Properties")

6.2 ESTRATEGIA DE NEGOCIO

Merlin tiene su principal negocio en la adquisición de activos y bienes comerciales de alta calidad basándose en los segmentos Core y Core Plus, dedicándose en exclusiva a los mercados español y portugués.

De los cuatro segmentos en los que se suelen dividir las inversiones inmobiliarias, serían sólo estos dos donde invertiría Merlin: Core y Core Plus:

Cuadro 18: Segmentos en el negocio inmobiliario

	Core	*Core Plus*	Valor añadido	Oportunístico
Riesgo	Mínimo	Mínimo-Moderado	Mínimo-Moderado	Moderado-Alto
TIR	6-9%	9-12%	12-18%	18% +
Periodo mantenimiento	10+ años	5-7 años	5-7 años	5 años o menos
Apalancamiento	0-50%	50-60%	60-70%	70-80%
Perfil inversión	Inmuebles localizados estratégicamente en los principales centros de negocios. Arrendamiento de los edificios a inquilinos de alta calificación crediticio	Garantizar edificios generando ingresos estables y constantes	Edificios con potenciales positivos que requieren una mejora con el fin de generar una plusvalía	Activos infrautilizados que necesitan un alto grado de mejora

Fuente: Prescott Group

Tabla 11: Segmentos en el negocio inmobiliario. (Fuente: "Prescott Group")

Estos modelos de negocio están asociados a estrategias basadas en la rentabilidad por arrendamientos. Este tipo de estrategia tiene mayor seguridad, pero así mismo, también menor rentabilidad.

Merlin resume su estrategia de negocio en tres áreas principales:

1. Propiedad de activos comerciales para su arrendamiento: Está enfocado en el ámbito comercial como oficinas, locales y centro comerciales.
2. Ubicación: Los activos en cartera están localizados en España en un 80%, con la amplia mayoría de bienes situados en áreas Premium.
3. Apalancamiento: Merlin establece un apalancamiento limitado al 40% desde 2015 del Loan to Value.

La política llevada a cabo por Merlin para la adquisición de activos también está predeterminada con antelación. Los activos adquiridos tienen un rango de coste desde 60 millones a 150 millones, con ubicaciones fundamentalmente en Madrid y Barcelona en ubicaciones reconocidas.

Por último, es necesario indicar, que como empresa adscrita al régimen de SOCIMI, tiene que cumplir los requisitos correspondientes para beneficiarse de las ventajas de este tipo de vehículo:

Inversión de al menos un 80% del valor bruto de sus activos en propiedades inmobiliarias destinadas al alquiler.

Del total de las rentas anuales, al menos un 80% deberá proceder de las rentas generadas por los arrendamientos y dividendos.

6.3 TRATAMIENTO FISCAL

La tributación de las sociedades dominantes y aquellas dependientes que están adscritas al régimen SOCIMI disfrutan de una tributación del 0% sobre el impuesto de sociedades.

¿Cómo funciona el régimen SOCIMI en Merlin?

Sabiendo que el régimen fiscal especial para las SOCIMIs tiene como principio base la tributación a un 0% en el impuesto de sociedades, siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos. De todos estos, se destaca la necesidad de que sus activos estén constituidos al menos en un 80% por inmuebles urbanos dedicados al arrendamiento y los cuales hayan sido adquiridos en plena propiedad.

Estas rentas tienen que ser obtenidas del mercado inmobiliario en forma de arrendamiento, venta de los inmuebles tras un período mínimo dedicados al alquiler, o similares.

Por lo tanto, los dividendos recibidos por los socios estarán exentos de impuestos, salvo especiales circunstancias como que el socio se encuentre sometido a un núcleo fiscal distinto al español.

Para los dividendos de socios que posean un porcentaje de capital igual o mayor al 5%, se aplicará un gravamen del 19% sobre el importe íntegro de los dividendos, siempre que estos tributen a un tipo menor al 10%. Por consiguiente, si esto sucede, la SOCIMI deberá satisfacer este gravamen especial del 19% en el plazo de dos meses desde la fecha de distribución del dividendo.

En cuanto a las diferencias en el valor de las inversiones inmobiliarias valoradas de manera independiente a valor razonable, les serán aplicadas una tasa fiscal del 0% siempre y cuando se cumpla que las inversiones inmobiliarias no se venderán con anterioridad a 3 años.

	Miles de euros	
	2018	2017
Gasto por incremento de valor de las inversiones inmobiliarias (a)	(19.029)	(12.046)
Gasto por ventas de inmuebles en Régimen SOCIMI (b)	(10.732)	-
Gasto por ventas de inmuebles fuera del Régimen SOCIMI (c)	(22.360)	-
Ingreso/gasto por ajuste amortización 2016	-	(609)
Gasto por resultados al tipo general	(4.430)	(438)
Ingreso por ajuste resultados años anteriores	-	1.578
Gasto por beneficios fiscales	-	(1.222)
Regularización Activos y pasivo por impuesto diferido (d)	(1.503)	-
Otros conceptos	(92)	(204)
Total gasto por impuesto	**(58.146)**	**(12.941)**

(a) Corresponde al incremento de valor de los activos de Tree Inversiones Inmobiliarias, SOCIMI, S.A. (activos adquiridos con anterioridad a su incorporación al régimen SOCIMI) y de las sociedades dependientes no SOCIMIS (residentes en Portugal, las cuales cumplen los requisitos establecidos en el artículo 2.1.c) de la Ley de SOCIMI para ser consideradas como activos aptos a los efectos del citado régimen). El importe resultante es el resultado de aplicar al incremento de valor el tipo fiscal que los Administradores estiman que será aplicable a la plusvalía.

(b) Ajuste correspondiente al beneficio surgido en los estados financieros individuales de la sociedad Tree Inversiones Inmobiliarias, SOCIMI, S.A. como resultado de la venta de los activos inmobiliarios (sucursales BBVA, véase Nota 8).

(c) Ajuste correspondiente a la venta de Testa Residencial SOCIMI, S.A. (véase Nota 10)

(d) Durante el ejercicio 2018, el Grupo ha realizado un análisis detallado de los activos y pasivos por impuesto diferidos registrados, procediendo a la regularización de aquellos que estiman no serán recuperables o exigibles al cierre del ejercicio.

Tabla 12: Cálculo de impuestos en Merlin. (Fuente: "Merlin Properties: Cuentas Anuales Consolidadas 2018")

	Miles de euros	
	2018	2017
Resultado antes de impuestos	913.024	1.113.469
Diferencias permanentes:		-
- Diferencia negativa en combinaciones de negocios	20.523	1.775
- Absorción de fondo de comercio	-	9.839
- Ajustes de Consolidación al Resultado	193.135	105.963
- Ajustes fiscales Resultado de Explotación	85.486	22.797
- Gastos financieros no deducibles	23.842	30.725
- Resultados integradas por el método de la participación	(9.916)	(16.233)
- Ajustes fiscales al margen de la venta de activos	(15.748)	-
- Otras diferencias permanentes	61.960	-
Diferencias temporarias:		
- Variación del valor de las inversiones inmobiliarias	(629.184)	(897.401)
- Ajustes a la amortización	(72.866)	13.818
Compensación de Bases Imponibles negativas	(29.675)	(5.159)
Base imponible ajustada	**540.581**	**379.593**

Tabla 13: Desglose de las obligaciones fiscales de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties")

6.4 TRATAMIENTO DE LAS INVERSIONES EN PROPIEDADES

Son las inversiones realizadas en nuevas propiedades ya sean debidas a adquisiciones de empresas o a adquisiciones directas menos los ingresos obtenidos por las ventas de propiedades. El resultado de las inversiones/desinversiones realizadas en el período se suman al montante total del valor de mercado de los inmuebles.

Así mismo, se aplica el cambio en el valor de todas las propiedades que se valoran anualmente a su valor de mercado. La diferencia en el incremento o disminución del valor de los inmuebles será incluida aquí para obtener el valor total de los inmuebles que la empresa controla:

	Thousands of euros	
	2018	2017
Beginning balance	10,352,415	9,027,184
Additions due to business combinations (Note 3)	508,131	96,312
Early application of IFRS 16 (Note 2.2.3)	296,738	-
Additions during the period	191,930	356,854
Disposals	(237,937)	(25,336)
Change in value of the investment property	629,184	897,401
Final balance	**11,740,461**	**10,352,415**

Tabla 14: Desglose del valor total de los inmuebles de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties")

6.5 TRATAMIENTO DE LAS INVERSIONES POR EL "EQUITY METHOD"

El "Equity Method" es un método contable por el cual una empresa contabiliza sus beneficios obtenidos en sus inversiones en otras empresas. Cuando una inversión en otra empresa es representativa (Igual o mayor al 20%), se utiliza este método ya que la empresa inversora ejerce cierto grado de control sobre la otra compañía. Al principio de la inversión, se valora como la inversión inicial al coste de la acción, pero periódicamente este valor se va actualizando introduciendo los beneficios o pérdidas consumados en un ejercicio, hecho derivado del comportamiento de la acción en la compañía donde se invierte.

Funciona del mismo modo que las inversiones directas en propiedad que se han mencionado en el apartado anterior. Se tienen en cuenta el balance inicial que existía el año anterior y se le aplican las adquisiciones que se hayan realizado durante el período y las ventas o liquidaciones de propiedades durante dicho período. Así mismo, se incluye el dividendo obtenido para sacar los beneficios o pérdidas que se hayan obtenido por este apartado.

	Thousands of euros	
	2018	2017
Beginning balance	371,408	319,697
Early application IFRS 16 (Note 2.2.3)	13,010	-
Additions made during the year	91,747	39,050
Disposals/impairment losses	(316,329)	(3,433)
Dividends	(619)	(139)
Profit/(Loss) for the period	(9,916)	16,233
Ending balance	**169,133**	**371,408**

Tabla 15: Desglose del "Equity Method" de Merlin Properties. (Fuente: "Merlin Properties")

6.6 VALORACIÓN DE MERLIN POR EL MÉTODO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Se han analizado las cuentas anuales consolidadas del año 2018 de Merlin Properties, para estudiar su estado financiero, y poder realizar una valoración. Para realizar esta valoración, se ha estimado un crecimiento determinado en base al histórico de la empresa y la situación del mercado inmobiliario. El mercado inmobiliario es muy competitivo, el cual ha experimentado un gran crecimiento desde la crisis sufrida en el año 2008. Por esta razón, nuestra estimación más ajustada considera que el crecimiento continuará, pero lo hará a un ritmo más lento. Se ha considerado un crecimiento del 1% anual para las proyecciones elaboradas.

CONTINUING OPERATIONS:							
Revenue	463.294	590.431	738.038,75	915.168,05	1.125.656,70	1.373.301,18	1.661.694,42
(%) CRECIMIENTO		27%	25%	24%	23%	22%	21%
Other operating income	4.289	6.978	5.634	6.306	5.970	6.138	6.054
Personal expenses	-71.759	-73.941	-92426,3	-114608,6	-140968,5	-171981,6	-208097,7
Other operating expenses	-51.994	-56.274	-70342,5	-87224,7	-107286,381	-130889,3848	-158376,156
Gains/Losses on disposals of assets	236	6.815	6.815	6.815	6.815	6.815	6.815
Depreciation and amortisation	-10.379	-1.572	-1.572	-1.603	-1.635	-1.668	-1.701
Provision surpluses	-3.791	13.554	4.882	9.218	7.050	8.134	7.592
Impairment of goodwill	-9.839						
Changew in fair value of investment property	897.401	629.184	763.293	696.238	729.765	713.002	721.384
Negative difference opn business combinations	-1.775	-20.523	-11.149	-15.836	-13.493	-14.664	-14.078
PROFIT/LOSS FROM ORDINARY ACTIVITIES	**1.215.683**	**1.094.652**	**1.343.171,5**	**1.414.472,34**	**1.611.873,89**	**1.788.186,64**	**2.021.285,47**
Change in fair value of financial instruments	2576	-80750	-				-
Finance income	468	511	489,5	500,25	494,875	497,5625	496,21875
Gains or losses on disposals of financial instruments	1050	4198	2624	3411	3017,5	3214,25	3115,875
Finance expenses	-122541	-115503	-119022	-117262,5	-118142,25	-117702,375	-117922,313
Share in profit/(loss) of companies accounted for using the equity method	16233	9916	13074,5	11495,25	12284,875	11890,0625	12087,4688
PROFIT/LOSS BEFORE TAX	**1.113.469,00**	**913.024,00**	**1.240.337,50**	**1.312.616,34**	**1.509.528,89**	**1.686.086,14**	**1.919.062,72**
Income tax	**-12.941,00**	**-58.146,00**	*-24.806,75*	*-26.252,33*	*-30.190,58*	*-33.721,72*	*-38.381,25*
TAX(%)	**1,16%**	**6,37%**	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
PROFIT/LOSS FOR THE PERIOD	**1.100.528,00**	**854.878,00**	**1.215.530,75**	**1.286.364,01**	**1.479.338,31**	**1.652.364,41**	**1.880.681,46**
Attributtable to shareholders	1100418	854878	1.215.530,75	1.286.364,01	1.479.338,31	1.652.364,41	1.880.681,46
Minoritarios	110	-					

Tabla 16: Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Merlin Properties. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties")

Utilizando las estimaciones mencionadas, se ha conseguido realizar la valoración utilizando el método del descuento de flujos de caja. Se parte desde el beneficio antes de impuestos e intereses, para ofrecer una imagen más fidedigna del rendimiento de las operaciones de explotación de la empresa.

Se debe tener en cuenta, que, para el caso singular de las SOCIMIs, la fiscalidad es muy favorable, por lo que el NOPAT (el beneficio neto operativo después de impuestos) obtenido será muy similar al EBIT.

1.- FLUJO DE CAJA LIBRE	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
EBIT	518.374,70	654.621,25	799.613,71	962.421,53	1.133.859,75
TFE	4%	4%	4%	4%	4%
OP. TAXES	20.734,99	26.184,85	31.984,55	38.496,86	45.354,39
NOPAT	497.639,71	628.436,40	767.629,16	923.924,66	1.088.505,36
D&A	53.702,31	54.776,35	55.871,88	56.989,32	58.129,10
CAPEX	-268.511,53	-273.881,76	-279.359,39	-284.946,58	-290.645,51
INV CIRCUANTE	-3.519,67	-67.842,34	-37.389,55	-64.124,17	-54.660,66
FLUJO DE CAJA LIBRE	**279.310,81**	**341.488,65**	**506.752,10**	**631.843,23**	**801.328,29**
2.- WACC	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
COSTE DEUDA	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
(1-TFE)	96%	96%	96%	96%	96%
D/ D+E	49%	49%	49%	49%	49%
E/D+E	51%	51%	51%	51%	51%
COSTE DEL EQUITY	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
RF	2%	2%	2%	2%	2%
BET	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
RM-RF	6%	6%	6%	6%	6%
WACC	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**
3.- RESIDUAL VALUE	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
FCF X+10					801.328,29
WACC X+10					6%
PERPETUIDAD					0,150%
VALOR RESIDUAL					13.434.482,06
FACTOR DE DESCUENTO	*0,942*	*0,888*	*0,837*	*0,788*	*0,743*
NPV PROYECCIONES	263.193,72	303.215,81	423.993,21	498.150,37	595.318,50
NPV PERPETUIDAD					9.980.673,07

El porcentaje de Equity en la empresa es del 50,91% a cierre del 2018. Esto cumple con el objetivo de Merlin en cuanto al apalancamiento financiero, el cual debe de estar en torno al 50% sin superarlo. El porcentaje de deuda usado es del 49,09%.

Se ha utilizado un coste medio del capital del 6,28%, al ser el coste del Equity de Merlin Properties del 7,70%, y su beta ligeramente inferior a 1. Después de considerar el comportamiento de Merlin y los activos en los que invierte, se considera que el riesgo de invertir en Merlin es ligeramente inferior al riesgo medio del mercado (Beta = 1) Por estos motivos hemos utilizado una beta igual a 0,90.

Como justificación, se ha encontrado la evolución de los precios de las acciones de Merlin comparándolos con la evolución de diferentes índices (Ibex-35, Stoxx 600), donde se observa cómo su comportamiento ha sido menos volátil, por lo tanto, con un riesgo inferior.

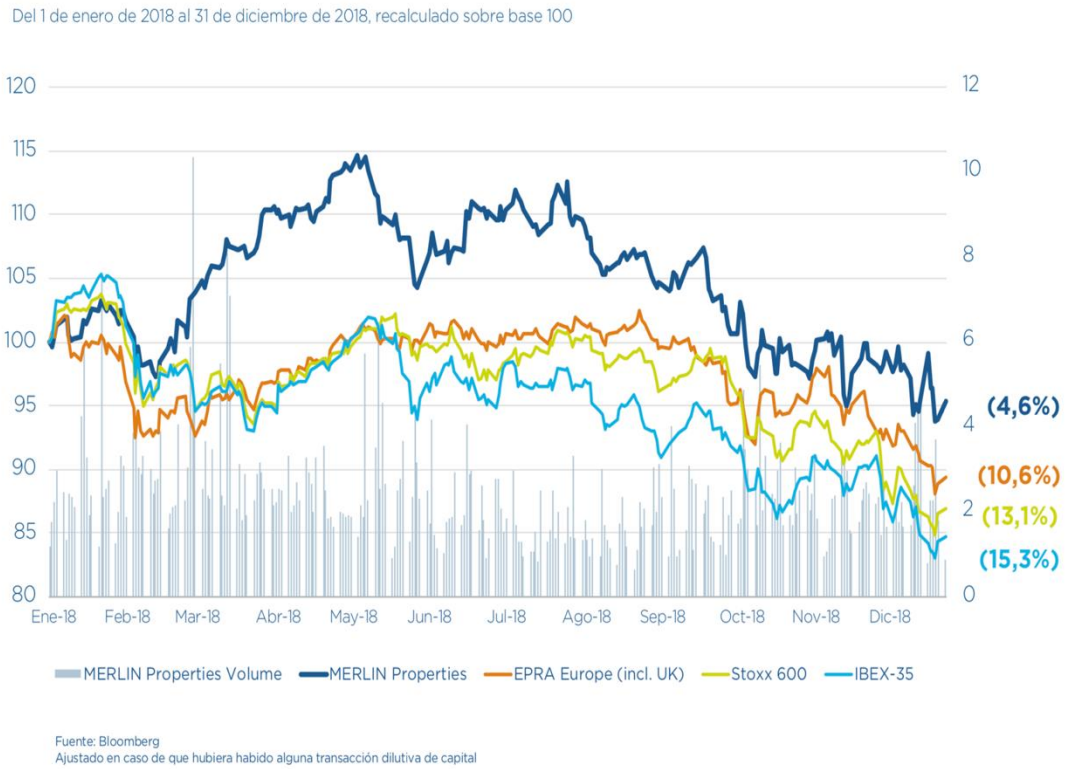

Gráfico 20: Evolución de la cotización de las acciones de Merlin Properties y comparativa con los índices de referencia, base: enero 2008. (Fuente: "Merlin Properties")

Los datos obtenidos en cuanto al valor de la empresa después de realizar nuestro descuento de flujos de caja y tras deducir la deuda financiera neta son los siguientes:

ENTERPRISE VALUE	12.064.544,69
DEUDA FIN NETA	4.985.698,98
EQUITY	7.078.845,71

Tabla 17: Equity Value de Merlin Properties. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties")

Por lo tanto, utilizando el Equity Value que hemos obtenido, se va a dividir entre el número de acciones en circulación para estimar el valor de la acción:

ACCIONES EN CIRCULACIÓN	469.771
VALOR TEÓRICO POR ACCIÓN (€)	15,07
PRECIO DE MERCADO	12,08
%REVALORIZACIÓN	19,83%

Tabla 18: Porcentaje de revalorización de las acciones. (Elaboración propia, fuente de datos: "Merlin Properties")

*Más información sobre la valoración realizada, balance de situación, y cuentas proyectadas están incluidas en el anexo.

El número de acciones en circulación, así como el precio de la acción a fecha actual (24/05/2019) se ha obtenido directamente de Merlin Properties, contrastándolo con información de mercado como se muestra a continuación:

"Al 31 de diciembre 2018, el capital social de Merlin Properties SOCIMI, S.A asciende a 469.770.750 de euros y está representado por 469.770.750 acciones ordinarias, de 1 euro de valor nominal cada una de ellas, todas de la misma clase, totalmente suscritas y desembolsadas, otorgando a sus titulares los mismos derechos. La totalidad de las acciones de la Sociedad Dominante están admitidas a contratación pública y cotización oficial en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Los códigos de cotización en Reuters y Bloomberg son MRL.MC y MRL:SM, respectivamente."

Evolución del capital social

Fecha	Tipo de operación	Número de acciones tras operación
25 marzo 2014	Constitución	60.000
30 junio 2014	Ampliación de capital	125.000.000
14 julio 2014	Ampliación de capital	4.152.001
8 mayo 2015	Ampliación de capital	64.605.999
7 agosto 2015	Ampliación de capital	129.212.000
28 octubre 2016	Ampliación de capital	146.740.750
Número de acciones actual		469.770.750

Tabla 19: Evolución del Capital Social. (Fuente: "Merlin Properties")

Merlin Properties			
12,08 EUR	+0,25 (+2,11 %)	**Volumen**	777.543
		Capitalización bursátil (M)	5.674,83 EUR

Tabla 20: Precio de la acción: Merlin Properties. (Fuente: "CNMV")

6.7 RECOMENDACIÓN

Tras comparar el valor teórico de una acción en base a nuestras proyecciones y estimaciones con el valor de la acción a mercado, se puede afirmar que en nuestra opinión existe una oportunidad de compra, con una revalorización estimada del 19,83%, por lo que nuestra recomendación como analistas a potenciales inversores sería la de sobre ponderar las acciones de Merlin Properties.

Posibles razones que justifiquen el precio actual de la acción de Merlin pueden ser macroeconómicos, ligados al comportamiento negativo de la renta variable europea en los últimos meses. La desaceleración que se está produciendo en Europa está reduciendo el atractivo por la renta variable en todos los sectores. A pesar de que Merlin y el sector inmobiliario no están siendo tan afectados como otros sectores, el temor a una posible recesión económica, es uno de los factores que puede estar impidiendo que el precio de las acciones de las empresas inmobiliarias siga creciendo.

Otra importante razón para recomendar la compra de acciones de Merlin Properties sería su riesgo intrínseco inferior al de mercado, al tratarse de una acción con baja volatilidad, y con menos riesgo operacional debido a su naturaleza.

Un potencial riesgo a tener en cuenta por el sector inmobiliario en general, y de las SOCIMIs en particular, sería cualquier modificación en el régimen fiscal de este vehículo. Como consecuencia del cambio de gobierno en España, futuras modificaciones fiscales podrían perjudicar a las SOCIMI. Los partidos PSOE y Unidas Podemos quieren incluir en los presupuestos generales del Estado, una tasa impositiva del 15% al 20% de ingresos que no se reparten vía dividendos (Un 20% de los beneficios).

7. CONCLUSIONES

A continuación, se pasará a realizar las conclusiones del Trabajo De Fin de Máster “Análisis del mercado de REITs. SOCIMIs y el caso español".

Se tratarán diversos puntos, que ayudarán a establecer varios aspectos tanto sobre el mercado de SOCIMIs español, como el mercado de SIGIs portugués. Así, también se realizará una destacada mención sobre la importancia que tienen y, sobre todo, que tendrán, los activos inmobiliarios en la composición de los portafolios que se realicen, debido a su particular naturaleza.

Como se ha indicado a lo largo del transcurso del presente trabajo, el Mercado Alternativo Bursátil que es donde se encuentran la gran mayoría de SOCIMIs, tiene una escasa liquidez, lo que puede haber perjudicado a la evolución de éstas en los últimos años. Con un volumen negociado (en media) de 103.599€ al día, es difícil que haya podido experimentar un mayor desarrollo, dado que las entradas y las salidas de capitales han sido muy pronunciadas.

Aunque la visión es alentadora, el mercado de SOCIMIs aún no ha dado el último paso para alcanzar el periodo de madurez. Resulta evidente, atendiendo al análisis de los principales indicadores estadísticos estudiados, que la mayor parte de SOCIMIs se encuentra listada en el Mercado Alternativo Bursátil debido a que es uno de los requisitos que recoge la "Ley 11/2009", que expone lo siguiente: "Debe ser admitida a negociación en un sistema multilateral de negociación o en un mercado regulado de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, en otros mercados regulados donde exista intercambio de información entre ambas partes durante el ejercicio fiscal".

Otro factor relevante que afectó a su desarrollo, fue qué en el año de explosión de las SOCIMIs, muchas tuvieron ventas con un descuento muy elevado, lo que provocó unas caídas de precios muy agudas. Aun así, se ha comprobado que tiene una rentabilidad bastante similar a la del IBEX Small Cap® y superior a los otros "Benchmarks" indicados anteriormente, lo que lleva a concluir que este tipo de activo financiero sería muy interesante a incluir en el universo de un gestor de carteras, debido a diversos motivos, principalmente en términos de diversificación y del valor añadido que puede derivar el régimen fiscal que soportan las SOCIMIs.

Como se ha indicado anteriormente, la diversificación, es uno de los puntos más importantes en donde pueden ser útiles las SOCIMIs, como se indica, en los siguientes tres puntos:

- **Beta**: Las SOCIMis suelen tener una baja beta con respecto a las acciones, por lo que las SOCIMIs pueden actuar como un activo defensivo en periodos de inestabilidad manifiesta, así como cuando se tenga una cartera con una beta muy elevada y se busque bajar la ponderación de este parámetro con un activo con buena rentabilidad, aunque con escasa liquidez.

- **Volatilidad**: Las SOCIMIs listadas en el MAB registran niveles de volatilidad muy por encima de los niveles registrados por otros mercados más maduros, como el IBEX SMALL CAPS, el IBEX 35 o el ETF de REITs europeos: iShares Europe Developed Real Estate (IFEU).

- **Liquidez:** Además, se une el grave riesgo de iliquidez que podría afectar a una cartera si se incluyesen las SOCIMIs del MAB, ya que deshacer la posición podría costar muy caro al inversor, por lo que solo cabría la posibilidad de inversión en caso de que el gestor/inversor quisiese diversificar un pequeño porcentaje de la cartera para reducir la correlación con otros mercados con sobre exposición. Además, deberá contar con un horizonte temporal a largo plazo, para que los dividendos percibidos compensen el trinomio de rentabilidad-riesgo-liquidez. Finalmente, las SOCIMIs españolas listadas en el MAB tendrían buena acogida en fondos para un perfil de riesgo moderado-conservador, ya que, aunque tenga una iliquidez elevada, los dividendos actuarían de contrapeso, generando ingresos anuales constantes, al igual que lo haría un bono; siempre y cuando no supongan un peso considerable en la cartera, debiendo ser consideradas como una herramienta de descorrelación.

En cuanto al régimen fiscal que presentan las SOCIMIs, se puede asegurar que es uno de los mayores atractivos para los inversores que apuestan por este tipo de activos. Como vehículo de inversión especial, las SOCIMIs se crearon en España siguiendo el modelo de los REITS anglosajones, y con el objetivo de fomentar el crecimiento inmobiliario. Su gran atractivo reside en su especial régimen fiscal, que tributa un 0% del impuesto de sociedades siempre que varios requisitos sean cumplidos.

Estos requisitos fundamentalmente son los siguientes: la necesidad de que sus activos estén constituidos al menos en un 80% por inmuebles urbanos dedicados al arrendamiento y los cuales hayan sido adquiridos en plena propiedad. Estas rentas tienen que ser obtenidas del mercado inmobiliario en forma de arrendamiento, venta de los inmuebles tras un período mínimo dedicados al alquiler, o similares.

Sin embargo, hay un factor clave en cuestión de fiscalidad, que puede ser relevante a la hora de establecer nuestras conclusiones para el futuro comportamiento de las SOCIMIs. Derivado del creciente aumento del precio de los alquileres en las principales ciudades de España, ciertos partidos políticos consideran que esta fiscalidad es demasiado beneficiosa, por lo que han propuesto una modificación. Al haber obtenido mayoría, se puede prever la creación de una tasa del 20% sobre aquel porcentaje de beneficios que no se destine al pago de dividendos.

Esta es una de las razones por las cuales consideramos que el aumento exponencial en el número de SOCIMIs y su rendimiento, puede verse ralentizado. Otra importante razón sería la gran competencia reinante en la actualidad y los menores retornos que este tipo de actividad puede ofrecer en términos de “yield”, al situarse el precio de los activos en niveles altos, muy parecidos a los alcanzados previamente a la crisis.

El mercado inmobiliario en la Comunidad de Madrid ha experimentado dos fases alcistas desde 2004 y una fase bajista; la primera fase, desde 2004 hasta el último

trimestre del 2007, se caracterizó por un aumento exponencial del precio de la vivienda. Le siguió una fase bajista abrupta, con el estallido de la crisis inmobiliaria de 2008, que perduró hasta tocar suelo en el primer trimestre de 2013. Posteriormente, una tendencia alcista con un crecimiento suavizado ha tenido lugar hasta la actualidad, pero no se ha llegado a los niveles previos a la crisis.

Sin embargo, contrasta con los datos de los dos últimos años del mercado inmobiliario de Lisboa, el cual ha experimentado un crecimiento exponencial, registrando aumentos del 69,68% en el precio por metro cuadrado en los dos últimos años, dado por la novedosa ley "Golden Visa" que atrajo grandes flujos de capital extranjero. Este factor, ha provocado que Portugal tuviese un escenario favorecedor para introducir las SIGIs en el mercado inmobiliario portugués.

Considerando el escenario actual de las SOCIMIs y la predicción de su rentabilidad para los próximos años, decidimos estudiar otros mercados, como es el caso de Portugal, donde recientemente se han terminado de crear sus REITS denominadas SIGIs. Debido al gran aumento que está experimentando el sector inmobiliario en Portugal, muchos inversores están valorando la posibilidad de empezar a formar parte del accionariado de estas SIGIs, ya que, aparte de los beneficios fiscales que ofrecen (10% de tributación para inversores no residentes) es un sector que, como se ha indicado, está evolucionando de manera exponencial tanto en Lisboa, como en Portugal en su conjunto.

Para acercarnos más a la práctica, hemos decidido valorar una de las SOCIMIs más relevantes en España, Merlin Properties, y de esta manera analizar pormenorizadamente su evolución, actividad, funcionamiento y retos a los que se enfrenta.

Merlin engloba todas las características de una SOCIMI de éxito, desde su pronta conversión en SOCIMI, con un desarrollo agresivo y rápido, aprovechándose de todas las ventajas que este vehículo de inversión otorga, al mismo tiempo que dinamizando el mercado inmobiliario español y siendo participe en su acelerada recuperación.

En este análisis de Merlin hemos podido estudiar el tipo de inversiones que realiza, las obligaciones tributarias que tiene, aprovechándose en un 95% de la fiscalidad especial de las SOCIMIs. Por otro lado, Merlin se erige como un modelo de negocio de éxito, siendo capaz de formar parte del índice bursátil principal en España, el IBEX 35. Merlin Properties es un ejemplo de muchas de las características citadas anteriormente como ventajas de las SOCIMIs, puesto que es un activo con un riesgo inferior al de mercado y que ofrece una oportunidad de diversificación de una cartera debido a su baja correlación con el resto de activos de la renta variable.

Por último, este caso práctico nos ha servido para realizar una valoración de todas sus cuentas, y emitir una recomendación de inversión teniendo en cuenta un escenario neutral, con un crecimiento esperado neutro, alineado con nuestras perspectivas más ajustadas para el futuro del mercado inmobiliario español.

8. BIBLIOGRAFÍA

8.1 CAPÍTULO 1

- Jordi Fernández Gimeno, J. F. G. (2012, 12 septiembre). Spanish reits as an investment vehicle and financing source of the real state activity | Fernández Gimeno | Intangible Capital. Recuperado 28 mayo, 2019, de http://www.intangiblecapital.org/index.php/ic/article/view/304/267
- José Luis Aranda, J. L. A. (2019, 30 marzo). España es el segundo país del mundo con más socimis. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://elpais.com/economia/2019/03/25/actualidad/1553537169_582242.html
- Agencia Tributaria. (s.f.-b). Special regime of SOCIMI (Real Estate Investment Trusts) - Tax Agency. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/en_gb/Inicio/_Segmentos_/Empresas_y_profesionales/Empresas/Impuesto_sobre_Sociedades/Periodos_impositivos_iniciados_hasta_31_12_2014/Regimenes_tributarios_especiales/Regimen_Especial_de_SOCIMI.shtml

8.2 CAPÍTULO 2

- Agencia Estatal. (s.f.). BOE.es - Documento BOE-A-2009-17000. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-17000-consolidado.pdf
- Agencia Estatal. (2012, 27 diciembre). BOE.es - Documento BOE-A-2012-15650. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.boe.es/eli/es/l/2012/12/27/16
- Agencia Tributaria. (s.f.). Régimen Especial de SOCIMI - Agencia Tributaria. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Inicio/_Segmentos_/Empresas_y_profesionales/Empresas/Impuesto_sobre_Sociedades/Periodos_impositivos_iniciados_hasta_31_12_2014/Regimenes_tributarios_especiales/Regimen_Especial_de_SOCIMI.shtml

8.3 CAPÍTULO 3

- Bacon, Carl (2004) Practical portfolio performance measurement and attribution. 2nd ed. Wiley Finance
- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.-b). MaB | Listado cotizadas. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/SOCIMI/Listado.aspx
- Bolsas y Mercados Españoles. (s.f.). MaB | Mercado alternativo Bursatil. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx
- Bloomberg. (s.f.). [Bloomberg]. Recuperado de https://www.bloomberg.com/
- Rafael Hurtado Coll, R. H. C. (2011, junio). Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias. Recuperado de https://www.iefweb.org/wp-content/uploads/2019/01/derivados_sobre_indices_inmobiliarios.pdf

8.4 CAPÍTULO 4

- Alfonso Simón Ruiz. Las socimis del MAB engordan un 60% y ya controlan 12.200 millones en inmuebles. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/12/12/companias/1513086005_901881.html
- Rosli Said, Rosli Said, Md Nasir Daud. Research Gate. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.researchgate.net/publication/277006813_Real_Estate_Investment_Trusts_REITs_Industry_in_Nigeria_The_Influence_of_External_Factors_on_Returns
- Schwartz, M. (2019, 24 abril). How I Select the Best Real Estate Investment Trusts (REITs). Recuperado de https://marcoschwartz.com/how-i-select-the-best-real-estate-investment-trusts-reits
- Rees, P., & Sevtap Selcuk-Kestel, A. (2014, 15 marzo). Analysis of portfolio diversification between REIT assets. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0377042713004421

8.5 CAPÍTULO 5

- Ministerio de Fomento. (s.f.). Boletín estadístico online - Información estadística - Ministerio de Fomento. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.fomento.gob.es/be2/?nivel=2
- Comunidad de Madrid. Portal estadístico.. (s.f.). Portal Estadístico. Comunidad de Madrid. Recuperado 28 mayo, 2019, de http://www.madrid.org/iestadis/
- Instituto Nacional de Estadística. España.. (s.f.). INEbase / Sociedad / Nivel, calidad y condiciones de vida / Indice de Precios de Consumo. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/categoria.htm?c=Estadistica_P
- Ayuntamiento de Madrid. (s.f.). Estadística - Ayuntamiento de Madrid. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.madrid.es/portales/munimadrid/es/Inicio/El-Ayuntamiento/Estadistica?vgnextchannel=8156e39873674210VgnVCM1000000b205a0aRCRD
- Hernández Morales. (2019, 3 mayo). La receta económica del Gobierno socialista en Portugal: 'Golden Visa' e incentivos fiscales. Recuperado 28 mayo, 2019, de https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2019/05/03/5cb6ecc021efa0e0568b45d2.html

8.6 CAPÍTULO 6

- Merlin Properties. (s.f.-b). Informe de Gestión. Recuperado de http://www.merlinproperties.com/wp-content/uploads/2019/03/Informe-de-gestión-FY18-FINAL.pdf
- Lda. Dña. Ana Ballester Sierra, A. B. S. (2014, septiembre). El mercado inmobiliario y las SOCIMI. La valoración de MERLIN Properties SOCIMI, S.A.. Recuperado de https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/937/1/TFM000034.pdf
- Merlin Properties. (s.f.). Información Financiera, Cuentas Anuales. Recuperado de http://www.merlinproperties.com/inversores/informacion-financiera/
- Schwartz, M. S. Marco. (2019, 24 abril). How I Select the Best Real Estate Investment Trusts (REITs). Recuperado de https://marcoschwartz.com/how-i-select-the-best-real-estate-investment-trusts-reits

9. ANEXOS

9.1 TABLA RESUMEN DE LOS PRINCIPALES INDICADORES ESTADÍSTICOS

Benchmark 1 iShares Europe Developed Real Estate (IFEU)
Benchmark 2 IBEX SMALLCAP
Benchmark 3 IBEX 35
Risk Free Bono Español a 10 años

Fecha Inicio: 27/11/2013
Fecha Final: 11/04/2019

Datos homogéneos	Cartera equiponderada	Benchmark 1	Benchmark 2	Benchmark 3	Risk Free
Rentabilidad Total	36,32%	11,55%	35,74%	-3,70%	9,824%
Rentabilidad Media Geométrica Anual	5,99%	2,07%	5,90%	-0,71%	1,774%
Rentabilidad Media Geométrica Mensual	0,49%	0,17%	0,48%	-0,06%	0,147%
Rentabilidad Media Geométrica Diaria	0,02%	0,01%	0,02%	-0,003%	0,007%
Volatilidad anualizada sin variación de Precio	20,42%	17,10%	16,61%	18,95%	0,041%
Volatilidad mensual sin variación de Precio	5,89%	4,94%	4,80%	5,47%	0,012%
Volatilidad diaria sin variación de Precio	1,29%	1,08%	1,05%	1,19%	0,003%
Volatilidad anualizada	31,94%	17,19%	16,70%	19,03%	0,040%
Volatilidad mensualizada	9,22%	4,96%	4,82%	5,49%	0,012%
Volatilidad diaria	2,01%	1,08%	1,05%	1,20%	0,003%
Ratio Sharpe anualizado sin variación de Precio	0,21	0,02	0,25	-0,13	-
Ratio Sharpe anualizado	0,13	0,02	0,25	-0,13	-
Tracking Error incl. sin variación de Precio	-	1,74%	1,65%	1,77%	1,286%
Tracking Error anualizado incl. sin variación de Precio	-	27,67%	26,18%	28,10%	20,416%
Tracking Error	-	2,34%	2,26%	2,38%	2,012%
Tracking Error anualizado	-	37,10%	35,80%	37,81%	31,935%
Beta	-	-0,24	0,04	-0,11	-
Max. Drawdown	-30,61%	-23,08%	-37,96%	-35,57%	-
Correlación sin variación	-	-8,06%	1,07%	-4,24%	3,256%
Correlación	-	-13,92%	1,95%	-6,23%	7,156%
Trading days sin variación de Precio	794	13	14	12	42
Trading days con variación de Precio	549	1330	1329	1331	1301
Total trading days	1343	1343	1343	1343	1343
Años Act 252	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33

Datos homogéneos	Cartera equiponderada	Benchmark 1	Benchmark 2	Benchmark 3	Risk Free
Rentabilidad Total	35,41%	11,70%	35,74%	-4,10%	10,304%
Rentabilidad Media Geométrica Anual	5,61%	2,10%	5,77%	-0,77%	1,778%
Rentabilidad Media Geométrica Mensual	0,46%	0,17%	0,47%	-0,06%	0,147%
Rentabilidad Media Geométrica Diaria	0,02%	0,01%	0,02%	-0,003%	0,007%
Volatilidad anualizada sin variación de Precio	20,01%	17,10%	16,37%	18,66%	0,041%
Volatilidad mensual sin variación de Precio	5,78%	4,94%	4,73%	5,39%	0,012%
Volatilidad diaria sin variación de Precio	1,26%	1,08%	1,03%	1,18%	0,003%
Volatilidad anualizada con variación de Precio	30,59%	17,19%	16,39%	18,67%	0,041%
Volatilidad mensual con variación de Precio	8,83%	4,96%	4,73%	5,39%	0,012%
Volatilidad diaria con variación de Precio	1,93%	1,08%	1,03%	1,18%	0,003%
Ratio Sharpe anualizado sin variación de Precio	0,19	0,02	0,24	-0,14	-
Ratios Sharpe anualizado con variación de Precio	0,13	0,02	0,24	-0,14	-
Max. Drawdown	-30,61%	-23,08%	-37,96%	-35,57%	-
Trading days sin variación de Precio	801	13	3	1	42
Trading days con variación de Precio	599	1330	1369	1371	1360
Total trading days	1400	1343	1372	1372	1402
Años Act 252	5,56	5,33	5,44	5,44	5,56

9.2 RENTABILIDAD MENSUAL DE LAS VARIABLES ESTUDIADAS

Fecha	iShares Europe Developed Real Estate (INEU)	Cartera equiponderada Socimis	IBEX SMALLCAP	Bono Español a 10 años	IBEX 35
29/11/2013	99,73607038	119,8903546	101,3078819	100,0160227	100,297704
31/12/2013	101,4956012	119,8903546	99,55996496	100,3384829	101,104156
31/01/2014	100	102,7639769	109,6074317	100,6490151	101,139839
28/02/2014	108,8856305	107,7379933	118,8746511	100,903527	103,117736
31/03/2014	105,7184751	121,5464565	119,9971479	101,1672727	105,424942
30/04/2014	110,2052786	115,4702758	121,1440911	101,4274254	106,63309
30/05/2014	113,1964809	120,9982297	120,9851896	101,673347	110,096448
30/06/2014	112,1407625	108,8401576	118,4448021	101,8996137	111,368827
31/07/2014	108,6217009	111,3271658	104,7507487	102,1312191	109,163574
29/08/2014	110,3225806	111,3271658	104,4655408	102,3359721	109,383793
30/09/2014	102,7859238	109,7044592	102,3244444	102,5236819	110,369683
31/10/2014	105,2785924	106,9631234	94,73180272	102,7217069	106,824762
28/11/2014	108,6803519	106,9631234	90,3884939	102,8818732	109,810978
31/12/2014	106,4809384	106,9631234	88,04978915	103,0397177	104,803026
30/01/2015	116,0410557	114,3292451	94,18379612	103,1642261	106,065209
27/02/2015	119,5601173	117,0378941	108,8679284	103,279339	113,9666
31/03/2015	113,7536657	117,0378941	115,8758938	103,3921586	117,461564
30/04/2015	115,4545455	117,5036555	113,3803247	103,5052036	116,073977
29/05/2015	112,9912023	118,2315002	112,8812109	103,6493429	114,367277
30/06/2015	108,6803519	120,1388732	104,6325911	103,8467131	109,798744
31/07/2015	113,9882698	122,8487867	107,6700552	104,031244	113,991069
31/08/2015	108,797654	138,5263485	97,04198668	104,203902	104,594021
30/09/2015	110,8211144	137,7270873	87,87459001	104,3793905	97,4664573
30/10/2015	119,0029326	136,4570456	96,46545929	104,537021	105,630888
30/11/2015	113,6950147	134,4775786	97,73667162	104,6800365	105,898006
31/12/2015	107,3313783	128,6570048	93,6765335	104,8350368	97,3063904
29/01/2016	104,340176	126,84722	85,45643449	104,9692425	89,8801028
29/02/2016	101,3489736	121,6835685	85,1671522	105,1066802	86,2668733
31/03/2016	109,8533724	120,0141879	93,52578076	105,243628	88,9349945
29/04/2016	112,9912023	119,8356661	93,86599303	105,3780251	92,0201052
31/05/2016	112,228739	120,7410417	93,37502801	105,5147754	92,1047266
30/06/2016	104,4281525	120,7353336	85,96165991	105,6489176	83,2276416
29/07/2016	110,058651	119,2127198	93,54004115	105,7447318	87,5494474
31/08/2016	111,9354839	119,5486969	96,37989692	105,8381005	88,8707638
30/09/2016	107,6246334	119,4979716	95,97041987	105,925204	89,5089923
31/10/2016	96,92082111	119,4806028	95,65669118	106,0205985	93,2190775
30/11/2016	92,17008798	119,9247097	95,31240451	106,1471403	88,579177
30/12/2016	95,95307918	119,4321947	101,9862693	106,2731366	95,3478651
31/01/2017	98,09384164	119,5626608	105,4067268	106,3977742	94,9716569
28/02/2017	99,06158358	119,6904205	110,5832501	106,5314502	97,4215978
31/03/2017	99,29618768	121,4971235	117,3569377	106,7018108	106,672852
28/04/2017	105,5131965	124,0711464	120,5308941	106,8269964	109,251254
31/05/2017	112,111437	123,9671422	124,3139731	106,9750942	110,925329
30/06/2017	108,2697947	120,611717	119,8973252	107,1109573	106,485258
31/07/2017	113,4604106	120,4101832	121,3416994	107,2444185	107,073529
31/08/2017	113,372434	120,4054753	120,856846	107,3909535	105,006933
29/09/2017	113,0791789	120,3754829	116,491128	107,5254168	105,842951
31/10/2017	113,0791789	120,3739576	121,961008	107,6775588	107,29069
30/11/2017	116,1876833	120,4994616	129,6147656	107,8042789	104,104645
29/12/2017	120,7917889	120,5334434	134,0517856	107,9280755	102,401003
31/01/2018	123,5190616	120,9192085	139,996333	108,0598971	106,556625
28/02/2018	114,3695015	121,6398773	144,6717053	108,1809162	100,325231
29/03/2018	117,888563	125,6227008	148,880559	108,303429	97,8793687
30/04/2018	121,1143695	125,8921998	152,5047365	108,4154926	101,755638
31/05/2018	118,6510264	126,6184934	152,1787846	108,5459164	96,504017
29/06/2018	115,659824	127,8215974	157,2147412	108,6690829	98,1067248
31/07/2018	117,71261	128,0745377	153,1790494	108,7879135	100,63517
31/08/2018	115,9530792	133,077034	155,9007477	108,9282768	95,8270462
28/09/2018	113,313783	135,2218138	148,3834824	109,0430803	95,7261123
31/10/2018	109,4428152	135,1798669	133,0067024	109,1952428	90,6722809
30/11/2018	105,1906158	135,3167568	131,3015666	109,3390272	92,5451654
31/12/2018	99,88269795	135,4810298	124,0002445	109,4553402	87,0672077
31/01/2019	111,5249267	135,7943867	135,7711818	109,5788975	92,3361608
28/02/2019	109,1495601	136,1118425	138,533624	109,6786594	94,5893316
29/03/2019	111,6715543	136,170309	135,6041314	109,781395	94,2080258

9.3 DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

1.- FLUJO DE CAJA LIBRE	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
EBIT	518.374,70	654.621,25	799.613,71	962.421,53	1.133.859,75
TFE	4%	4%	4%	4%	4%
OP. TAXES	20.734,99	26.184,85	31.984,55	38.496,86	45.354,39
NOPAT	497.639,71	628.436,40	767.629,16	923.924,66	1.088.505,36
D&A	53.702,31	54.776,35	55.871,88	56.989,32	58.129,10
CAPEX	-268.511,53	-273.881,76	-279.359,39	-284.946,58	-290.645,51
INV CIRCUANTE	-3.519,67	-67.842,34	-37.389,55	-64.124,17	-54.660,66
FLUJO DE CAJA LIBRE	**279.310,81**	**341.488,65**	**506.752,10**	**631.843,23**	**801.328,29**
2.- WACC	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
COSTE DEUDA	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
(1-TFE)	96%	96%	96%	96%	96%
D/ D+E	49%	49%	49%	49%	49%
E/D+E	51%	51%	51%	51%	51%
COSTE DEL EQUITY	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
RF	2%	2%	2%	2%	2%
BET	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
RM-RF	6%	6%	6%	6%	6%
WACC	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**	**6,12%**
3.- RESIDUAL VALUE	*X+1*	*X+2*	*X+3*	*X+4*	*X+5*
FCF X+10					801.328,29
WACC X+10					6%
PERPETUIDAD					0,150%
VALOR RESIDUAL					13.434.482,06
FACTOR DE DESCUENTO	*0,942*	*0,888*	*0,837*	*0,788*	*0,743*
NPV PROYECCIONES	263.193,72	303.215,81	423.993,21	498.150,37	595.318,50
NPV PERPETUIDAD					9.980.673,07

BALANCE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ASSETS							
NON-CURRENT ASSETS							
Concession projects	-33.716,00	787.752,00	787.752,00	787.752,00	787.752,00	787.752,00	787.752,00
Other intangible assets	584,00	941,00	941,00	941,00	941,00	941,00	941,00
Property, plant and equipment	3.879,00	3.267,00	3.267,00	3.267,00	3.267,00	3.267,00	3.267,00
Investment property	10.352.415,00	10.740.461,00	10.955.270,22	11.174.375,62	11.397.863,14	11.625.820,40	11.858.336,81
Investments accounted for using the equity method	371.408,00	169.133,00	169.133,00	169.133,00	169.133,00	169.133,00	169.133,00
Non-current financial costs	275.882,00	212.248,00	212.248,00	212.248,00	212.248,00	212.248,00	212.248,00
Derivatives	207.274,00	123.087,00	123.087,00	123.087,00	123.087,00	123.087,00	123.087,00
Other financial assets	68.608,00	89.161,00	89.161,00	89.161,00	89.161,00	89.161,00	89.161,00
Deferred tax assets	144.127,00	88.415,00	88.415,00	88.415,00	88.415,00	88.415,00	88.415,00
TOTAL	**11.390.461,00**	**12.214.465,00**	12.429.274,22	12.648.379,62	12.871.867,14	13.099.824,40	13.332.340,81
CURRENT ASSETS							
Inventories	1.997,00	1.286,00	2154,6	2313,7	3003,1	3452,6	4110,4
Trade and other receivables	78.553,00	167.481,00	167.244,1	231.606,1	264.576,4	324.167,8	373.823,0
Other current financial assets	73.454,00	8.888,00	8.888,00	8.888,00	8.888,00	8.888,00	8.888,00
Other current assets	6.558,00	11.552,00	14.440,0	17.761,2	21.491,1	25.574,4	29.922,0
Cash and cash equivalents	454.036,00	169.025,00	249.118,0	359.140,4	599.009,2	924.770,1	1.378.466,6
TOTAL	**614.578,00**	**358.232,00**	441.844,7	619.709,5	896.967,8	1.286.852,9	1.795.210,0
TOTAL ACTIVOS	**12.005.039,00**	**12.572.697,00**	12.871.118,91	13.268.089,09	13.768.834,90	14.386.677,27	15.127.550,76
EQUITY							
Share Capital	469.771,00	469.771,00					
Share premium	3.970.842,00	3.858.624,00					
Reserves	330.232,00	1.416.773,00					
Other equity holder contributions	540,00	540,00					
Valuation adjustment	-35.806,00	-36.906,00					
Treasury shares	-24.881,00	-68.322,00					
Interim dividend	-93.457,00	-93.522,00					
Profit for the period	1.100.418,00	854.878,00					
Equity shareholders	**5.717.659,00**	**6.401.836,00**	6.700.257,91	7.097.228,09	7.597.973,90	8.215.816,27	8.956.689,76
Minoritarios	6.124,00	-					
TOTAL EQUITY	**5.723.783,00**	**6.401.836,00**	6.700.257,91	7.097.228,09	7.597.973,90	8.215.816,27	8.956.689,76
NON-CURRENT LIABILITIES							
Debt instruments	3.221.317	3.225.540	3.225.540	3.225.540	3.225.540	3.225.540	3.225.540
Non-current bank borrowings	2.032.678	1.932.468	1.932.468	1.932.468	1.932.468	1.932.468	1.932.468
Other financial liabilities	88.194	113.297	113.297	113.297	113.297	113.297	113.297
Deferred tax liabilities	592.418	666.563	666.563	666.563	666.563	666.563	666.563
Provisions	72.382	56.441	56.441	56.441	56.441	56.441	56.441
TOTAL NON-CURRENT LIABILITIES	6.006.989	5.994.309	5.994.309	5.994.309	5.994.309	5.994.309	5.994.309
CURRENT LIABILITIES							
Provisions	867	867	867	867	867	867	867
Debt instruments	34.007	34.007	34.007	34.007	34.007	34.007	34.007
Bank borrowings	144.191	42.802	42.802	42.802	42.802	42.802	42.802
Other current financial liabilities	18.807	6.175	6.175	6.175	6.175	6.175	6.175
Trade and other payables	65.484	69.383	69.383	69383	69383	69383	69383
Current tax liabilities	1.762	16.036	16.036	16036	16036	16036	16036
Other current liabilities	9.149	7.282	7.282	7282	7282	7282	7282
TOTAL CURRENT LIABILITIES	274.267	176.552	176.552	176.552	176.552	176.552	176.552
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	12.005.039	12.572.697	12.871.118,91	13.268.089	13.768.835	14.386.677	15.127.551
Cuadre	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

EX	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
EXISTENCIAS	1997,0	1286,0	2154,6	2313,7	3003,1	3452,6	4110,4
COSTE DE VENTAS	51994,0	56274,0	70342,5	86521,3	104690,7	124582,0	145760,9
COSTE DE VENTAS/365	142,4	154,2	192,7	237,0	286,8	341,3	399,3
RE	14,0	8,3	11,2	9,8	10,5	10,1	10,3

INVESTMENT PROPERTY	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
INICIALES		10.352.415,00	10.740.461,00	10.955.270,22	11.174.375,62	11.397.863,14	11.625.820,40
CAPEX	355.158,00	191.930,00	268.511,53	273.881,76	279.359,39	284.946,58	290.645,51
D&A	-10.379,00	-1.572,00	-53.702,31	-54.776,35	-55.871,88	-56.989,32	-58.129,10
FINAL	10.352.415,00	10.740.461,00	10.955.270,22	11.174.375,62	11.397.863,14	11.625.820,40	11.858.336,81
CAPEX HIP		1,79%	3%	3%	3%	3%	3%
D&A HIP		-0,015%	-0,500%	-0,500%	-0,500%	-0,500%	-0,500%

CL	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
CLIENTES	78.553,0	167.481,0	167.244,1	231.606,1	264.576,4	324.167,8	373.823,0
VENTAS	463.294,0	590.431,0	738.038,8	907.787,7	1.098.423,1	1.307.123,5	1.529.334,4
VENTAS/365	1.269,3	1.617,6	2.022,0	2.487,1	3.009,4	3.581,2	4.190,0
PMC	61,9	103,5	82,7	93,1	87,9	90,5	89,2

OTHER CURRENT ASSETS	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
O C ASSETS	6.558,0	11.552,0	14.440,0	17.761,2	21.491,1	25.574,4	29.922,0
VENTAS	463.294,0	590.431,0	738.038,8	907.787,7	1.098.423,1	1.307.123,5	1.529.334,4
(%) S/ VENTAS	1,42%	1,96%	1,957%	1,957%	1,957%	1,957%	1,957%

EQUITY	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
INICIALES		5.717.659,00	6.401.836,00	6.700.257,91	7.097.228,09	7.597.973,90	8.215.816,27
B°NETO	1100528,0	854878,0	398919,1	530654,6	669378,0	825908,2	990371,5
DIVIDENDOS	-187.411	-215.364	-100.497	-133.684	-168.632	-208.066	-249.498
AMPL K							
RED K							
FINALES	5.717.659,00	6.401.836,00	6.700.257,91	7.097.228,09	7.597.973,90	8.215.816,27	8.956.689,76
HIP BUY-OUT	-17,03%	-25,19%	-25,2%	-25,2%	-25,2%	-25,2%	-25,2%

CASH FLOW BRUTO	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
B°NETO			398.919,1	530.654,6	669.378,0	825.908,2	990.371,5
D&A			53702,31	54776,35	55871,88	56989,32	58129,10
MINORITARIOS							
CASH FLOW BRUTO			452.621,4	585.431,0	725.249,8	882.897,5	1.048.500,6

CASH FLOW INVERSIONES	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
CAPEX			-268511,5	-273881,8	-279359,4	-284946,6	-290645,5
INV. CIRCULANTE							
			(3.520)	(67.842)	(37.390)	(64.124)	(54.661)
CASH FLOW INVERSIONES			-272031,2	-341724,1	-316748,9	-349070,7	-345306,2
AC		180.319	183.839	251.681	289.071	353.195	407.855
PC		77.532	77.532	77.532	77.532	77.532	77.532
FM		102.787	106.307	174.149	211.539	275.663	330.323
CASH FLOW ACCIONISTAS	X-1	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5
DIVIDENDOS			-100497,2	-133684,5	-168632,2	-208065,8	-249498,0
AMPL K							
REDU K							
CASH FLOW ACCIONISTAS			-100497,2	-133684,5	-168632,2	-208065,8	-249498,0
CAJA GENERADA			80.093,0	110.022,4	239.868,8	325.760,9	453.696,4

RDO FINANCIERO							
DEUDA FINANCIERA NETA		5.065.792	4.985.699	4.875.677	4.635.808	4.310.047	3.856.350
COSTE DE LA DEUDA							