

FACULTAD DE ADE
MÁSTER EN DIRECCIÓN FINANCIERA Y FISCAL
2020-2021

-TRABAJO FIN DE MÁSTER-

ANÁLISIS BURSÁTIL DE LAS SOCIMIS EN ESPAÑA



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



Autor: Carlos Lozano Omarrementeria

Trabajo dirigido por: María Natividad Guadalajara Olmeda

Agradecimientos

*A mi tutora Maria Natividad
Guadalajara por su orientación
y su dedicación para ayudarme
en la redacción del presente trabajo.*

*A Mónica Sentieri por su ayuda
desinteresada y su implicación para
que pudiese profundizar en mi
análisis y conocimiento del sector.*

ÍNDICE

1	INTRODUCCIÓN.....	11
1.1	Resumen.....	11
1.2	Objetivo.....	13
1.3	Metodología y fuentes de información	13
2	ANTECEDENTES.....	15
2.1	Periodo de crisis inmobiliaria	15
2.2	Recuperación del sector inmobiliario	16
3	ORIGEN REITS	18
4	SOCIMIS: CARACTERÍSTICAS	24
4.1	Objeto social y ámbito de aplicación	26
4.2	Requisitos de inversión	27
4.3	Obligación de negociación en mercado regulado.....	29
4.4	Capital social y denominación de la sociedad	29
4.5	Distribución de resultados.	30
4.6	Régimen fiscal.....	31
5	ANÁLISIS SOCIMIS EN ESPAÑA	37
5.1	Las SOCIMIS en su conjunto	40
5.1.1	Radiografía del mercado	41
5.1.2	Rentabilidad y financiación de los vehículos.....	51
5.2	Comparativa BOLSA vs BME GROWTH	52
5.2.1	Análisis principales indicadores.	52
5.2.2	Otros indicadores en 2019	58
5.2.3	SOCIMIS en BOLSA.....	63
5.3	Comparativa por segmentos	73
5.3.1	Descripción de los segmentos en que operan las SOCIMIS.....	74
5.3.2	Análisis de los principales indicadores en cada segmento.....	79
6	EFFECTOS COVID-19.....	87

6.1	Efectos por Segmentos.....	90
6.2	Efectos sobre Capitalización bursátil	99
6.3	Efecto sobre las valoraciones	100
7	CONCLUSIONES.....	103
	Bibliografía.....	106

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Peso del sector de la construcción en el PIB español. (%).....	15
Gráfico 2. N° de REITs cotizados en países desarrollados.....	21
Gráfico 3. N° de SOCIMIs en España	37
Gráfico 4. Capitalización bursátil SOCIMIs en su conjunto. (M€).....	38
Gráfico 5. N° de SOCIMIs en el año 2019	39
Gráfico 6. Distribución de la Capitalización Bursátil de las SOCIMIs en el 2019	39
Gráfico 7. Comparativa anual entre mercados del valor de mercado. (M€).....	54
Gráfico 8. Comparativa anual entre mercados del Patrimonio Neto. (M€).....	56
Gráfico 9. Comparativa anual entre mercados de Deuda Financiera Neta. (M€).....	57
Gráfico 10. SOCIMIs cotizadas en mercados regulados. (%).....	62
Gráfico 11. SOCIMIs cotizadas en mercados alternativos. (%).....	62
Gráfico 12. Comparativa precio por acción SOCIMIs de la Bolsa desde su creación.....	72
Gráfico 13. Comparativa capitalización bursátil SOCIMIs de la Bolsa (2017- 2020).....	72
Gráfico 14. Comparativa volumen por acción SOCIMIs de la Bolsa (2017-2020)	72
Gráfico 15. Comparativa de evolución en contratación de oficinas. (m2)	76
Gráfico 16. Comparativa de evolución en contratación en logística. (m2)	78
Gráfico 17. Distribución de vehículos por segmento en 2019 (%).....	80
Gráfico 18. Distribución por segmentos según valor bursátil en 2019 (%).....	81
Gráfico 19. Distribución de los ingresos por rentas por segmentos en 2019. (%)	82
Gráfico 20. Comparativa por segmentos de la Yield Bruta, ROA y ROE en 2019. (%)	84
Gráfico 21. Comparativa anual por segmentos de la Rentabilidad de Dividendo (%).....	86
Gráfico 22. Variación interanual PIB España. (%).....	87
Gráfico 23. Comparativa Madrid-Barcelona tasa de disponibilidad oficinas 1ºSem 2020. (%)	92
Gráfico 24. Comparativa Madrid-Barcelona tasa de disponibilidad logística 1ºSem 2020. (%).....	98

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Comparativa Características REITs por país.....	23
Tabla 2. Comparativa de Ley 11/2009 y posteriores modificaciones.....	25
Tabla 3. Régimen Fiscal residentes en España	36
Tabla 4. Principales indicadores conjunto SOCIMIs en 2019.....	41
Tabla 5. Comparativa anual de indicadores relativos al Mercado	43
Tabla 6. Comparativa anual de indicadores relativos a las inversiones.....	44
Tabla 7. Comparativa anual de indicadores relativos al negocio según Cuenta de resultados	45
Tabla 8. Comparativa anual de indicadores relativos al negocio según flujo de caja	46
Tabla 9. Comparativa anual del desglose CF por Financiación (E+D)	46
Tabla 10. Comparativa anual de indicadores relativos a rentabilidades.....	47
Tabla 11. Comparativa anual de los principales ratios	48
Tabla 12. Comparativa anual de los principales márgenes.....	49
Tabla 13. Comparativa Bolsa vs BME Growth 2019. (en millones de €).....	53
Tabla 14. Comparativa por mercados de Costes Fijos de Financiación en 2019. (M€).....	60
Tabla 15. Comparativa anual principales ratios Colonial.....	64
Tabla 16. Estimación y comparación de valores de indicadores Colonial. (M€)	65
Tabla 17. Comparativa anual principales ratios Merlin.....	66
Tabla 18. Estimación y comparación de valores de indicadores Merlin. (M€)..	67
Tabla 19. Comparativa anual principales ratios LAR.....	68
Tabla 20. Estimación y comparación de valores de indicadores LAR. (M€).....	70
Tabla 21. Estimación y comparación de valores de indicadores Árima. (M€)...	71
Tabla 22. Listado de las principales SOCIMIs por segmentos en 2020	73

ABREVIATURAS

SOCIMI: Sociedad Anónima Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario

REIT: Real Estate Investment Trust

BE: Banco de España

IIC: Instituciones de Inversión Colectiva

FII: Fondos de Inversión Inmobiliarios

SII: Sociedades de Inversión Inmobiliarias

EPRA: European Platform of Regulatory Authorities

BME: Bolsas y Mercados Españoles

SBA: Superficie Bruta Alquilable

LTV: Endeudamiento Relativo

DPA: Dividendo Por Acción

DFN: Deuda Financiera Neta

CNMV: Comisión Nacional de Mercado de Valores

PWC: Price Waterhouse Coopers

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

BOE: Bolentín Oficial del Estado

GAV: Valor Bruto de Activos

NAV: Valor Neto de Activos

ROA: Rentabilidad de Activos Inmobiliarios

ROE: Rentabilidad Financiera

CoC: Cash on Cash

LMV: Ley del Mercado de Valores

p.b.: Puntos básicos

BPA: Beneficio Por Acción

PER: Relación Precio-Beneficio

BTR: Build To Rent

HS: High Street

PIB: Producto Interior Bruto

ICO: Instituto de Crédito Oficial

ERTE: Expediente de Regulación Temporal de Empleo

1 INTRODUCCIÓN

1.1 Resumen

Con la realización de este Trabajo Fin de Máster, se pretende estudiar y analizar en profundidad un nuevo vehículo de inversión que nació en España hace algo más de una década y que como veremos más adelante, ha ido evolucionando con ciertas variaciones que han supuesto el impulso necesario para su estabilidad en el mercado. Este vehículo son las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, y que a partir de ahora serán denominadas SOCIMIs durante la extensión del presente TFM. Este tipo de sociedades fueron creadas como solución ante la debilidad que atravesaba el sector después de la grave crisis financiera mundial de los años 2008-2014. Con estos vehículos de inversión se pretendía dotar al sector de una fiabilidad y confianza que permitiera atraer inversión al sector inmobiliario, con el fin de recuperar el mercado de arrendamiento altamente mermado durante los mencionados años.

Su regulación normativa es del año 2009, la Ley 11/2009 del 26 de octubre por la que se regulan las Sociedades de Inversión Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario impulsada siguiendo el patrón de los vehículos equivalentes y ya existentes en otros mercados, como los Real Estate Investment Trust americanos, más conocidos como REIT y denominados así en adelante. Las SOCIMIs españolas tienen unas características distintas a otros vehículos de diferentes países, como se expone también.

Sin embargo, esta legislación no resultó suficientemente atractiva, ya que durante los tres primeros años no se constituyó ninguna de estas sociedades, lo que provocó una modificación sustancial de dicha normativa a finales del año 2012, mediante la Ley 16/2012 del 26 de diciembre de Medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica. Esta nueva regulación sí trajo los resultados esperados y fue en 2013 cuándo empezaron a constituirse las primeras SOCIMIs.

Es a partir de este momento, donde se centrará el contenido de este TFM cuyo objetivo es ilustrar y realizar una anatomía de cómo funcionan estos vehículos de inversión del mercado inmobiliario español, y qué influencia tienen en el mercado bursátil español, destacando las características y aspectos legales que los regulan. También será

objeto de estudio su origen, los distintos tipos de vehículos de inversión que existen en el sector inmobiliario, y cual es su naturaleza.

Para plasmar la evolución e impacto económico de las SOCIMIs en la economía global se estudiarán principalmente en los estudios realizados por las auditorías y consultoras inmobiliarias, que analizan las cuentas anuales y el modelo de negocio. Además, también serán fuente de información la página web de la sociedad Bolsa y Mercados Españoles, así como numerosos artículos escritos por agentes de reconocido prestigio del sector inmobiliario, relacionados también con las SOCIMIs.

Se empezará pues por destacar brevemente la evolución del sector con anterioridad a la aparición de nuestros vehículos objeto de estudio, para de ese modo entender los antecedentes que derivaron en la necesidad de constituir estas sociedades. Una vez queden planteados dichos antecedentes, el TFM se adentrará en la definición de las SOCIMIs, sus características y el atractivo que pueden tener para el accionista en base a su normativa y aspectos legales y fiscales. A continuación, se verán los distintos tipos de SOCIMIs que existen en el mercado bursátil y cómo se distribuyen, y se expondrá el amplio catálogo de productos de inversión. Finalmente, se realizará un análisis profundo de estas, tanto en el mercado continuo (Bolsa) como en el BME Growth, realizando comparativas por mercados, segmentos y tipo de capitalización bursátil, lo que permitirá radiografiar su evolución.

Y, por último, se expondrán las previsiones de cómo pueden evolucionar estas sociedades destinadas al arrendamiento de bienes inmuebles en un futuro. Se presupone un contexto difícil para estas sociedades que comenzaron su auge en el mercado a partir de las modificaciones de 2012 que fueron fundamentales para la atracción de inversión extranjera y la conformación de estas sociedades. El impacto del Covid-19 no ha sido uniforme en todos los segmentos, dejando al Retail y Hotelero en clara desventaja y al logístico y residencial que han visto una nueva oportunidad de crecimiento. Las oficinas han aumentado su atractivo en zonas prime. Sin embargo, pese a la crisis derivada por la pandemia se augura un futuro sin excesivo retroceso para las principales SOCIMIs, si bien puede suponer la desaparición de algunas de dimensión reducida, por lo que se reducirá la heterogeneidad que caracteriza a estos vehículos.

Además, será fundamental conocer las medidas legales impuestas por el Gobierno con relación a la tributación de estas, que puede suponer una fuerte desinversión, debilitando así el mercado inmobiliario de las SOCIMIs.

1.2 Objetivo

Con el presente TFM se pretende analizar el papel que han desarrollado las SOCIMIs en los mercados bursátiles en España.

Para ello, se analizarán su origen, la naturaleza y el funcionamiento de las SOCIMIs en el mercado inmobiliario español desde su creación hasta el año 2020, además de determinar o pronosticar cuál será el devenir de dichos vehículos en los años venideros. Asimismo, se estudiarán las características y los principales indicadores económicos desde 2017 al 2019. Bien es cierto, que durante el análisis se introducirán algunas de las consecuencias más relevantes producidas durante el 2020. Se realizará también una comparativa mediante segmentos y mercados y posteriormente se analizarán los efectos del Covid-19, además de recoger unas conclusiones sobre el futuro del sector.

En consecuencia, los objetivos específicos para alcanzar dicho objetivo general, serán: Contextualizar el origen de los vehículos y su funcionamiento inicial: exponer la legislación que aplica sobre las SOCIMIs en España; comparar las características de los vehículos nacionales con los de otros países; analizar de forma comparativa los dos mercados donde se encuentran estos vehículos, Bolsa y BME Growth, estudiar la cartera de activos de las sociedades y compararlos; analizar las principales SOCIMIs que cotizan en el mercado continuo, los diferentes sectores, y, por último, conocer los efectos del COVID-19 y el devenir de las sociedades.

1.3 Metodología y fuentes de información

La metodología empleada para llevar a cabo este TFM, ha sido principalmente el análisis de los datos recogidos en la página de Bolsas y Mercados Españoles (BME), así como las cuentas anuales de las sociedades objeto de estudio, su comprensión y posterior análisis apoyado en las fuentes de información incluidas en la bibliografía.

Para ello, en primer lugar, se ha llevado a cabo un estudio pormenorizado de la situación actual de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI) a través de la bibliografía disponible, que se encuentra expuesta al final del presente TFM.

Esta información ha sido estudiada, trabajada y filtrada con el fin de poder plasmar los principales datos de interés sobre la actividad bursátil de dichas sociedades.

Además, han sido fuentes de información artículos redactados por agentes profesionales en el sector que han permitido aproximar el conocimiento de la materia con estudios breves pero individualizadas de las principales cuestiones a tratar.

Las principales fuentes consultadas ha sido la página web de la Sociedad BME, además de informes emitido por dicha entidad. También han sido de vital importancia artículos de revistas como el Confidencial, idealista, Expansión, etc. No menos importante han sido los informes publicados por empresas financieras como ha sido el caso de la entidad bancaria BBVA, de la consultora JLL, de la consultora y auditora PWC o incluso del Banco de España, entre otras.

2 ANTECEDENTES

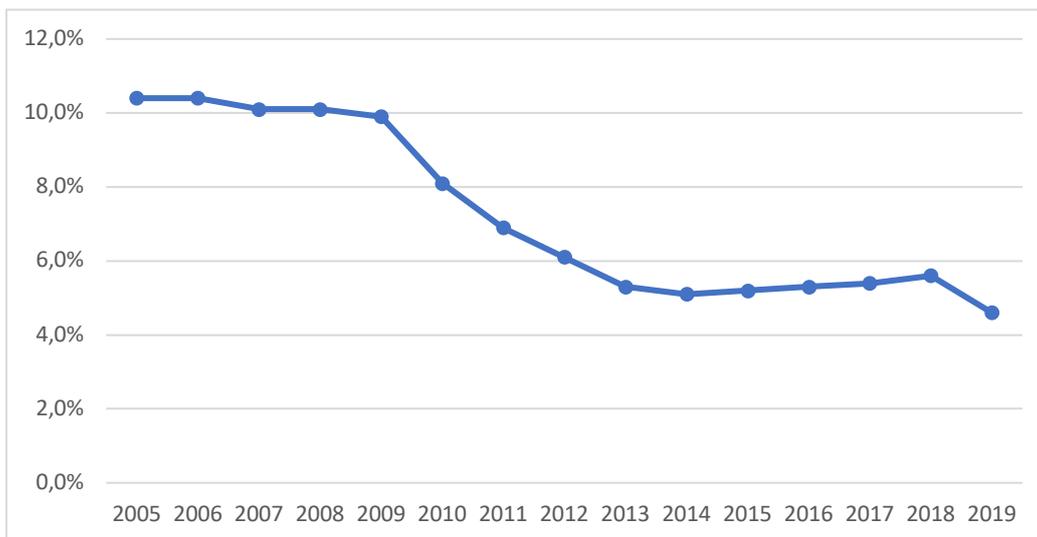
Este apartado recoge la evolución del sector inmobiliario español en los últimos años, viéndose sometido a grandes cambios que han ido dejando fuertes efectos en la economía española. Se estudiará la crisis del 2008 que desató una grave recesión en el sector inmobiliario y las consecuencias de esta. (elEconomista, 2020)

La crisis supuso una gran oportunidad para la configuración del sector que ya se prestaba a una profunda transformación. Para ello, en España se decidió copiar los vehículos desarrollados en otras economías y que habían dotado al sector de la transparencia y confianza que se ha visto mermada debido a los últimos acontecimientos. (Boves, 2019)

2.1 Periodo de crisis inmobiliaria

La economía española y su crecimiento siempre ha ido altamente vinculada al desarrollo del sector inmobiliario, representando algo más de un 10% del PIB español en los años anteriores a la llegada de la crisis del 2008, más conocida como “burbuja inmobiliaria” (Álvarez J. , 2017)

Gráfico 1. Peso del sector de la construcción en el PIB español. (%)



Fuente: Elaboración propia mediante datos del INE

En el gráfico 1 viene reflejada la relevancia del sector de la construcción en el PIB, ya que se observa un descenso constante, con algunas oscilaciones a partir del año 2009 hasta el año 2020.

Durante los años anteriores a la crisis, se protagonizaron unos excesos difícilmente sostenibles, especialmente acentuados en el segmento de la vivienda residencial, donde se alcanzaron cifras de promoción y construcción muy altas, llegando en 2006 a una producción de 865.000 viviendas anuales en este segmento. Estos niveles fueron posibles por el fácil acceso a la financiación por parte de las entidades financieras a las empresas promotoras, con unos excesivos niveles de apalancamiento, y una capitalización bursátil que representaba en el año 2007 el 7% del mercado bursátil. (Ruíz, 2019)

Fue en este punto dónde desatada la grave crisis mundial con la caída de Lehmann Brothers y el estallido de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, provocó aquí en España un impacto mayor, puesto que se produjo el estallido de la burbuja inmobiliaria, y la reorganización del sector bancario, que provocó el gran colapso del sistema. Las entidades financieras cerraron la financiación, comenzaron los impagos, la caída de los precios y, en resumen, el desplome de nuestro PIB y a tasas de desempleo realmente preocupantes, llegando incluso a una tasa del 26% en 2013 (Ruíz, 2019). Por tanto, dentro del sector inmobiliario, hubo una gran “quiebra” en la actividad de la promoción de vivienda que afectó no sólo a los agentes de dicho sector, sino también a todo el conjunto de la sociedad.

Es en 2014 cuando la economía comenzó a recuperarse debido a la reestructuración a la que fue sometida la economía española, tanto en instituciones privadas como en las públicas, tras la sucesión de reformas de todo tipo, económicas, laborales, etc., teniendo especial relevancia la creación de sociedades públicas como la SAREB, que aglutinó todos los activos inmobiliarios “basura” con el fin de eliminar problemas en las diferentes entidades financieras que en aquellos años se habían convertido, de forma forzosa, en los grandes propietarios de inmuebles del país. (RENTA GARANTIZADA, 2017)

2.2 Recuperación del sector inmobiliario

Fue tras la grave crisis previamente desarrollada en el anterior apartado cuando según los expertos, la economía española alcanzó su punto más bajo en el 2013. A partir de ahí, los síntomas de crecimiento empezaron a palpase en los indicadores.

En 2018 dicho crecimiento económico general ya era una realidad si se analizan dichos indicadores económicos, como por ejemplo el PIB que venía creciendo en 2017 un 3,1% protagonizado principalmente por el consumo privado y la inversión. Sin

embargo, en términos de desempleo España seguía por detrás de los países cercanos y pertenecientes a la Unión Europea, pese a la reducción de dicha tasa en esos últimos años.

Durante los años 2014-2018 las buenas perspectivas provocaron que España fuera un país atractivo para la inversión extranjera, además de las mejoras en las condiciones de financiación de las entidades financieras, el aumento de personas ocupadas, y el fuerte incremento del turismo en nuestro país. Destacando el crecimiento inmobiliario en el producto terciario (hotelero y oficinas) y en residencial (viviendas). (López-Herrera, 2018)

La compraventa de vivienda acumulada a finales de 2015 se vio incrementada en un 11% en tasa interanual. Esto vino relacionado principalmente con las relacionadas con la vivienda usada, quedando en recesión las nuevas construcciones que caían un 14,3% también debido a la falta de oferta. A niveles generales, se superó el umbral de 400.000 viviendas que habían sido fruto de estas transacciones.

La mayor demanda de vivienda durante estos últimos años (2016-2018) tuvo varios factores como la bajada del desempleo, o la apertura del acceso a la financiación ajena, pero sin duda el incremento del turismo también generó una demanda vacacional o turística que hizo atractivo este producto para muchos inversores.

Por otro lado, a partir de la recuperación, también se esperaban que toda esa población joven que había padecido la crisis era una demanda retenida y, por tanto, con la recuperación económica se mostrarían dispuestos a realizar una inversión y comprar así su primera vivienda. (RENTA GARANTIZADA, 2017)

3 ORIGEN REITS

Las Instituciones de Inversión Colectiva, a partir de ahora “ICC” se conocen como unos intermediarios financieros dedicados a la mediación entre los agente económicos con déficit y con superávit. Están supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Se definen como las entidades con propósito de captación, gestión e inversión de fondos provenientes de sus ahorradores en una cartera de activos, dando de ese modo, un rendimiento a sus inversores según los resultados colectivos obtenidos. La forma jurídica de estas puede ser de fondos de inversión o sociedades de inversión. A su vez, estos fondos y sociedades pueden ser mobiliarios e inmobiliarios. Los segundos tienen por objeto invertir en inmuebles para su alquiler. Los Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII), así como las Sociedades de Inversión Inmobiliarias (SII) no han tenido éxito en España y están desapareciendo paulatinamente. Su relevo lo han tomado las SOCIMIs también supervisadas por la CNMV que son objeto de estudio en este TFM.

Es especialmente reseñable el auge en España de las SOCIMIs en los años recientes, en volumen de activos que se gestionan y en el peso dentro del sector financiero. Los valores recogidos en 2019 son notablemente superiores a los registrados en 2012.

Debido al dinamismo y las interconexiones con el sector financiero, es necesario analizar su actividad, con el objetivo de profundizar en los cambios relacionados con la tipología, la dimensión y el número de entidades que estas SOCIMIs comercializan. (Álvarez & Mayordomo, 2020)

“Por otra parte, los activos financieros de las REIT, sector que incluye tanto los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (más conocidas como SOCIMI), son las que suponen un mayor porcentaje desde la creación de la primera entidad a finales de 2013, con más de un 95 % del total. Desde ese año, tanto el número como los activos gestionados por las SOCIMI han aumentado de forma importante, concretamente de 4.500 millones a más de 27.000 millones en 2018.

Por el contrario, los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, que alcanzaron su máximo histórico en 2017 con prácticamente 10.000 millones de euros de patrimonio, han ido reduciéndose desde entonces de forma progresiva, en especial los fondos, hasta cerrar 2017 con un patrimonio por debajo de los 1.000 millones de euros.” (CNMV, 2018)

De ese modo, para entender la razón del origen de las SOCIMIs es necesario explicar que estos vehículos de inversión inmobiliaria ya existen de forma similar en otros países de nuestro entorno, y son conocidos como REITs

Estos vehículos nacieron como un instrumento de inversión que aunase la gestión activa inmobiliaria y la inversión en instrumentos financieros. Se conformaron con el fin de acercar la posibilidad de inversión a todo tipo de inversores, suprimiendo las barreras de entrada relativas al capital, ofreciéndoles la posibilidad de participar en carteras gestionadas por profesionales y con amplitud de activos.

Uno de los principales atractivos de estas sociedades, reside en su fiscalidad, ya que sus beneficios no están sujetos a tributación directa. Sí lo están en cambio, los accionistas que perciben rendimientos de la sociedad que afrontan el pago de sus impuestos en su lugar de residencia o en el de la sociedad.

Estos vehículos tienen ya presencia en más de 40 países en todo el mundo y se han implantado en sus legislaciones. En España han nacido las SOCIMIs que son de una naturaleza muy similar a las que existían previamente en Francia. (ahorrainvierte.com, 2020)

En lo relativo a las características, varían ampliamente dependiendo del régimen de cada país, sin embargo, hay algunas que son casi similares, con sus matizaciones en distintos territorios. En todas las legislaciones de los países que cuentan con estos vehículos, se procura ser muy estrictos en los requisitos para la inversión y obtención de rendimientos, para de ese modo, asegurarse que solo las dedicadas al arrendamiento de inmuebles pueden beneficiarse de los incentivos fiscales.

Es prácticamente común en todas las legislaciones, que las sociedades deban repartir anualmente un porcentaje elevado de sus beneficios en concepto de dividendos, que es lo que luego se grava a los accionistas. Depende del territorio, se reparte un porcentaje u otro.

Del mismo modo, es habitual que solo se necesite un activo arrendado para poder constituir una sociedad de estas características. Destaca en el lado contrario, Reino Unido dónde se exige una diversificación en su portfolio.

Un factor con más flexibilidad es la obligación de cotizar en un mercado bursátil, ya que en diversos países no es obligatorio, como en el originario de dichos vehículos, Estados Unidos.

Además, como bien se ha mencionado, se persigue llegar al pequeño accionista, por lo que se determina como obligación que haya variedad de accionistas.

Son sociedades anónimas de capital orientadas a la inversión en activos inmobiliarios destinados a su arrendamiento, y por lo tanto generadores de rentas, con una obligación de distribución de dividendos a sus inversores de gran parte de los beneficios anuales obtenidos.

Normalmente están obligadas a cotizar en algún mercado regulado, si bien cada una de las legislaciones nacionales de los 35 países dónde ya están presentes, son las que se definen estos requisitos. (BME, 2019)

– Presencia en los Estados Unidos

Estos vehículos llamados REITs tienen su punto de partida en los Estados Unidos en 1960. Nacen con el propósito de acercar las grandes operaciones inmobiliarias al pequeño inversor. Debido a que Estados Unidos fue el país pionero en adoptar este tipo de estructura especializada, cuenta con la legislación más completa y flexible y, por tanto, es el mercado más desarrollado y extenso en este tipo de vehículo y sus distintas tipologías.

En cuanto a capitalización, ha alcanzado la cifra de 1 billón de dólares en 2019 entre las 226 sociedades que cotizan en su mercado (Índice FTSE Nareit All REITs), las cuáles repartieron unos dividendos que ascendieron hasta los 57.500 millones de euros. En el Índice S&P 500, hay presentes hasta 31 REITs. El total de los REITs captaron 47.000 millones de dólares mediante la suscripción de acciones en 2018.

La rentabilidad por dividendo en 2019 de los vehículos cotizados es más del doble de la del Índice S&P 500, llegando a una rentabilidad del 4,8%. Este hecho hace que el 80% de los asesores financieros norteamericanos recomienden este tipo de inversión a sus clientes. Según numerosos estudios la rentabilidad de una cartera óptima en una REIT puede oscilar entre el 5-15%.

En cuanto a tipología, los REITs estadounidenses son propietarios de diferentes tipos de inmuebles, y están presentes en 12 sectores distintos.

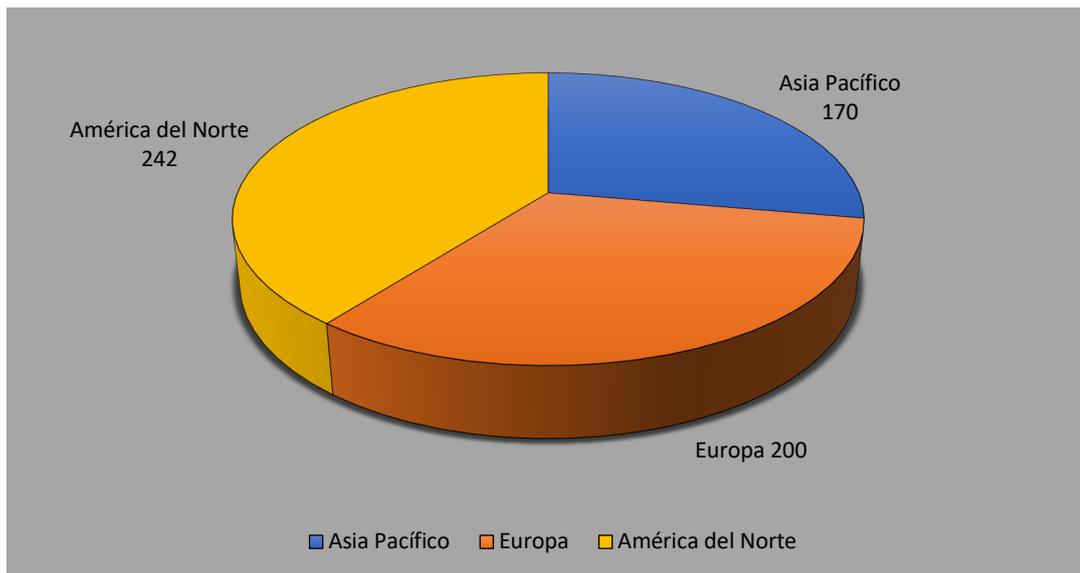
– Presencia en Europa

Continuando con el paso marcado por los mercados norteamericanos, la figura de los REITs se encuentra en un proceso de consolidación muy avanzado como parte fundamental de los mercados inmobiliarios. Según la principal asociación europea del sector inmobiliario EPRA (European Public Real State Association) el valor total de las

empresas del sector llegaba hasta los 8.100 millones de euros al inicio del 2019. Gran parte de esta cuantía recaía en las operaciones vehiculizadas mediante los REITs.

La capitalización de las empresas REITs europeas se va incrementando desde el 2013 con un crecimiento medio anual acumulativo del 11%. La tipología de activo en los REIT está muy diversificada, si bien el uso predominante es el terciario, concretamente el uso de oficinas. La tendencia de la rentabilidad es al alza en los mercados más maduros, especialmente en aquellas que tiene una tipología diversificada.

Gráfico 2. N° de REITs cotizados en países desarrollados



Fuente: Elaboración propia con datos de EPRA

Como se observa en el gráfico 2, en la Unión Europea en 2019 se contabilizaron 141 compañías con un valor de mercado total de 140.000 millones de euros. De este total, España aporta más de la mitad de estas, pero solo suponen el 19% del valor bursátil en la Unión Europea.

Bien es cierto, que las características de las diferentes REITs en todo el mundo son diferentes, ya que cada país las ha adecuado con sus particularidades, en ocasiones, limitando ciertas concesiones a estas sociedades. Sin embargo, hay otros países que amplían el radio de acción de estas, o que, de otro modo, conceden alguna ventaja respecto a otros vehículos en otras naciones, con el fin de ser más atractivos para la inversión extranjera.

Uno de los aspectos fundamentales recae sobre las tributaciones de los socios y sus respectivos dividendos, es aquí dónde se observa mayor diversidad en la comparativa por naciones.

Otro aspecto importante y con gran variedad de restricciones son los activos que pueden conformar las carteras de dichas sociedades, o el porcentaje correspondiente al binomio renta-venta, ya que cabe recordar que son sociedades creadas para estabilizar y dinamizar el arrendamiento de inmuebles como actividad principal, permitiendo en algunos países un porcentaje del beneficio destinarlo a ventas de inmuebles y/o a inversión en el accionariado de otros vehículos.

En la tabla 1, se pueden ver las diferencias entre los países de Estados Unidos, Francia, Alemania, Reino Unido y España, relativas a los activos en los que puede invertirse y sus limitaciones, rentas que pueden obtenerse y sus limitaciones, el número de accionistas y sus condicionantes, si es obligado o no cotizar, conocer cómo es la fiscalidad de las sociedades y también para los accionistas.

Por último, como se verá más adelante, la primera forma de REITs en España vino con la aprobación de la Ley 11/2009, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, llamadas comúnmente SOCIMIs.

Tabla 1. Comparativa Características REITs por país

PAÍS	ACTIVOS EN LOS QUE PUEDE INVERTIRSE	RENTAS QUE PUEDEN OBTENERSE	NÚMERO DE ACCIONISTAS	OBLIGACIÓN DE COTIZAR	FISCALIDAD DE LA SOCIEDAD	FISCALIDAD DE LOS ACCIONISTAS
ESTADOS UNIDOS	Activos o derechos inmobiliarios (hipotecarios) y bonos. Min. de 75% debe ser activos, derechos o bonos. Máx. 10% en participaciones de otras REITs	Rentas procedentes de arrendamientos de inmuebles (al menos el 75%), intereses de hipotecas o participaciones en sociedades.	Volumen de accionistas superior a 100. 5 participantes no pueden tener más del 50% de acciones.	No	Exenta si reparte el 100%. Existe obligación de tributar por las rentas no distribuidas.	Tributan en el país de residencia de la sociedad.
ALEMANIA	Activos y derechos inmobiliarios, participaciones en sociedades según requisitos. Min. de 75% deben ser activos inmuebles. Los otros máx. de 20%	Rentas procedentes de arrendamiento, leasing, cesión o venta de activos (al menos 75%) y de actividades secundarias (máximo de 20%)	Al menos 15% en accionista minoritarios. Máximo individual de 10%	Sí	Exenta de tributación, sin importar dónde deriven los rendimientos.	Tributan en el país de residencia de la sociedad.
FRANCIA	Activos y derechos inmobiliarios, promociones y participaciones inmobiliarias. Max de actividades auxiliares 20%.	Rentas procedentes de arrendamiento de inmuebles, participaciones en sociedades inmobiliarias y actividades auxiliares. No hay límites.	Un mismo participante, no puede superar el 60% de las acciones.	Sí	Exenta en la actividad principal. Actividades auxiliares deben tributar con tipo general.	Según normativa interna.
REINO UNIDO	No existen tipos de activos vetados, siempre que se respeten los límites estipulados. Max de 40% por activo y debe haber mínimo de 3. 75% en arrendamiento	Rentas procedentes de activos permitidos para la inversión. (Al menos el 75% del BN procedente de arrendamientos)	Las sociedades con más del 10% de acciones, deben pagar impuestos extra.	Sí	Rentas de arrendamientos y ganancias de capital en bienes inmuebles no tributan. El resto sí a tipo general.	Según normativa interna.
ESPAÑA	Activos para arrendar y participaciones inmobiliarias. Solo promoción si es para arrendar. Min de 80% activos inmobiliarios. No se exige diversificación	Rentas procedentes de arrendamientos, dividendos de empresas del sector (al menos el 80%) o venta de inmuebles o de participaciones	No, pero debe cumplirse la normativa de dilución del mercado en el que operan.	Sí	Tributa al 0%. Las que no puedan beneficiarse del régimen, sujetas al tipo general.	Según normativa interna. Se prevé un tipo mínimo si un accionista con mas del 5% del capital social de la entidad, no acredita una tributación al menos con un tipo del 10%

Fuente: Elaboración propia a partir de JLL

4 SOCIMIS: CARACTERÍSTICAS

Como se ha indicado previamente las SOCIMIs fueron creadas en España en 2009, cuando se aprobó su regulación a través de la Ley 11/2009.

Las SOCIMIs son sociedades cuya actividad principal es la inversión, directa o indirecta, en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas, como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros.

El propósito de estas entidades, tal y como se establece en el preámbulo de la propia Ley, es proporcionar liquidez al mercado inmobiliario, minimizar los impactos negativos de los ciclos económicos, y dar respuesta a las necesidades del mercado español. (Hurtado, 2009)

Por tanto, estas sociedades dedicadas al alquiler de bienes inmuebles obtienen sus ingresos del arrendamiento, y tan sólo el 20% de los mismo pueden provenir de otras actividades.

La ley fue aprobada el 26 de octubre de 2009, en un momento de grave crisis a todos los niveles en España. Sin embargo, con posteridad, a finales del año 2012, el legislador introdujo cambios que facilitaban la constitución de este tipo de vehículos porque reducían los requisitos y se minoraban las restricciones, por lo que durante los siguientes años estos vehículos se convirtieron en una excelente herramienta para canalizar las inversiones inmobiliarias destinadas al alquiler.

Por tanto, fue a partir del año 2013, con estas modificaciones legislativas ya en vigor, cuando el sector, con los nuevos vehículos como principales protagonistas, comenzó a crecer en presencia e importancia. (Fernández & Romero, Las Socimi y el mercado inmobiliario, 2016)

- Modificaciones a la LEY 11/2009 (a través de la LEY 16/2012)

Con la introducción de los mencionados cambios normativos se flexibilizaron muchos requisitos, que fueron eliminados o reducidos, tales como los dispuestos en la tabla 2 que se muestra a continuación:

Tabla 2. Comparativa de la Ley 11/2009 y posteriores modificaciones

Característica	LEY 11/2009	Modificaciones Ley 16/2012
Capital mínimo	15 millones	5 millones
Nº de activos mínimo	3	1
Peso máximo de activo dominante	40%	Sin límite
Mínimo de accionistas	100	No
¿Cotización mercado continuo?	Sí	Tras 2 años de transición
Mínimo de capitalización bursátil	25%	5%
Máxima Capacidad de endeudamiento	70%	Sin límite
Distribución de dividendos	80% Beneficio	80% Beneficio
Fiscalidad	En sede la sociedad	En sede del accionista

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos PWC.

Teniendo en cuenta que en aquellos años el nivel de endeudamiento de las empresas era muy alto, que las entidades financieras huían de las operaciones de préstamos para la compra de inmuebles, y que el coste económico de cotizar en el mercado primario es muy elevado frente al BME Growth, el resultado fue que pocas empresas cumplían con los requisitos de la legislación de origen, y por ello apenas hubo un par de empresas que intentaron constituirse como tal. (Fernández & Romero, 2016)

A partir de los cambios normativos, en el año 2014 empezaron a constituirse muchas SOCIMIs, con gran entrada de capital extranjero, representado a finales del año 2019 un valor de capitalización bursátil, que llegó hasta los 24.651 millones de euros

repartido en 73 vehículos distintos a finales de 2019, experimentando un incremento extraordinario entre 2016 y 2018. (PWC, 2020)

4.1 Objeto social y ámbito de aplicación

El objeto social se define como aquella actividad económica o empresarial específica programada, la consecución del fin común para el que se ha creado la sociedad. Estas actividades que desarrollan las sociedades mercantiles en el tráfico jurídico deben ser lícito, no infringir el orden público y posible, así como constar en la constitución de la sociedad. (Menéndez, 2017)

El objeto social de las SOCIMIs viene definido en el apartado primero del artículo 2 de la Ley 16/2012 y será:

- a) *“La adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley del Impuesto sobre el Valor añadido.*
- b) *La tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMIs o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social y que estén sometidas a un mismo régimen en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios.*
- c) *La tenencia de participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento y sometidas al régimen único de SOCIMIs en la distribución de beneficios, cumpliendo los requisitos de inversión y financiación ajena que se refieren los artículos 3 y 7 de esta Ley.*
- d) *La tenencia además de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva.”*

Una vez establecidas las actividades que comprende el objeto social de las SOCIMIs, basadas en la adquisición y promoción de inmuebles urbanos y participaciones en sociedades de la misma índole, quedan excluidos como bienes inmuebles según la Ley del Catastro Inmobiliario, los bienes inmuebles que sean considerados como arrendamientos financieros a efectos del Impuesto de Sociedades y, por lo tanto, no computarán dentro del objeto social propio de las SOCIMIs.

Siguiendo lo dispuesto en la ley 11/2009 viene establecido que los bienes que se adquirieren deben ser en calidad de propiedad, que será analizado en el punto relacionado con los requisitos de inversión en activos válidos.

Por otro lado, *” las entidades que no sean residentes deben residir en países con los que exista un tráfico activo de información tributaria según lo dispuesto en la Ley 36/2006, de 29 de noviembre, como medida para evitar el fraude fiscal.”* Además, *“quedan excluidos de ser considerados bienes inmuebles por esta Ley, los de características especiales a efectos catastrales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley del Catastro Inmobiliario, y los bienes cuyo uso sea cedido a terceros con contrato de arrendamiento financiero.”*

“Como bien se ha expuesto, los bienes inmuebles adquiridos deben serlo en propiedad, y la actividad de promoción y de arrendamiento, debe ser contabilizada individualmente para cada inmueble, con el fin de averiguar la renta correspondiente a cada uno. Junto a la actividad económica establecida en el objeto social principal, las SOCIMIs podrán realizar otras actividades, siempre que no superen el 20 por ciento en las rentas de la sociedad en cada ejercicio impositivo.”

Relativo al artículo 5.1 de la Ley 11/2009, se estableció un capital social mínimo de 15 millones de euros. Esta elevada cantidad provocó que no tuviera éxito el régimen impulsado para las SOCIMIs en un primer momento ya que suponía un gran obstáculo en la constitución de una de estas sociedades. Por lo tanto, en la nueva reforma que vino proclamada en la Ley 16/2012 en la que, en el punto octavo, establece un capital mínimo de 5 millones de euros para la constitución de las SOCIMIs.

Con dicha modificación y algunas novedades que hacían más posible la constitución, se vio un aumento exponencial en el crecimiento. (BOE, 2016)

4.2 Requisitos de inversión

Siguiendo lo dispuesto en el Artículo 3 de la nueva Ley 16/2012 recogido en el BOE, se establecen tres grandes requisitos de inversión desarrollados a continuación.

El valor del activo será la media de los balances individuales, se computarán los bienes inmuebles situados en el extranjero si existe intercambio efectivo como bien se ha expuesto previamente.

Las SOCIMIs cuentan con un régimen fiscal de aplicación muy favorable, pero que establece varios requisitos de inversión establecidos en el artículo 3 y que se deben cumplir:

1. *“El 80 por ciento del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana con fin de ser arrendados, en terrenos para su promoción destinados a dicha finalidad siempre la promoción se inicie dentro de los tres años desde su adquisición, además de participaciones en el capital de otras entidades referidas en los puntos anteriores.*

Este porcentaje vendrá calculado sobre el balance consolidado de la sociedad dominante del grupo y para el cuál se tomará como el valor del activo la media correspondiente a los balances individuales, no computando a los efectos el dinero o derechos de crédito procedente de la transmisión de dichos inmuebles.

Si en el cómputo global, existen bienes inmuebles situados en el extranjero, deberán contar con una naturaleza similar a los situados en territorio español y deberá existir un intercambio efectivo y directo de información tributaria con el país de origen en los términos establecidos en la disposición adicional primera de la Ley 36/2006, el 29 de noviembre, de medidas para la prevención del fraude fiscal.”

2. En cuanto a la proveniencia de las rentas, se establece que el 80 por ciento de las rentas relativas al periodo impositivo correspondiente a cada ejercicio y de los bienes afectos al cumplimiento de su objeto social principal, deberá provenir:
 - a. *“Del arrendamiento de bienes inmuebles cumpliendo con su objeto social principal*
 - b. *De dividendos procedentes de participaciones.”*

Dicho porcentaje, vendrá dado por el resultado consolidado en el caso de que la sociedad domine en un grupo según el artículo 42 del Código de Comercio. El grupo será conformado por las SOCIMIs y el resto de las entidades.

3. *“Los bienes inmuebles integrantes del activo deberán permanecer arrendados durante al menos tres años. En este cómputo entrará el tiempo que ha sido ofrecido con un límite de máximo un año.*

El plazo se computará como:

- a. *Bienes inmuebles que figuren en el patrimonio previos a acogerse al régimen de SOCIMIs, desde la fecha de inicio del primer período impositivo en el que fuera aplicable el régimen fiscal especial establecido en la Ley presente.*
- b. *Por otro lado, estarán los adquiridos con posterioridad, y se contabilizará el tiempo desde la fecha en que fueron arrendados u ofrecidos en arrendamiento por vez primera.” (BOE, 2016)*

4.3 Obligación de negociación en mercado regulado

“Las acciones de las SOCIMIs deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado, en un sistema multilateral de negociación nacional, en un Estado perteneciente a la Unión Europea o por último en un mercado regulado de otro país, con el que exista un intercambio efectivo de información tributaria durante la totalidad del período impositivo.

Por otro lado, cabe destacar que las acciones de las SOCIMIs deberán ser nominativas.” (BOE, 2016)

4.4 Capital social y denominación de la sociedad

1. *“Después de la modificación en 2012, se estableció como capital social mínimo para la creación de SOCIMIs la cifra de 5 millones de euros.*
2. *Las aportaciones de carácter no dinerarias con objeto de la constitución o de ampliar capital que se efectúen como bienes inmuebles deberán tasarse en el momento de su aportación. El tasador deberá ser independiente y provisto por una de las sociedades de tasación hipotecario especializadas.*
3. *Existirá únicamente un tipo de acciones.*
4. *Una vez, la sociedad opte por el régimen fiscal especial establecido en esta ley, deberá incluir el acrónimo “SOCIMI S.A.” en su denominación.” (BOE, 2016)*

4.5 Distribución de resultados.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6 de la Ley 11/2009 de 26 de octubre:

1. *“Las SOCIMIs y entidades en las que esta participa y que haya escogido este régimen fiscal a modo de aplicación, se verán obligados a distribuir en forma de dividendos a sus accionistas, debiendo ser acordados estos en un periodo no superior a los seis meses siguientes a la conclusión del ejercicio, de la siguiente manera:*
 - a. *Se distribuirá el 100 por 100 de los beneficios repartidos mediante dividendos por parte de las entidades de las que cuáles tiene participación.*
 - b. *Como mínimo el 50 por ciento de los beneficios provenientes de la transmisión de inmuebles y acciones realizadas una vez transcurridos los plazos referidos en el apartado 3 del artículo 3 de esta Ley. El resto de los beneficios deberán ser reinvertidos en otros elementos de la misma naturaleza afectos al cumplimiento del objeto de la Ley. En caso de no ser reinvertido, deberán distribuirse junto a los beneficios generados durante el ejercicio en que finaliza el plazo de reinversión. Solo será aplicable a los beneficios generados durante la vigencia de este régimen fiscal.*
 - c. *El 80 por ciento mínimo de los beneficios generados.*
2. *Se realizará según lo expuesto en el punto anterior cuando la distribución del dividendo se realice desde reservas procedentes de beneficios correspondientes a un ejercicio en el que ha sido objeto de aplicación el régimen fiscal especial.*
3. *La reserva legal para las empresas sujetas a dicho régimen no podrá exceder en ningún caso del 20 por ciento del capital social.”* (BOE, 2016)

El objetivo principal de la Ley 11/2009 en este apartado, pretende que los inversores puedan encontrar una rentabilidad mínima y estable, por lo que puede ser objeto de discusión qué tipos de beneficios son los que están sujetos por dicha Ley para ser repartidos en forma de dividendos. De este modo, aplicando la lógica serán los beneficios contables los que serán destinados a los inversores y no el beneficio fiscal, ya que suele ser inferior al contable e incluso puede llegar a ser negativo.

Cabe recordar que la distribución de resultados es de carácter obligatorio en los ejercicios en lo que se aplica dicho régimen especial, y es un deber que tiene la empresa y que, en caso de omitir, supondrá la salida de los beneficios del régimen, como ha anunciado en diversos momentos la Dirección General de Tributos.

Por último, después de haber analizado los requisitos exigidos para las sociedades y poder optar al régimen especial correspondiente a las SOCIMIs, deben valorarse elementos esenciales e indispensables como los requisitos referentes al objeto social principal, la obligación en la distribución de dividendos según lo expuesto en el último apartado y el carácter nominativo correspondiente a las acciones. Estas características principales, serán necesarias para poder comenzar a ajustarse al régimen especial ya expuesto.

Mientras que los requisitos restantes hacen referencia a la inversión y a cuestiones relacionadas que deberán ser cumplidas durante los dos ejercicios siguientes al de la fecha del ejercicio.

En cuanto a los requisitos que suponen una eliminación directa de las ventajas del régimen, son el incumplimiento de los requisitos de negociación en mercados regulados, lo relacionado con la transparencia dando información constantemente o la distribución de dividendos, los que llevan a una salida irrevocable de la aplicación del régimen especial. Sin embargo, el incumplimiento de los restantes requisitos, sí podrán ser subsanados en el ejercicio siguiente al que no se haya cumplido. En caso de no haber una subsanación de dichos incumplimientos la SOCIMIs perderá con carácter retroactivo sus ventajas desde el momento inicial en que se produjo el incumplimiento.

4.6 Régimen fiscal

Siguiendo lo dispuesto en el artículo 8, referente al Régimen fiscal especial:

“1. Las SOCIMIs, así como las entidades residentes en territorio español a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 2, que cumplan los requisitos establecidos en esta Ley, podrán optar por la aplicación en el Impuesto sobre Sociedades del régimen fiscal especial regulado en esta Ley, el cual también se aplicará a sus socios.

La opción deberá adoptarse por la junta general de accionistas y deberá comunicarse a la Delegación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria del domicilio fiscal de la entidad, antes de los tres últimos meses previos a la conclusión del período impositivo. La comunicación realizada fuera de este plazo impedirá aplicar este régimen fiscal en dicho período impositivo.

2. *El régimen fiscal especial se aplicará en el período impositivo que finalice con posterioridad a dicha comunicación y en los sucesivos que concluyan antes de que se comunique la renuncia al régimen.*

3. *La opción por la aplicación del régimen establecido en esta Ley es incompatible con la aplicación de cualquiera de los regímenes especiales previstos en el Título VII del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, excepto el de las fusiones, escisiones, aportaciones de activo, canje de valores y cambio de domicilio social de una Sociedad Europea o una Sociedad Cooperativa Europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea, el de transparencia fiscal internacional y el de determinados contratos de arrendamiento financiero.*

4. *En lo no previsto expresamente por esta Ley se aplicará lo establecido en las normas tributarias generales, en particular, en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, y la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las Leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.*

Artículo 9. *Régimen fiscal especial de la sociedad en el Impuesto sobre Sociedades.*

1. *Las entidades que opten por la aplicación del régimen fiscal especial previsto en esta Ley, se regirán por lo establecido en el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades sin perjuicio de las disposiciones especiales previstas en esta Ley. Dichas entidades tributarán al tipo de gravamen del cero por ciento en el Impuesto sobre Sociedades. En este caso, de generarse bases imponibles negativas, no resultará de aplicación el artículo 25 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades. Asimismo, no resultará de aplicación el régimen de deducciones y bonificaciones establecidas en los capítulos II, III y IV del título VI del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.*

No obstante, el incumplimiento del requisito de permanencia a que se refiere el apartado 3 del artículo 3 de esta ley implicará, en el caso de inmuebles, la tributación de todas las rentas generadas por dichos inmuebles en todos los períodos impositivos en los que hubiera resultado de aplicación este régimen fiscal especial, de acuerdo con el régimen y el tipo generales de gravamen del Impuesto sobre Sociedades.

El incumplimiento del requisito de permanencia en el caso de acciones o participaciones determinará la tributación de aquella parte de las rentas generadas con ocasión de la transmisión, de acuerdo con el régimen y el tipo generales del Impuesto sobre Sociedades.

Esta misma regularización procedería en el caso de que la sociedad, cualquiera que fuese su causa, pase a tributar por otro régimen distinto en el Impuesto sobre Sociedades antes de que se cumpla el referido plazo de tres años. Las regularizaciones a que se refieren los tres párrafos anteriores se realizarán en los términos establecidos en el artículo 137.3 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

2. La entidad estará sometida a un gravamen especial del 19 por ciento sobre el importe íntegro de los dividendos o participaciones en beneficios distribuidos a los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 por ciento, cuando dichos dividendos, en sede de sus socios, estén exentos o tributen a un tipo de gravamen inferior al 10 por ciento. Dicho gravamen tendrá la consideración de cuota del Impuesto sobre Sociedades.

Lo dispuesto en el párrafo anterior no resultará de aplicación cuando el socio que percibe el dividendo sea una entidad a la que resulte de aplicación esta Ley.

El gravamen especial se devengará el día del acuerdo de distribución de beneficios por la junta general de accionistas, u órgano equivalente, y deberá ser objeto de autoliquidación e ingreso en el plazo de dos meses desde la fecha de devengo. El modelo de declaración de este gravamen especial se aprobará por Orden del Ministro de Hacienda y Administraciones Públicas, que establecerá la forma y el lugar para su presentación.

3. El gravamen especial previsto en el apartado anterior no resultará de aplicación cuando los dividendos o participaciones en beneficios sean percibidos por entidades no residentes a las que se refiere la letra b) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley, respecto de aquellos socios que posean una participación igual o superior al 5 por ciento en el capital social de aquellas y tributen por dichos dividendos o participaciones en beneficios, al menos, al tipo de gravamen del 10 por ciento.

4. En todo caso, estarán sujetos a retención los dividendos o participaciones en beneficios a que se refieren las letras a) y b) del apartado 1 del artículo 10, excepto que se trate de entidades que reúnan los requisitos para la aplicación de esta Ley.

Asimismo, estarán sujetos a retención los dividendos o participaciones en beneficios a que se refiere la letra c) del apartado 1 del artículo 10 de esta Ley, de

acuerdo con lo establecido en el artículo 31 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, salvo aquellos a los que resulte de aplicación lo dispuesto en el apartado anterior.

Artículo 10. Régimen fiscal especial de los socios.

1. Los dividendos distribuidos con cargo a beneficios o reservas respecto de los que se haya aplicado el régimen fiscal especial establecido en esta Ley, recibirán el siguiente tratamiento:

a) Cuando el perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente, no será de aplicación la exención establecida en el artículo 21 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

b) Cuando el perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se aplicará lo dispuesto en el artículo 25.1.a) de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

c) Cuando el perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente, se aplicará lo dispuesto en el artículo 24.1 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo.

2. Las rentas obtenidas en la transmisión o reembolso de la participación en el capital de las sociedades que hayan optado por la aplicación de este régimen, recibirán el siguiente tratamiento:

a) Cuando el transmitente o perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente, no será de aplicación la exención establecida en el artículo 21 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades en relación con las rentas positivas obtenidas.

b) Cuando el transmitente o perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, la ganancia o pérdida patrimonial se determinará de acuerdo con lo previsto en la letra a) del apartado 1 del artículo 37 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de

modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

c) Cuando el transmitente o perceptor sea un contribuyente del Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 por ciento, no será de aplicación la exención establecida en la letra i) del apartado 1 del artículo 14 del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.

3. Los socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5 por ciento, y que reciban dividendos o participaciones en beneficios que tributen a un tipo de gravamen de, al menos, el 10 por ciento, estarán obligados a notificar tal circunstancia a la entidad en el plazo de diez días a contar desde el siguiente a aquel en que los mismos sean satisfechos. De no existir esta notificación, se entenderá que los dividendos o participaciones en beneficios están exentos o tributan a un tipo de gravamen inferior al 10 por ciento.

Los socios que tengan la condición de entidades no residentes a las que se refiere la letra b) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley deberán acreditar en el plazo establecido en el párrafo anterior que, a la vista de la composición de su accionariado y de la normativa aplicable en el momento del acuerdo de distribución de dividendos, estos quedarán gravados, ya sea en dicha entidad o en sus socios, al menos, al tipo de gravamen del 10 por ciento. La no sujeción al gravamen especial quedará, no obstante, condicionada a que los referidos dividendos tributen al tipo de gravamen de, al menos, el 10 por ciento, cuando éstos sean objeto de distribución por las entidades a las que se refiere la letra b) del apartado 1 del artículo 2 de esta Ley.” (BOE, 2016)

El gran atractivo de estos vehículos de inversión reside en su régimen fiscal, ya que la sociedad tiene un tipo impositivo del 0%. La imposición fiscal recae, sin embargo, en sede del accionista cuando las SOCIMIs ya ha procedido al reparto de dividendos, que según sea persona física o jurídica, residente o no residente fiscal en España tributará a un tipo impositivo o a otro diferente. (Villaró Bastons, 2013)

A continuación, se presenta la tabla 3 donde se puede observar la estructura relativa a la presión fiscal total siendo los accionistas más comunes, una sociedad de capital (sociedad limitada o anónima) y una persona física residente fiscal en España.

Tabla 3. Régimen Fiscal residentes en España

RÉGIMEN FISCAL SOCIMIs	TIPO IMPOSITIVO SOCIMIs	TIPO IMPOSITIVO ACCIONISTA
Persona Jurídica	0%	25%
Persona Física	0%	19-23%

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, es importante apuntar que, en algunos casos, donde los accionistas de las SOCIMIs son no residentes fiscales en España, y cumpliendo determinados requisitos, la presión fiscal de estos dividendos repartidos a dichos accionistas puede quedar exenta de tributación tanto en sede de origen como en el país de destino, y esa es una de las principales razones por las que estos vehículos han tenido tanto éxito entre los inversores extranjeros. (CuatreCasas, 2016)

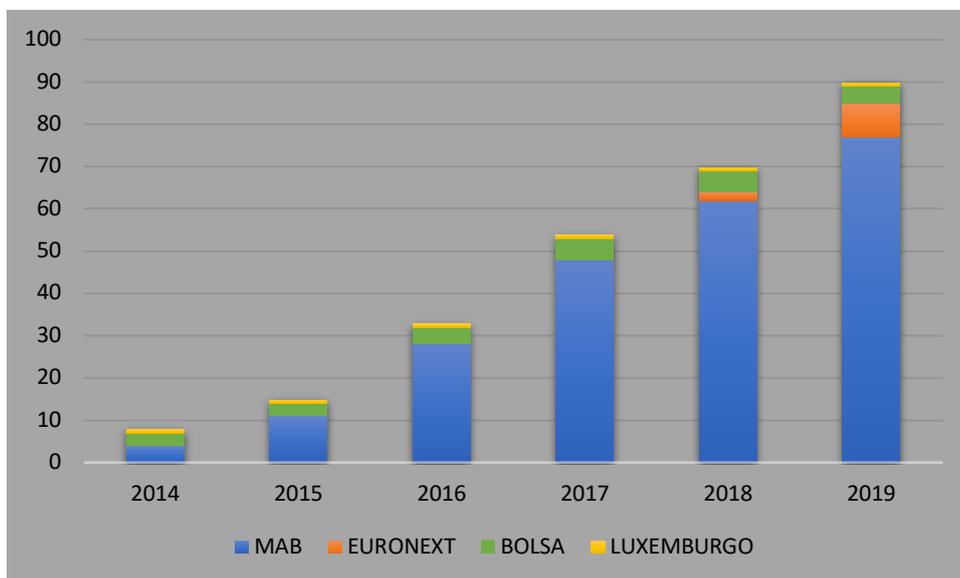
5 ANÁLISIS SOCIMIS EN ESPAÑA

Las SOCIMIs españolas llevan ya once años en el mercado, desde su creación en el año 2009 cuándo se aprobó la regulación inicial (Ley 11/2009).

Como ya se ha explicado con anterioridad, y se puede observar en la tabla 1, los requisitos fueron modificados con el objetivo de atraer inversión y así pudiera ser este tipo de sociedades las que liderasen el sector y aportaran estabilidad y transparencia que era realmente necesario en esos años. (Pérez de Madrid Carreras, 2017)

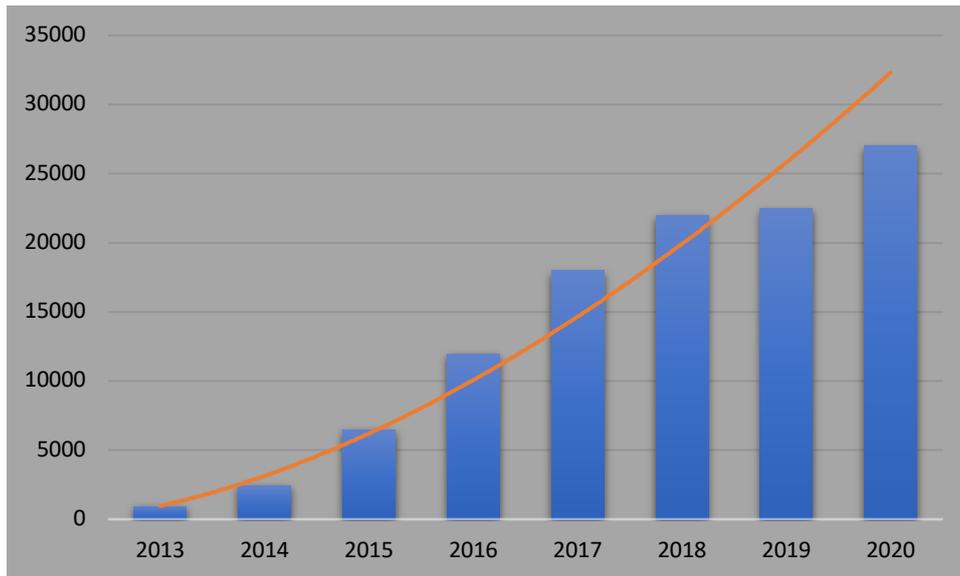
Las SOCIMIs rápidamente crecieron llegando a alcanzar una capitalización cada vez más importante. A continuación, se presentan dos gráficos en los que se puede visualizar esta tendencia positiva que muestra la directa correlación entre el crecimiento del volumen de SOCIMIs existentes en el mercado bursátil español (gráfico 3) y el aumento de la capitalización bursátil (gráfico 4).

Gráfico 3. N° de SOCIMIs en España



Fuente: Elaboración Propia a partir de BME

Gráfico 4. Capitalización bursátil SOCIMIs en su conjunto. (M€)



Fuente: Elaboración Propia a partir de BME

Siguiendo lo dispuesto en ambos gráficos, se contempla una correlación fuerte entre la capitalización bursátil de las empresas inmobiliarias con la entrada de nuevos vehículos al mercado.

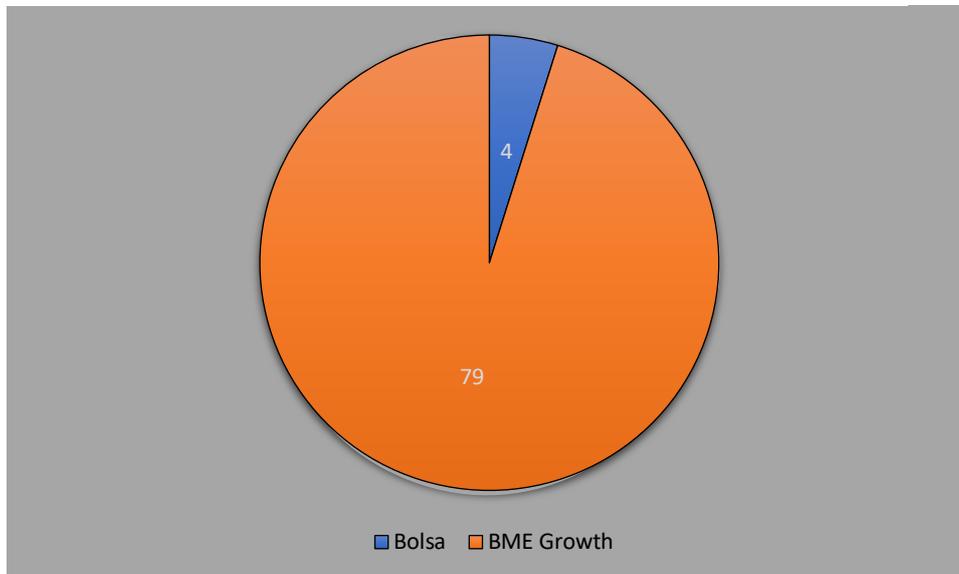
En cuanto a la naturaleza de cada sociedad entrante, el mercado nacional presentaba una importante presencia en los primeros años, en el segmento de SOCIMIs mixta, es decir que su inversión era diversificada, frente a las que tenían solo productos terciarios (oficinas), cambiando esta tendencia en los últimos años, debido también a la alta tasa de rentabilidad que otros usos, como la vivienda, ha tenido en los últimos años (2016-2019) con la recuperación del sector.

En España, este sector cuenta con una gran variedad en cuanto al volumen o tipología de las SOCIMIs, ya que hay algunas de una alta capitalización bursátil, mientras que hay otras de un tamaño muy reducido, además hay algunas que son líquidas y otras que, sin embargo, tienen problemas diarios en la liquidez de sus acciones. También hay una amplia variedad en el segmento de cada SOCIMI, ya que hay especializadas en el sector hotelero, mixto, residencial, oficinas, retail, logístico o Holding. (PWC, 2017)

En cuanto a la distribución del valor de mercado de las SOCIMIs entre los dos principales mercados dónde actúan, se encuentra una distribución por volumen casi equivalente, ya que cotizado en la Bolsa española figura el 54% del total, mientras que el 46% restante se encuentra en el BME Growth (gráfico 6). Sin embargo, si se analiza este

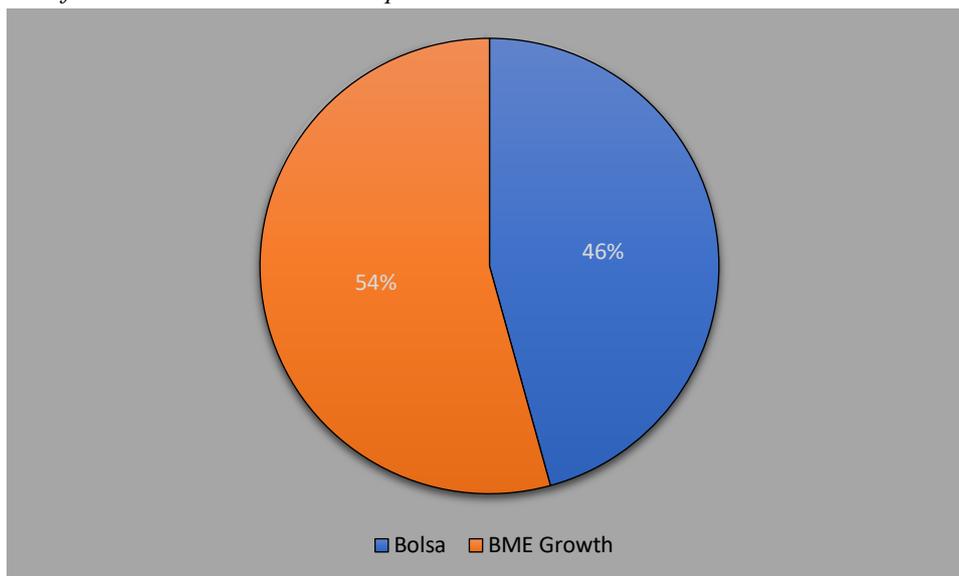
dato por número de SOCIMIs, las que cotizan en el mercado continuo son muy inferiores a las que cotizan en el BME Growth (gráfico 5).

Gráfico 5. N° de SOCIMIs en el año 2019



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos de BME

Gráfico 6. Distribución de la Capitalización Bursátil de las SOCIMIs en el 2019



Fuente: Elaboración propia, a partir de datos de BME

En relación con el tamaño medio de las SOCIMIs, se observa en el gráfico 6 cómo las pertenecientes al mercado bursátil tienen una capitalización bursátil cercana a los 2.800 millones de euros. Por otro lado, la media de las SOCIMIs que se encuentran en el

mercado BME Growth, tienen un tamaño muy inferior, siendo su media de 165 millones de euros el valor promedio de cada vehículo cotizado.

5.1 Las SOCIMIs en su conjunto

En términos generales, las SOCIMIs han tenido unos años de crecimiento y estabilidad, desde el 2013 al 2020.

Durante el penúltimo ejercicio, 2019, se muestra un incremento en las inversiones por parte de estos vehículos que ascienden a los 7.500 millones de euros, con lo que se alcanza Valor Bruto de Activos (GAV) total de 50.000 millones de euros, lo que supone un incremento de un 15% con respecto al ejercicio anterior. El Valor Neto de los Activos (NAV) se quedó en una cifra inferior a los 30.000, pero también supuso un incremento del 4,4% respecto al ejercicio anterior.

En cuanto a cómo se financian dichas carteras de activos, se estima en un 47% la financiación externa neta, por lo que la parte restante que es algo superior viene protagonizada por los recursos propios. (Espadero & Guiñales, 2018)

En cuanto a los flujos de caja de los últimos datos se puede observar la actividad inversora producida durante el último ejercicio. Bajo este enfoque, las inversiones se han superado los 4.500 millones de euros, habiendo tenido lugar también desinversiones por valor de 1.600 millones de euros.

Enfocando en el negocio desarrollado por las sociedades, se contabilizaron unos ingresos de 2.350 millones de euros, que representa un aumento del 33% respecto al año anterior. Gran parte de estas entradas vienen debido a los ingresos por rentas. Con ello, se alcanza un EBITDA total de 1.500 millones de euros y un beneficio neto contando las revalorizaciones y las ventas de activos que llega a los 2.300 millones. Con estos resultados se proporciona un margen de negocio muy alto, pese a ser inferior a años anteriores y un ratio de eficiencia de 0,37.

Es reseñable de igual modo, destacar que las SOCIMIs han aprovechado los escenarios de tipos de interés bajos para ampliar su financiación externa con nuevas adquisiciones o incluso, refinanciando las condiciones del propio pasivo ya existente. (Banco de España, 2020)

5.1.1 Radiografía del mercado

En este apartado, el análisis versará sobre siete grandes aspectos como son: el valor de mercado, el análisis de las inversiones, el negocio desde el análisis de la cuenta de resultados, posteriormente enfocando sobre el flujo de caja, además de el estudio de las rentabilidades, los ratios más relevantes y los principales márgenes de estos vehículos. Para ello, se realizará una comparativa entre los datos correspondientes al ejercicio 2017, el 2018 y el 2019 para así poder plasmar cómo han sido las variaciones.

Con anterioridad a este análisis, se considera oportuno, proceder a introducir cómo se encuentra actualmente la totalidad del mercado en los principales parámetros, y así poder comprender mejor el posterior análisis más detallado. (Calzada, García, & Lucas, 2018)

A fecha de cierre del 2019, existen en funcionamiento 81 vehículos que conforman el total en el mercado español. Las principales cifras recogidas de estos aparecen en la tabla 4 son:

Tabla 4. Principales indicadores conjunto SOCIMIs en 2019

Capitalización Bursátil	25.945M€
Valor Bruto de Activos - Gross Asset Value (GAV)	51.062M€
Valor Neto de Activos - Net Asset Value (NAV)	31.477M€
Valor en libros Inversiones Inmobiliarias	44.028M€
Revalorización de Activos	1.612M€
Patrimonio Neto	24.189M€
Deuda Financiera Neta	19.585M€
Ingresos por rentas	2.060M€
EBITDA (sin ventas de activos)	1.393M€
EBITDA (con ventas de activos)	1.702M€
Dividendos pagados	1.254M€
Rentabilidad del dividendo	4,8%
Cash on Cash accionista	1,8%

Fuente: Elaboración Propia a partir de BME.

Este análisis sobre las magnitudes y variables contables más relevantes proporciona directamente una estabilidad en el sector, además de una leve mejoría en relación con datos estudiados de ejercicios anteriores.

En cuanto al valor de mercado, se ha registrado un aumento durante el 2019 que ha llevado a superar la cifra de los 51.000 millones de euros. Este aumento ha supuesto en términos de GAV (Valor Bruto de Activos) un incremento del 12% y en NAV (Valor

Neto de Activos) de un 17% dónde ya ha sido descontada la deuda y obligaciones de pago.

Síntomas similares se observan en el valor en libros de los activos con un incremento del 10% llegando a alcanzar la cifra de 44.000 millones de euros, siendo superior al ejercicio anterior pese a la salida de algunos vehículos. De igual modo, es reseñable el incremento de valor del conjunto de los activos con revalorizaciones de 1.600 millones euros.

En cuanto a la estructura de financiación se sigue mostrando un equilibrio acorde y adecuado. El conjunto del patrimonio neto llegó a los 24.500 millones de euros, aumentando un 14% respecto al año anterior, registrando un valor de 19.500 en la deuda financiera. Con estos valores, se ha producido un descenso en los niveles de apalancamiento, alcanzando un porcentaje del valor de activos del 38,4%, con lo que ha podido alcanzar la estabilidad perseguida.

Desde el enfoque del negocio, se recogen unos ingresos por rentas de 2.300 millones de euros, que ha supuesto un incremento porcentual del 8%, y que junto a una importante disminución en "otros ingresos" hace que el EBITDA se mantenga estable al del año anterior.

Sin embargo, dónde sí se ha reflejado un aumento considerable es en la partida relacionada con el gasto del personal, invirtiendo en una mejora en la gestión interna que fortalezca los vehículos. También se ha producido una alteración reseñable en los gastos generales que han disminuido hasta un 11%, sobretodo en la partida de servicios exteriores con un 28% de reducción, que se vio en contrapartida con un aumento en materia de tributos del 4,4%.

Con estas valoraciones y nuevas oscilaciones, se concluye un descenso importante en la eficiencia de las operaciones, llegando a perder 7 puntos en este índice fundamental para los vehículos del sector, pasando de un 0,37 a un 0,44.

En términos de EBITDA, si se tiene en cuenta el efecto neto de las plusvalías contables en ventas de activos, además del efecto de las revalorizaciones de los activos, se alcanzarían cifras de récord en cuanto al beneficio neto contable en el que se lograría traspasar la barrera de los 2.500 millones de euros.

Para analizar la salud financiera de la que goza el mercado de las SOCIMIs, se debe poner el foco en la capacidad de generación de caja anual y a partir de ahí guiar el análisis. En el flujo de caja de explotación se han alcanzado cifras de récord llegando a los 1.230 millones, siguiendo con la línea continuista de incremento del ejercicio anterior.

A continuación, se procede al análisis previamente anunciado del conjunto del mercado con un enfoque más categorizado. (JLL, Octubre 2020)

- Análisis de mercado

El conjunto del mercado a fecha de cierre de los activos que computan el total de estos vehículos relativos a las SOCIMIs se ha analizado desde el 2017 hasta el 2019. La unidad en la que vendrán expresadas las cifras será en millones de euros M€.

- Mercado

La buena proyección y la estabilización del mercado, se puede visualizar en los resultados obtenidos en los indicadores de la tabla 5. Es especialmente relevante las buenas cifras recogidas ya que indican un buen funcionamiento de estas sociedades. El crecimiento era casi uniforme previamente a la crisis originada por el COVID-19.

Tabla 5. Comparativa anual de indicadores relativos al Mercado

	2017	2018	2019
Valor de activos en el mercado	16.984	19.881	25.971
Valor Bruto de Activos (GAV)	39.835	45.390	51.062
Valor Neto de Activos (NAV)	26.311	26.934	31.477

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Destaca el crecimiento relativo al valor de mercado, ya que, con las constantes entradas de vehículos, han podido experimentar un crecimiento tan notable.

En cuanto al precio de mercado que conforma el total del patrimonio sin descontar las deudas que figuran en el balance del conjunto de SOCIMIs, más conocido como GAV, el crecimiento ha sido, de igual modo, muy relevante.

Sin embargo, una vez descontadas las deudas, no se registra un crecimiento tan alto, pero sigue demostrando el buen funcionamiento de estos vehículos.

- Inversiones – Balance de situación

Con la entrada de nuevos vehículos y la estabilización de muchos de los que ya están presentes, el volumen de inversión ha crecido llegando casi hasta los 45.000 millones de euros a fecha de cierre de 2019 (tabla 6).

Tabla 6. Comparativa anual de indicadores relativos a las inversiones

	2017	2018	2019
Inversiones Inmobiliarias	32.524	40.027	44.028
Patrimonio Neto	18.843	21.186	24.189
DFN	13.524	18.456	19.585

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Esta cifra hace referencia a los activos no corrientes que sean inmuebles y que se posean con el fin de arrendar para obtener un beneficio, en concepto de rentas o plusvalías en una futura venta, estando exentas en esta partida las inversiones inmobiliarias relacionadas con la producción. En este apartado se ha producido una variación positiva del 27% desde el año 2017 a finales del año 2019.

De igual modo, y con relación directa al volumen de inversión realizada, ha aumentado el Patrimonio Neto del conjunto de vehículos. Sin embargo, hay que aclarar que no siempre una inversión inmobiliaria supone un aumento en el Patrimonio Neto directamente proporcional. En este caso, estas inversiones han supuesto un aumento de un 23% en relación con lo cifrado a 31 de diciembre de 2017 y a misma fecha en 2019.

Por último, en el apartado de la tabla 6 que recoge el término DFN, hace mención a la Deuda Financiera Neta que es resultado de las deudas a corto y largo plazo que presenta la empresa en su balance minorado por la partida denominada Caja. Siguiendo la tendencia de las inversiones inmobiliarias y el Patrimonio Neto, también aumenta la Deuda Financiera Neta que tiene el conjunto de sociedades, debido a una reducción en la caja anual (signo negativo en el sumatorio) y un aumento anual en ambas deudas a corto y largo (signo positivo en el sumatorio). En este caso, en un 31% en referencia a lo registrado en 2017 y en 2019. (JLL, Octubre 2020)

– Negocio – Cuenta de resultados

Los ingresos por rentas son los obtenidos por el conjunto de las sociedades inmobiliarias constituidas como SOCIMIs, procedentes estos ingresos de las rentas generadas en su actividad. Estos han crecido en los últimos años superando ya los 2.000 millones de euros en este concepto, como se puede ver en la tabla 7.

Tabla 7. Comparativa anual de indicadores relativos al negocio según Cuenta de resultados

	2017	2018	2019
Ingresos por rentas	1.481	1.894	2.060
EBITDA	1.096	1.394	1.393
Beneficio Neto Ajustado	651	505	927

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Además, estos ingresos vienen determinados por las partidas referentes a Personal, que se ha visto duplicado debido a las ampliaciones de plantilla acometidas, a los Gastos de Explotación, las Amortizaciones, el Resultado de Explotación y lo recogido por la partida Otros ingresos.

Por otro lado, con el acrónimo EBITDA, se expresa el beneficio de la empresa antes de restar los intereses de deuda, las depreciaciones por deterioro y la amortización de inversiones realizadas. De este modo, se visualiza como de efectivo está siendo el negocio para las sociedades inmobiliarias. Esta partida crece anualmente, de modo más leve y diagnostica también un crecimiento del sector.

Finalmente, con el dato referente al Beneficio Neto Ajustado, se plasma el beneficio más “real” posible y más ajustado, ya que se han aplicado todos los descuentos pertinentes. Este valor se ha incrementado exponencialmente con respecto al 2017 y lo que figura en el valor de la partida a final de 2019. (JLL, Octubre 2020)

– Negocio – Flujo de caja

Los dividendos, son una característica fundamental de las SOCIMIs como así viene regido en la Ley 11/2009. Las sociedades regidas por esta ley tienen la obligación de repartir como dividendos los rendimientos fruto de sus actividades principales.

En 2017 se repartieron unos dividendos de 536 millones de euros (tabla 8), pero fue en 2018 dónde repuntó esta cantidad llegando a repartir 700 millones de euros. Fue en el ejercicio siguiente en 2019, dónde se registró la mayor cifra con un aumento del 60,5% con respecto al año anterior, llegando a los 1.321 millones de euros.

Tabla 8. Comparativa anual de indicadores relativos al negocio según flujo de caja

	2017	2018	2019
Dividendos	536	781	1.254
CF por explotación	1.321	700	1.230
CF por inversión	-1.832	-2.713	-957
CF por financiación (E+D)	1.740	2007	234
Generación de Caja	1.229	-6	507

Fuente: Elaboración propia a partir de datos BME.

En cuanto al flujo de caja de explotación, hace referencia a lo que genera o destruye la empresa en un año fiscal procedente de su actividad principal. Las cifras registradas, se redujeron en 2018, en comparación a las recogidas en los años colindantes.

Por otro lado, en el flujo de caja referente a los costes fijos por inversiones, se calculará con el sumatorio de los pagos por inversiones y los cobros de desinversiones. Con esta operación, en 2018, se establece un valor anormalmente bajo, y es debido a la inversión masiva que hubo ese año y que en 2019 minoró considerablemente, siendo aún así el resultado negativo, debido a la superioridad en término de inversiones efectuadas.

En referencia a los costes fijos por financiación, vienen recogidos la caja generada o destruida por el conjunto de las empresas durante un año natural, en cuanto a las actividades relacionadas con la adquisición de financiación o devolución de esta a proveedores económicos, como bancos y accionistas.

En la tabla 9 se ilustran los datos obtenidos en este epígrafe, obteniendo una más que notable diferencia del 2018 al 2019 debido a lo comentado en el apartado anterior sobre la inversión tan elevada que se produjo en 2018 y con ella, el aumento paralelo de los costes de financiación. (JLL, Octubre 2020)

Tabla 9. Comparativa anual del desglose CF por Financiación (E+D)

	2019	2018	2017	Var 19/18
CF por Financiación	234	2.174	1.641	-88,30%
Por instrumentos de Patrimonio	819	-205	817	-756,50%
Por Emisión de deuda financiera	3.366	6.989	3.521	-45,60%
Por Pago de Dividendos	-1.281	-4.391	-2.274	72,70%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de JLL

Por último, la Generación de Caja, obtuvo resultados parecidos, registrando en 2018 resultados anormales a lo que se recoge en el año 2017 y 2019, por el mismo motivo ya comentado anteriormente. En 2019, se empezaba a recuperar las cifras de 2017, pero se ha visto mermado esa tendencia por la crisis actual.

– Rentabilidades

En la siguiente tabla 10, se muestra una comparativa de los indicadores principales de rentabilidad para las SOCIMIs en los años objeto del TFM. A continuación, estos vienen cifrados y posteriormente, desarrollados y comparados.

Tabla 10. Comparativa anual de indicadores relativos a rentabilidades

	2017	2018	2019
Rentabilidad Activos Inmobiliarios (ROA)	3,4%	3,5%	3,2%
Rentabilidad Financiera (ROE)	14,7%	10,8%	10,5%
Yield Bruta (sobre GAV)	4,8%	4,2%	4,0%
Yield Neta (sobre NAV)	5,6%	7,0%	6,5%
Rentabilidad Dividendo	3,2%	3,9%	4,8%
Cash on Cash	-1,9%	4,3%	1,8%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Se conoce como ROA la rentabilidad procedente de los activos de la empresa, utilizando para comparar la utilidad obtenida en la empresa en función de la inversión realizada. En definitiva, hace referencia a la rentabilidad generado por su actividad ordinaria por los activos inmobiliarios que figuran en el portfolio de cada sociedad. Esta rentabilidad se ha mantenido casi estable durante los tres ejercicios objetivo de estudio, así se puede valorar el buen funcionamiento y niveles de confianza para los inversores y accionistas.

Es la rentabilidad de los fondos propios de las empresas y mide el beneficio neto generado en relación con los accionistas de las empresas. Es el resultado del cociente entre el beneficio neto total y los fondos propios. En este caso sí se ha registrado una disminución en dicha rentabilidad.

Se conoce la yield como una magnitud que nos da información acerca de la relación entre ingresos por rentas y el valor de mercado de los inmuebles en su conjunto. Las 81 sociedades del conglomerado inmobiliario presentaron una yield bruta que se ha comprimido en los últimos años (tabla 10), lo cuál es muy positivo y atractivo para los posibles inversores, ya que buscan yields comprimidas.

En cambio, en la yield neta que viene dada por el cociente entre la renta neta del total de inmuebles o el EBITDA de los inmuebles entre el valor de mercado de los activos, sí se ha registrado un aumento en los últimos años, lo cual se pretende reducir. Bien es cierto, que las yields netas de las principales sociedades, sí se encuentran en rangos atractivos y beneficiosos.

En lo relativo a la rentabilidad por dividendo, está aumentando ese porcentaje y es muy bien recibido por los accionistas. Los inversores es una rentabilidad que buscan y persiguen para aumentar sus beneficios y eso a las sociedades les hace un gran papel ya que, con más inversión, más pueden crecer.

Por último, el término Cash on Cash es una tasa de rendimiento que se suele emplear en transacciones inmobiliarias que calcula los ingresos en efectivo obtenidos a partir de la inversión realizada en una propiedad. (JLL, Octubre 2020)

– Ratios

En la tabla 11 se muestra una comparativa de los indicadores principales ratios de las SOCIMIs en los años 2017-2019.

Tabla 11. Comparativa anual de los principales ratios

	2017	2018	2019
Apalancamiento (s/GAV)	34,0%	40,7%	38,4%
Apalancamiento (Deuda / Equity + Deuda)	41,8%	46,6%	44,7%
RCI (Cobertura de intereses)	4,3x	2,3x	3,1x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

En el apalancamiento (s/GAV) se tiene en cuenta principalmente la fase operativa y los costes de producción.

En 2017 fue de un 34,0% lo cual es un apalancamiento correcto y estaría dentro de la normalidad. En 2018, debido al aumento de la inversión que hemos podido presenciar con anterioridad, aumentó este apalancamiento a un 40,7%. Aumentó un 18,7% de 2017 a 2018. Posteriormente, del mismo modo que había aumentado por la inversión, en 2019 disminuye, al igual que lo hace la inversión en 2019. Por lo tanto, esta tendencia se estabilizó bajando al 38,4% en 2019.

El apalancamiento financiero consiste en emplear mecanismos que suelen ser diferentes tipos de deuda para así poder aumentar su capacidad monetaria para poder maximizar sus beneficios o en su defecto, obtener pérdidas. Este apalancamiento puede someter a las SOCIMIs, en caso de no obtener los rendimiento esperados y previstos, ya que ahoga a las sociedades que deben repartir el 80% de dividendos y puede serles difícil hacer frente al pago de sus préstamos o deudas. Siguiendo la explicación del apartado anterior, tiene una relación directa con la inversión realizada.

Por último, el RCI es un indicador cuyo uso es muy frecuente para la revisión de la situación financiera de las empresas que busca evaluar el equilibrio dotado en los flujos de caja para hacer frente a sus obligaciones financieras. Es muy utilizado para saber qué grado de apalancamiento financiero vive una compañía y su capacidad de endeudamiento.

Actúa como multiplicador, y en 2017 era de 4,3. Este múltiplo se redujo hasta el 2,3 en el año siguiente, para volver a subir en el 2019 al 3,1. (JLL, Octubre 2020)

– Márgenes

En la tabla 12 se muestra una comparativa de los indicadores principales márgenes de las SOCIMIs en los años 2017-2019.

Tabla 12. Comparativa anual de los principales márgenes

	2017	2018	2019
Margen EBITDA	71,3%	65,4%	65,6%
Margen Neto	187,1%	120,5%	123,3%
Eficiencia	0,36%	0,36%	0,43%
Múltiplo EBITDA	15,5x	14,3x	18,6x
Múltiplo Ingresos	11,0x	9,3x	12,2x

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

El margen EBITDA es un indicador que nos muestra la relación existente entre el valor EBITDA y el total de ventas. Este margen nos proporciona información sobre cuál es la rentabilidad de una empresa en cuanto a sus procesos operativos. (IONOS, 2019)

En 2017, se registró un margen EBITDA del 71,3% y que posteriormente en el 2018 disminuyó hasta situarse en un 65,4% en su margen EBITDA del conjunto de estas sociedades. En 2019 se mantuvo constante con un valor del 65,6%.

El margen neto es un ratio financiero que se define como todas las fuentes de ingresos menos el costo de los fondos y gastos operativos.

Este margen fue de 178,4% en el año 2017 y en el 2018, disminuyó hasta el 112,3%, lo que supuso una reducción del 37,1% anual. Finalmente, en 2019 se mantuvo en niveles parecidos a los del 2018 oscilando en un 123%.

El indicador de Eficiencia relaciona los ingresos obtenidos con los gastos efectuados para así conseguir dichos ingresos durante un periodo de tiempo determinado. El ratio de eficiencia de una entidad, es el resultado del cociente entre los gastos de explotación y el margen bruto.

Es muy positivo que este margen crezca constantemente cada año en los ejercicios objeto de estudio.

Con el múltiplo EBITDA, se da un multiplicador que permite conocer cuánto se tardará en conseguir el valor actual de la empresa. En 2017 fue de 15,1 años y en 2018 se fijó en un 14,3. Posteriormente, en 2019 aumentó alcanzando un valor del 18,6.

Con los resultados correspondientes provenientes de la página oficial del BME y tratados por la consultora inmobiliaria especializada JLL, se pueden sacar conclusiones que mostrarán cómo ha sido el transcurso del año en los principales indicadores.

Respecto a las rentabilidades contables de estos vehículos, se puede confirmar que se han mantenido estables a niveles generales. En la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) se han observado niveles coincidentes con el año anterior, de igual modo que ha sucedido con la rentabilidad de los activos (ROA). Sin embargo, en los principales indicadores del sector inmobiliario en cuanto a rentabilidades, sí se ha observado una tendencia bajista directamente relacionada con la leve recesión que ha experimentado el sector durante el último año, lo que ha producido una bajada en la yield neta y yield bruta.

En cuanto a la generación de caja proveniente del negocio habitual permite continuar con los planes de inversión en el abanico de activos con un ritmo algo inferior, ya que han disminuido los pagos por inversiones hasta un 35%, además de lo que ha supuesto la rotación de la cartera con un total de 1.700 millones de euros. Estos factores,

han tenido como consecuencia directa un menor endeudamiento de las empresas y a una capacidad de devolución y de amortización de deudas destacable, que junto a un aumento en la emisión de instrumentos de patrimonio ha permitido obtener dividendos que han reportado una rentabilidad de 4,8%. A consecuencia de ello, disminuyó el cash on cash anual y se consolidó una retribución adecuada a sus accionistas. (Economipedia, 2019)

5.1.2 Rentabilidad y financiación de los vehículos

Como ya se ha comentado previamente en repetidas ocasiones, las SOCIMIs son vehículo que están obligados al reparto de dividendos de sus beneficios.

A lo largo del 2019, el conjunto de este mercado pagó un total de 880 millones de euros en dividendos, lo que supuso un incremento notable del 51% de lo registrado en el ejercicio anterior correspondiente a 2018, que, junto a la amortización de instrumentos de patrimonio, llevó a sobrepasar la cifra de retorno de los 1.000 millones de euros. Con esto, se alcanzó un 3,8% anual y un 4,7% de cash on cash.

Es un aspecto positivo que se registre una rentabilidad económica estable durante los últimos años, ya que se ha incrementado el volumen de inversión. Sin embargo, la rentabilidad sobre recursos propios que han sido empleados ha descendido hasta un 10% debido a un menor beneficio neto global y al remarcable incremento de recursos propios invertidos.

Por otro lado, las que conocemos como yield bruta (relación directa entre ingresos por rentas y el valor de mercado de un inmueble) y yield neta (cociente entre la renta del inmueble) obtuvieron resultados positivos, ya que solo se valoró los ingresos por rentas y se situaron en 4,3 anual la yield bruta, y en 7,2% la yield neta, por lo que superaron las recogidas en el ejercicio inmediatamente anterior.

En cuanto a la estructura de financiación de los vehículos inmobiliarios se consideraría conservadora puesto que su apalancamiento medio, medido sobre el valor bruto de los activos, se encuentra en un porcentaje que oscila de un 40% a un 46% sobre las fuentes de financiación empleadas.

Se ha registrado un incremento en el ejercicio último, debido a dos consideraciones. Por un lado, la aparición de deuda subordinada, especialmente en las del segmento residencial, que permite unos niveles de apalancamiento más abultados. El otro gran motivo de este incremento viene dado por aquellas sociedades con deuda financiera neta positiva. Sin embargo, el leve incremento de los niveles de apalancamiento, han

llevado a un incremento del coste medio efectivo de la deuda, con un incremento de 10 puntos respecto al último año de referencia, siendo 2018 en este caso, pese al efecto en coste de la deuda subordinada. El apalancamiento total, fijado en 21.000 millones es perfectamente asumible y compatible con la cantidad de repago a largo plazo con la distribución de dividendos, ya que la mayor parte de la deuda es con una fecha de vencimiento de 4 años. (JLL, Octubre 2020)

5.2 Comparativa BOLSA vs BME GROWTH

En este apartado se va a realizar un análisis comparativo de los principales indicadores recogidos por las SOCIMIs según el mercado en el que cotizan.

En la Bolsa, como se puede ver en la tabla 13, cotizan 4 sociedades, mientras que en el BME Growth cotizan un total de 77 sociedades, a fecha de cierre del primer semestre de 2020. Pese a ello, los indicadores no demuestran dicha desventaja, más bien en algunos casos, todo lo contrario.

5.2.1 Análisis principales indicadores.

Como se ha comentado anteriormente, las SOCIMIs están obligadas a cotizar en un mercado financiero regulado. Cuando se crean, tienen obligación de cotizar en el BME Growth ya que tiene menos requisitos para los emisores, pero cuando superan ciertos parámetros tienen obligación de pasar a cotizar en el mercado continuo, cumpliendo con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores (LMV). Particularmente en los artículos 34 o 76 de LMV. A continuación, se resumen algunos de los principales requisitos que debe cumplir una SOCIMI para cotizar en la Bolsa. (Montero, 2020)

- Que sean sociedades anónimas con un capital mínimo de 1.202.025€, a repartir entre 100 accionistas, sin superar el 25% de capital cada uno.
- Que el capital esté totalmente desembolsado y anotado en cuenta.
- Haber repartido dividendos de al menos 6%.
- Las acciones emitidas deberán de tener un valor total mínimo de 6.000.000€.

En la tabla 13 se recoge un análisis comparativo de ambos mercados donde cotizan las sociedades con estas características, en el que se muestran los datos correspondientes a la actividad registrada en 2019.

Tabla 13. Comparativa Bolsa vs BME Growth 2019. (en millones de €)

	Bolsa	BME Growth
	4 SOCIMIs	77 SOCIMIs
Capitalización Bursátil	12.745 €	13.226 €
Valor Bruto de Activos (GAV)	26.720 €	24.342 €
Valor Libros I. Inmobiliarias	25.637 €	18.390 €
Revalorización Activos	1.290 €	322 €
Patrimonio Neto	14.952 €	9.238 €
Deuda Financiera Neta	10.593 €	8.992 €
Ingresos por rentas	956 €	1.104 €
Dividendos pagados	437 €	844 €
Rentabilidad Dividendo	3,4%	6,2%
Cash on Cash Accionista	2,0%	1,5%
Valor Neto de Activos (NAV)	16.128 €	15.349 €
M€ EBITDA	674 €	718 €
Apalancamiento (GAV)	39,6%	36,9%
ROA	2,6%	3,9%
ROE	11,1%	9,6%
Eficiencia	0,27	0,56

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de JLL

A continuación, se ofrece una comparativa individualizada de cada epígrafe e indicador económico, en el que se reflejará los valores registrados en los dos últimos ejercicios, 2018 y 2019, para de ese modo sacar conclusiones claras e interpretar las variaciones resultantes. (Banco de España, 2020)

- Valor de Mercado

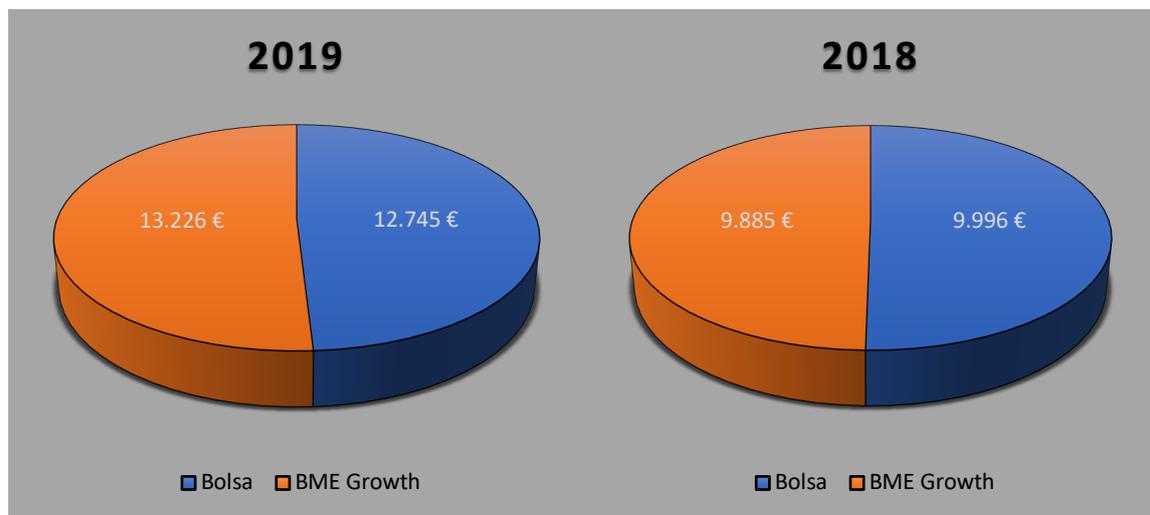
Las SOCIMIs han incrementado su tenencia de activos inmobiliarios durante los últimos ejercicios previos a la crisis. Esta cifra ha aumentado desde los 100 millones registrados en 2013 a los 46 millones a finales de 2019. Por lo tanto, también se ha visto

afectado el valor de capitalización bursátil que ha incrementado significativamente con un aumento de casi 30 millones de euros en el mismo periodo de tiempo.

Con este crecimiento exponencial, la capitalización bursátil total de las SOCIMIs españolas, se situaba en una posición óptima respecto al PIB español del año 2019, sin embargo, aún le queda recorrido para aproximarse a valores de otras REITs con más tradición en distintos países.

En cuanto a este indicador, como muestra el gráfico 7 se encuentran similitudes en ambos mercados relativa a la capitalización bursátil correspondiente al cierre de año, siendo incluso levemente superior el valor de BME Growth con un porcentaje de 51%. (PWC, 2020)

Gráfico 7. Comparativa anual entre mercados del valor de mercado. (M€)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

- Valor Bruto de Activos (GVA) (M€)

Sin embargo, resultados distintos a los anteriores se encuentran en términos de GAV, ya que existe una diferencia de algo más de 2.000 millones de euros.

Con estas dos variaciones sumado a la cantidad de deuda financiera, se puede determinar un descuento en términos de cotización mayor en la Bolsa que en BME Growth, por la mayor liquidez de la Bolsa sobre este último, como indican los datos situando en un 21% y un 15% respectivamente. (Garcia & Roibas, 2020)

- Valor Neto de Activos (NAV) (M€)

El valor correspondiente al Net Asset Value (NAV) viene dado de la diferencia del Gross Asset Value (GAV) menos la deuda financiera neta. En esta comparativa del año 2018 y 2019, se observa una superioridad de la Bolsa, aunque de carácter muy leve.

Como hemos mencionado anteriormente, en el año 2018 se realizaron nuevas inversiones de aproximadamente 8.000 millones de euros y representó en un aumento de un 4,4% en el valor neto de los activos para el conjunto de sociedades de un año a otro.

En la comparativa de mercados, vemos como el mercado primario, pierde terreno en favor del BME Growth debido a la fecundidad de este último mercado en los ejercicios inmediatamente anteriores. Además, gracias a la buena evolución del sector en 2019, se redujeron los descuentos sobre NAV con los que cotizan los vehículos inmobiliarios. Este hecho, se vio diezmado por el efecto de la crisis que produjo una necesidad de cotizar con descuentos importantes sobre el NAV y cotizar en múltiplos muy bajos. (JLL, Octubre 2020)

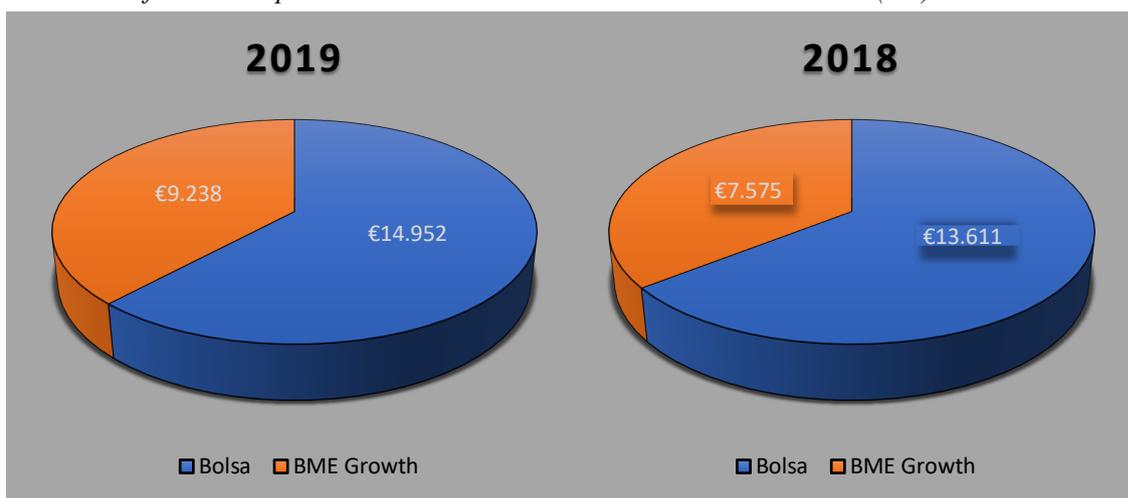
- Patrimonio Neto (M€)

Teniendo en cuenta la estructura de financiación de los vehículos españoles, se demuestra un equilibrio adecuado. Conjuntamente los vehículos cuentan con un valor de Patrimonio Neto de 25.000 millones de euros, lo que supone un aumento de un 15% en relación con lo registrado en el 2018. En el 2019, la deuda financiera neta del total fue de 20.000 millones de euros, provocando una reducción en el apalancamiento del total de REITs españoles.

Además, en la composición del pasivo en la comparación de mercados, en la estructura de financiación, tiene un peso más relevante en las sociedades que cotizan en el BME Growth, que la presencia que tiene el Patrimonio Neto en la estructura de financiación relativa a las del mercado regulado. (JLL, Octubre 2020)

En términos de Patrimonio Neto, prácticamente la totalidad de los vehículos han aumentado el volumen de sus fondos propios y su caja disponible, sin ser relevante el mercado en el que cotizan. Como se muestra en el gráfico 8, en el caso de las SOCIMIs que cotizan en Bolsa, han agrupado en términos de fondos propios el 60% del total y en calidad de caja disponible, han reunido el 54% del total, lo que les ha permitido mejorar su solidez en las estructuras de financiación, minorando la cantidad de deuda. Como resultado, los vehículos de Bolsa ocupan un porcentaje similar en ambos años, que oscila entorno al 63%.

Gráfico 8. Comparativa anual entre mercados del Patrimonio Neto. (M€)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME

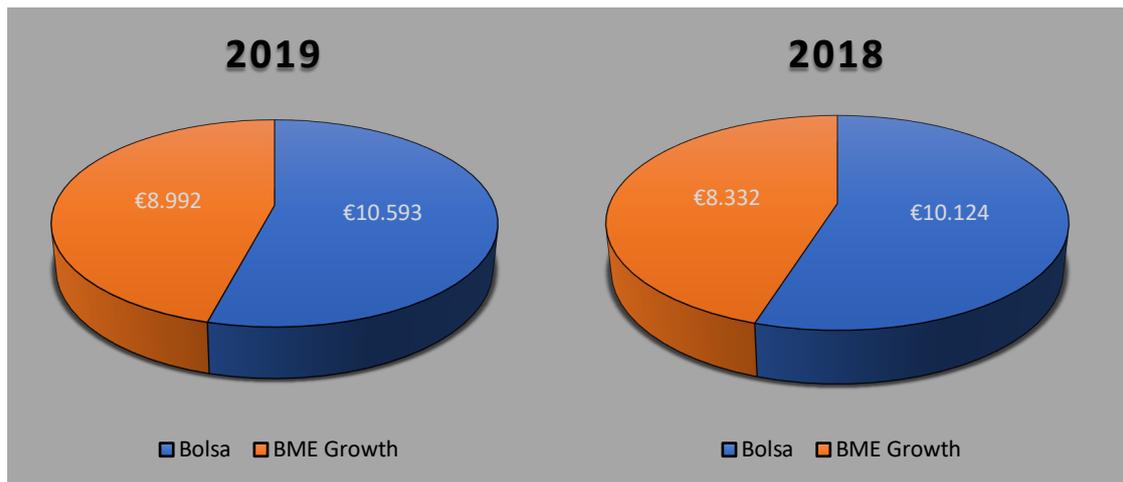
- Deuda Financiera Neta (M€)

La diferencia en la Deuda Financiera Neta, además de las diferencias en el Valor Neto de Activos y en Valor Bruto de Activos, llevan consigo un descuento en la cotización más elevado en el mercado primario, en comparación al del mercado secundario. Esto se debe a la mayor liquidez de los activos pertenecientes a las sociedades de la Bolsa, ya que en el BME Growth, suelen haber problemas de liquidez.

El endeudamiento por lo general se ha visto incrementado en un año a otro en ambos mercados siguiendo lo dispuesto en el gráfico 9. Han experimentado un incremento proporcional que les ha mantenido con porcentajes similares en cuánto a la deuda financiera neta con la que cuentan.

En los próximos años, se espera que la Deuda Financiera Neta aumente debido a la necesidad de prorrogar préstamos o incluso la contratación de nuevos.

Gráfico 9. Comparativa anual entre mercados de Deuda Financiera Neta. (M€)



- Ingresos por Rentas (M€)

En 2019, una de las conclusiones positivas, además del crecimiento del número de vehículos y el menor endeudamiento comparado con el 2018, fue la gran generación de ingresos por rentas que aumentó considerablemente en los vehículos del BME Growth y se redujo ligeramente en las de la Bolsa, con respecto al año anterior.

A nivel conjunto de todos los vehículos, se superaron los 2.000 millones de euros, siendo mayoritario en el BME Growth, a diferencia del año 2018. Este crecimiento total, facilita una estabilidad a niveles de EBITDA.

En este epígrafe se observa una superioridad desde el BME Growth y es esta la estructura de negocio con mayores resultados en este indicador. De 2018 a 2019, se ha observado en lo referido a BME Growth un incremento del 25% en referencia a la cifra del año anterior. Además, se ha superado la barrera de los 1.000 millones de euros, mientras que las cuatro de Bolsa se encuentran a fecha de cierre por debajo de esta barrera, con un descenso del 6% en el mercado continuo. (JLL, Octubre 2020)

- EBITDA (M€)

Este término hace referencia al resultado de explotación sin valorar las amortizaciones de inmovilizado ni tampoco las ventas netas de carteras. En este caso, la mayor eficiencia relativa al gasto junto a una rotación amplia de la cartera de activos, además de computar las plusvalías netas por ventas provoca que haya una gran similitud en ambos mercados.

En el año 2019, el indicador EBITDA, ha permanecido muy estable y sin variaciones de un año a otro, debido a un aumento de casi un 10% en 2019 de los ingresos

por rentas en comparación al año anterior, que ha ido de la mano de una disminución en el concepto de “otros ingresos”. (JLL, Octubre 2020)

- Beneficio Neto (M€)

Se conoce como beneficio neto el beneficio neto minusvalorado debido a la variación en el valor razonable de las inversiones inmobiliarias. Para obtener estas cifras, se han valorado el efecto contable de las revalorizaciones de activos y que provocan un dominio muy alto de la totalidad por parte de las SOCIMIs que cotizan en Bolsa, que incluso doblan al generado por las del BME Growth. Otro detalle relevante es que las más líquidas y las de menor dimensión no han crecido significativamente, sin embargo, son las de BME Growth las que han aumentado en un 43% respecto al 2018.

En caso de considerar el efecto neto de las plusvalías contables por las ventas de activos durante el año 2019, dentro del propio EBITDA, ese alcanzaría los 1.700 millones de euros que, junto a las revalorizaciones de los activos, supondrían un total de récord en el beneficio neto contable, por encima de los 2.500 millones de euros. (JLL, Octubre 2020)

5.2.2 Otros indicadores en 2019

La habilidad en la generación de caja anual cuenta con valores estables ya que el sector genera en su actividad principal más de 1.200 millones de euros, por lo que siguen aumentando año tras año. Este aumento viene acontecido en ambos mercados de manera similar, pese a la dominancia de las que cotizan en Bolsa debido al efecto de las inversiones y flujo de caja a consecuencia de la financiación.

Estas variaciones, vienen como consecuencia de una bajada en el volumen de inversión en ambos mercados y un aumento de las desinversiones, que además de una menor financiación, ha resultado unos saldos de caja positivos.

Es reseñable por parte del BME Growth, el aumento de financiación propia emitiendo instrumentos de patrimonio. Este hecho contrasta con el incremento de la financiación ajena producida en las SOCIMIs de Bolsa.

Como consecuencia de estos movimientos por generar caja, se ha dado lugar al pago de dividendos récord en el sector y proveniente principalmente de los vehículos del BME Growth que han acabado el ejercicio 2019 con una rentabilidad por dividendo superior.

- Negocio – Flujo de Caja

En este epígrafe se muestran cifras de negocio relativas al flujo de caja generado por el conjunto de vehículos en el último ejercicio 2019 y se analiza la tendencia de los resultados recogidos. Siguiendo el análisis previamente descrito, se procede a radiografiar y comparar las cifras de los indicadores en los dos mercados dónde cotizan los vehículos en España; BME Growth y la Bolsa. Los datos vienen recogidos en millones de euros (M€).

En lo relativo a los dividendos, que recordamos que es una característica fundamental en la legislación y naturaleza de las SOCIMIs, se cifró en 2019 un total que superó los 1.200 M€. En este caso, los dividendos pagados por las de BME Growth (816 M€), casi dobló a las de la Bolsa (437 M€).

Por otro lado, los costes fijos, vendrán diferenciados en los que se corresponden a la explotación, a la inversión y los de financiación.

En los costes fijos por explotación, se observa cierta similitud en ambos mercados, siendo ligeramente superior los de la Bolsa que alcanzan los 634 M€, siendo 596 M€ los de BME Growth y que elevan la cifra a un total registrado a fecha de cierre en 2019 de 1.230 M€.

Los costes fijos por inversión vienen subdivididos por los pagos por inversiones (con signo negativo) y los cobros por desinversiones (con signo positivo). El sumatorio de ambas resultó una cifra negativa en ambos mercados. En Bolsa fueron levemente superiores los pagos por inversiones siendo de -512 M€ y en BME Growth de algo menos de -450 M€. Ambas cifran en conjunto un resultado negativo en 2019 de casi 1.000 M€.

Y, por último, en lo referido a los costes fijos, se recogen los relativos a la financiación (E+D) en la tabla 14, que se muestra a continuación. En este caso; vendrá subdivido en cuatro partidas, con signo positivo se contabilizará los costes por Instrumentos de patrimonio y por emisión de deuda financiera; por otro lado, irán con signo negativo los costes por devolución y amortización de deuda y por pago de dividendos. El resultado de estas cuatro partidas vendrá recogido como los costes fijos relativos a la financiación, que en 2019 en la Bolsa fueron de 176 M€ y en el BME Growth tan solo de 58 M€, lo que conforma un total para todos los vehículos de 234 M€ con signo positivo. (JLL, Octubre 2020)

Tabla 14. Comparativa por mercados de Costes Fijos de Financiación en 2019. (M€)

	Bolsa	BME Growth	Total
CF por financiación (E+D)	176	58	234
Por Instrumentos de Patrimonio	139	680	819
Por Emisión de deuda financiera	2.204	1.162	3.366
Por devolución y amortización de deuda	-1.729	-953	-2.682
Por Pago de Dividendos	-437	-844	-1.281

Fuente: Tabla a partir de datos de JLL.

- Rentabilidades

En este apartado, se muestran datos recogidos en porcentajes (%). Son indicadores que hacen referencia a las rentabilidades que proporcionan los activos de estos vehículos, analizando las yields, las rentabilidades financieras y sobre activos, además de las correspondientes a los dividendos y por último el conocido como cash on cash, posteriormente desarrollado.

En las rentabilidades principales, sobre Activos Inmobiliarios (ROA) y sobre Fondos Propios o Financiera (ROE) se recogen durante el ejercicio correspondiente al año 2019, unos valores en el mercado bursátil de 2,6% relativo al ROA y de 11,1% al ROE. Por otro lado, en el mercado BME Growth 3,9% en el indicador ROA y 9,6% en el ROE, lo cuál nos muestra un valor superior en ROA e inferior al bursátil en términos de la Rentabilidad Financiera. Por lo que concluimos, que, según los valores recogidos, en el indicador ROA se impone el BME Growth con una cifra superior a la Bolsa. En lo relativo al ROE, sin embargo, es la Bolsa la que es superior al BME Growth.

Por otro lado, se analizan las yields tanto la bruta como la neta. En este caso, ambas tuvieron resultados paralelos en el ejercicio 2019. En la yield bruta, se recogió un porcentaje de 3,6% para los activos de la Bolsa y un 4,5% para los relacionados con el BME Growth. En lo relativo a la yield neta, los resultados son proporcionalmente superiores con una rentabilidad en Bolsa de 5,9% y una de 7,2% en BME Growth. Por lo que podemos concluir que, según los resultados, han sido durante este año más rentables los vehículos del mercado BME Growth.

La rentabilidad establecida para los dividendos se posicionó entorno al 6,2% en el BME Growth y al 3,4% en la Bolsa. Esto es, se ha obtenido una rentabilidad por dividendo para los accionistas superior de nuevo en los vehículos del mercado secundario.

El indicador *cash on cash* (CoC) mide el total de distribuciones de una empresa entre el total invertido. En el cálculo de este no entra el valor del dinero en el tiempo, a diferencia de la tasa interna de retorno. (Capital Privado, 2014)

- Ratios

El buen hacer de las SOCIMIs en la generación de caja además de permitir retribuir exitosamente a los socios y accionistas, el saldo neto relativo a la captación de recursos ajenos sobre la variación positiva del valor de los activos ha permitido minorar los indicadores de apalancamiento lo cuál es fundamental para dichos vehículos, situándolo en un nivel medio para el conjunto de 38%.

En el ratio relativo al apalancamiento fruto del cociente entre el total de la deuda y la suma del Equity + Deuda, se recogió un 49,3% en el mercado secundario y un 41,5% en el primario.

Por último, en el ratio según el coste medio de deuda que es valorado en unidades de puntos básicos (pb) se impone con un 338,0 pb el BME Growth frente a una cifra de 211,4 pb de los vehículos de la Bolsa. (JLL, Octubre 2020)

- Márgenes

En la eficiencia es dónde se puede destacar el punto débil principal de las SOCIMIs, ya que es complicado que se mantengan en valores óptimos. Sin embargo, en 2019 los vehículos de la Bolsa sí se pudieron seguir la línea continuista de 2018 en este margen, el cuál fue de 0,27. No obstante, el BME Growth vio como su indicador minoraba en 10 puntos quedando en un 0,56 debido al incremento directo relacionado con su estructura de costes.

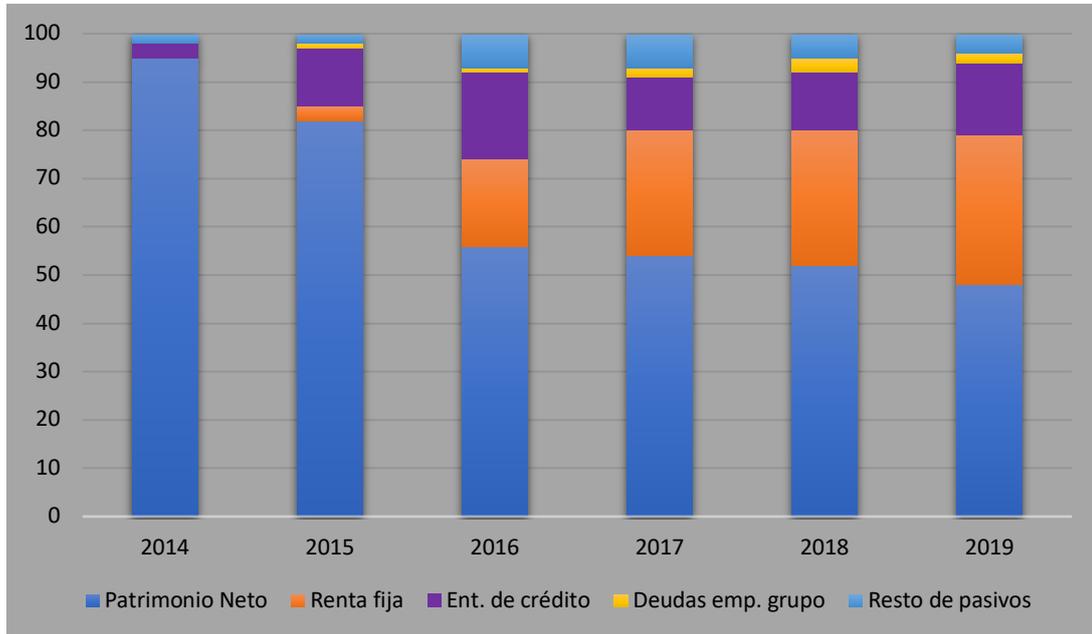
En el múltiplo EBITDA, se recogen resultados muy similares, siendo 18,9 el multiplicador de los vehículo de la Bolsa y de 18,4 el de las del mercado BME Growth. Es un buen síntoma que este multiplicador crezca en comparación a lo recogido en 2018 que se fijó en un 14,3 de media para el conjunto de los vehículos.

Por último, en el múltiplo de Ingresos, el multiplicador de los vehículo de la Bolsa es casi 2 puntos superior a los del BME Growth siendo este de 11,5 y el de la Bolsa de 13,1. De igual modo que en el múltiplo EBITDA, se observa un incremento positivo en el valor del multiplicador medio del total de los vehículos en 2018 con el total medio de 2019, pasando de un 9,3 a un 12,2, casi 2 puntos de incremento. (JLL, Octubre 2020)

- Estructura de financiación

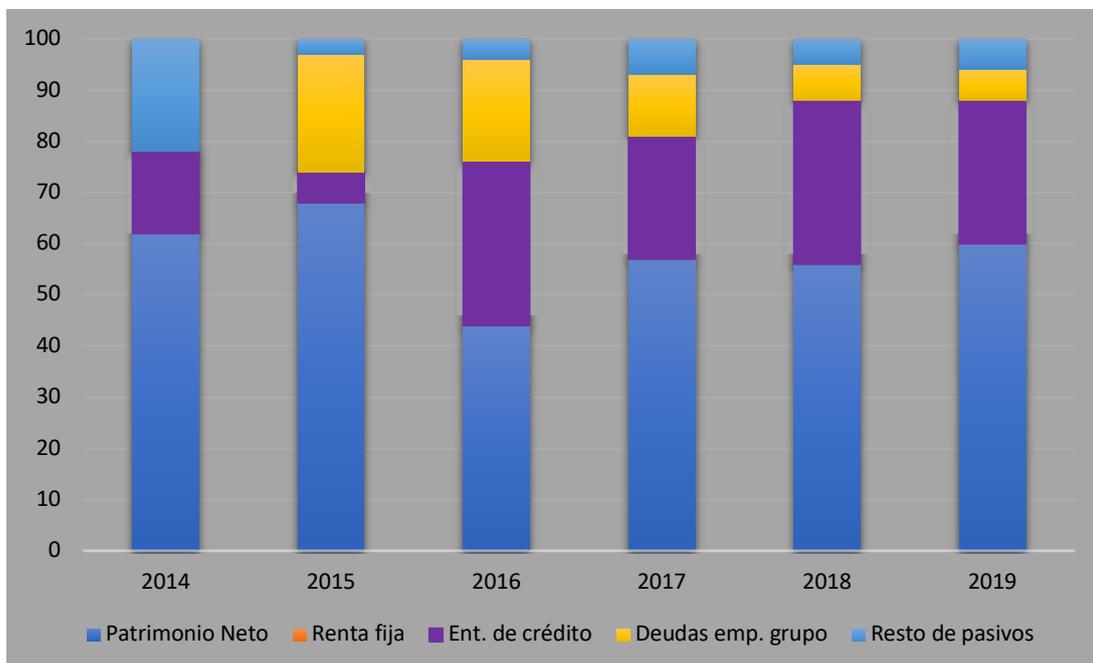
En el gráfico 10 relativo a la estructura de la financiación de las SOCIMIs cotizadas en la Bolsa, se muestra el porcentaje de peso que tiene cada tipología de financiación en dichos vehículos en el periodo 2014-2019. Además, en el gráfico 11, se muestra la estructura de financiación de las SOCIMIs que cotizan en mercados BME Growth

Gráfico 10. SOCIMIs cotizadas en mercados regulados. (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos BME.

Gráfico 11. SOCIMIs cotizadas en mercados alternativos. (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos BME.

5.2.3 SOCIMIs en BOLSA.

Las 4 SOCIMIs que cotizan en Bolsa en el 2020, son Inmobiliaria Colonial, MERLIN Properties, LAR España Real Estate y Árima Real Estate.

Las SOCIMIs continúan cotizando a niveles bajos con descuentos muy importantes frente al valor neto de sus activos, por lo que es una buena oportunidad de inversión. Se contempla una necesidad muy importante por parte del vendedor, de obtener una liquidez, por ello se pueden contemplar esos grandes descuentos que generan un atractivo de inversión especial.

Otro motivo fundamental para comprender la posibilidad de inversión en estas sociedades son las políticas de represión financiera llevadas a cabo por los bancos centrales, que han decidido mantener los tipos en niveles bajos, provocando una atracción hacia las cartera con yields seguras. Las zonas prime destacan en este caso, como las más estables a largo plazo.

Se espera que el impacto de la crisis derivada del Covid-19 no suponga un fuerte revés para estas 4 sociedades que cotizan en la Bolsa de Madrid, debido al impacto limitado de bonificaciones, a la estabilidad en los inmuebles prime en la mayoría de los segmentos, excepto retail que sí puede sufrir un impacto superior, sin embargo, el sector logístico experimentará una tendencia positiva, con su efecto en la compresión de yields. Además, los esfuerzos y las medidas puestas en marcha por el Gobierno, ha permitido mantener en la medida de lo posible, los niveles de ocupación. Por otro lado, serán los dividendos los que se verán afectados indirectamente, debido al impacto sobre la generación de caja de las bonificaciones.

- Inmobiliaria Colonial

El grupo Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A. es una de las dos sociedades inmobiliarias que conforman el IBEX 35, ocupando actualmente el puesto 24. Fue fundada en 1946 y constituida bajo el régimen de SOCIMI en el año 2017.

Es la principal líder del sector y una de las referentes en España, con una capitalización bursátil actual de 4.227,19 miles de euros. Forma parte del segmento relacionado con el arrendamiento de oficinas. Su cotización actual es de 8,30 euros por acción, mientras que hace 5 años era de 6,25, por lo que su tendencia es positiva, alcanzando picos históricos previos a la crisis del Covid-19, situándose en los 13,17.

Comenzó su participación en el IBEX-35 a partir del 19 de junio de 2017. (EUROPA PRESS, 2017)

Los ratios fundamentales de esta sociedad en los años 2017-2020e, vienen dados a continuación en la tabla 15.

Tabla 15. Comparativa anual principales ratios Colonial

Ratio	2017	2018	2019	2020e
PER	39,94	35,91	28,83	29,26
PRECIO / CASH FLOW	21,35	24,34	24,30	24,22
PRECIO / VALOR CONTABLE	1,00	0,83	0,72	0,78
ROE	2,51	2,32	2,50	2,66
DIVIDENDO NETO POR ACCIÓN	0,18	0,20	0,22	0,20
RENTABILIDAD POR DIVIDENDO	2,07	2,29	1,76	p.d.
BENEFICIO NETO (M€)	83,00	101,00	139,00	132,05
EBITDA (M€)	228,50	280,00	282,50	275,69
BPA	0,20	0,22	0,27	0,27

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del diario Expansión.

Por parte de Colonial, se han registrado nuevas operaciones en activos con ubicaciones prime, tanto en París como en Madrid o incluso en Zúrich.

Actualmente, en el año 2021 está cotizando con descuentos jamás vistos frente al valor neto de sus activos, con un -30% de descuento frente al -1% que registra dicha sociedad de media.

Las buenas ubicaciones y calidad de sus inmuebles de oficinas permiten esperar una tasa de cobro elevada y cercana al 100% con niveles de ocupación uniformes a los años anteriores. No. Obstante, en París y Barcelona sí se espera una ligera caída.

Es importante destacar las operaciones de desinversión que realizó en activos no estratégicos durante el 2020, con unos ingresos de 240 millones de euros. Por lo tanto, debido a las ventas, cabe esperar una reducción en los ingresos de finales de año 2020.

En lo relativo al precio por acción, se espera que, pese al incremento en los costes financieros por la refinanciación con un crédito de 1.000 millones, pueda cumplir con su guía de BPA de 0,26 euros/acción.

En cuanto a la valoración de activos, podría tener un impacto incluso positivo, ya que las yields se muestran estables en oficinas prime en Madrid y Barcelona, con alta ocupación de estos y rentas constantes.

Se deberá prestar especial atención en la publicación de resultados correspondientes al 4T de 2020 a finales de febrero, a los niveles finales de ocupación, el devenir sobre el dividendo y el aumento de rentas “like for like”. (Díaz & Fernández, 2021)

A continuación, se muestra en la tabla 16 una comparativa de indicadores de lo recogido en 2019 y lo que se estima para el 2020 para Colonial.

Tabla 16. Estimación y comparación de valores de indicadores Colonial. (M€)

	2019	2020e	Var %e
Ingresos totales	355	342	-3,6%
EBITDA recurrente	283	274	-3,3%
Margen EBITDA	79,8%	80,1%	0,2pp
Beneficio neto	827	131	-84,1%
Margen neto	233,2%	38,4%	-194,8pp
Beneficio neto recurrente	139	131	-5,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Renta 4 Banco S.A.

Se recomienda sobreponderar en este activo en relación con la cartera. Se estima que próximamente pueda subir el precio de su acción y recupere un porcentaje importante en 2021, en comparación a lo perdido en 2020 que cotizaba en marzo antes de la crisis a 12,31€ por los 8,04€ con los que cerró el ejercicio 2020. Se considera un precio objetivo a largo plazo de 10,20€/acción. (Fernández & Romero, 2016)

- MERLIN Properties

Por su parte, el grupo MERLIN PROPERTIES es también una de las dos SOCIMIs que forman parte del IBEX 35 en España, ocupando actualmente el puesto 27, por lo que se pone de manifiesto su peso en el sector y en la economía global española. El grupo Inmobiliaria Colonial SOCIMI S.A. es una de las dos sociedades inmobiliarias que conforman el IBEX 35, ocupando actualmente el puesto 24. Fue fundada en 2014 y constituida bajo el régimen de SOCIMI en ese mismo año.

Es una de las referentes en España, con una capitalización bursátil actual de 4.227,19 miles de euros. Forma parte del segmento mixto teniendo activos en 6 segmentos: Logístico, High Street, Retail, oficinas, hotelero y residencial. Su cotización actual es de 8,72 euros por acción, mientras que hace 5 años era de 10,34, suponiendo una gran bajada en su cotización a partir de la crisis del Covid-19, ya que su cotización previa era de 13,30, alcanzando picos históricos previos a la crisis del Covid-19. Fue la primera SOCIMI en dar el salto al IBEX 35 y Comenzó su participación a partir del 21 de diciembre de 2015. (Cadena de suministro, 2015)

Los ratios fundamentales de esta sociedad en los años objeto de estudio del presente TFM, vienen dados a continuación en la tabla 17.

Tabla 17. Comparativa anual principales ratios Merlin

Ratio	2017	2018	2019	2020e
PER	12,05	12,25	11,49	14,38
PRECIO / CASH FLOW	14,15	14,42	13,48	17,13
PRECIO / VALOR CONTABLE	0,61	0,55	0,52	0,57
ROE	5,08	4,48	4,55	3,99
DIVIDENDO NETO POR ACCIÓN	0,46	0,50	0,52	0,40
RENTABILIDAD POR DIVIDENDO	1,91	2,16	3,91	2,65
BENEFICIO NETO (M€)	278,87	278,83	305,00	234,69
EBITDA (M€)	348,78	361,30	385,60	367,28
BPA	0,62	0,61	0,65	0,52

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del diario Expansión.

Actualmente está cotizando con descuentos jamás vistos frente al valor neto de sus activos, con un -50% de descuento frente al -15% que registra dicha sociedad de media.

Se debe esperar a los resultados publicados por la sociedad a finales de febrero de 2021 para conocer cómo ha finalizado el año y la dimensión del impacto del COVID-19. Se prevé que se registren caídas en rentas, sin embargo, serán los incentivos los que más minorados de vean, y la causa de ello serán las conocidas como bonificaciones acordadas con sus inquilinos que tendrán también una relevancia especial en las demás sociedades

cotizadas en la Bolsa de Madrid. Debido a dichas bonificaciones, se pretende cerrar el año 2020 con altas tasa de cobro y de ocupación.

Especial atención merece la publicación de la valoración de los activos de manera independiente, para así poder ver el atractivo de los descuentos con los que cotiza la sociedad. Se estima que la estabilidad de rentas y yields sirva de soporte para amortiguar el impacto de la crisis en las valoraciones, cayendo un máximo de 2%.

En lo relativo a la caída de rentas, se pronostica en un 5% para todo el año debido a las desinversiones de en centros comerciales y sucursales del BBVA. Los incentivos y bonificaciones derivados de las concesiones a los clientes, se estima en algo más de 50 millones de euros. Con estas medidas y ventajas ofrecidas a los inquilinos, se espera que la tasa de ocupación y de cobro de rentas se mantengan altas, y así intentar reducir las tasas de impago que pueden mantenerse en los activos retail.

Se prevé un aumento considerable en lo relativo a los gastos financieros, debido a la amortización de préstamos, recompra de bonos y emisión de un bono durante el año 2020, esperando mantener estables los niveles de deuda.

El precio por acción puede mantenerse en 0,53 euros, pese al impacto en EBITDA y los márgenes que se estiman y que serán más reducidos.

Se deberá prestar especial atención en la publicación de resultados correspondientes al 4T de 2020 a finales de febrero, en relación con la valoración de los activos del experto independiente, debido al descuento tan importante con el que cotiza actualmente la sociedad. En sus activos se esperan cifras resilientes en oficinas y activos logísticos, no obstante, los centros comerciales sí sufrirán consecuencias más agudas. (Díaz & Fernández, 2021)

A continuación, se muestra en la tabla 18 una comparativa de indicadores de lo recogido en 2019 y lo que se estima para el 2020 para Merlin Properties.

Tabla 18. Estimación y comparación de valores de indicadores Merlin. (M€)

	2019	2020e	Var %e
Rentas Brutas	525,9	507,0	-4%
EBITDA	376,3	345,6	-8%
Margen EBITDA	72%	68%	-3,4pp
Beneficio neto	563,6	182,5	-68%
Margen neto	107%	36%	-71,2%

Deuda Neta	5.182,0	5.510,0	6%
------------	---------	---------	----

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Renta 4 Banco S.A.

Se recomienda sobreponderar en este activo en relación con la cartera. Se estima que próximamente pueda subir el precio de su acción y recupere un porcentaje importante en 2021, en comparación a lo perdido en 2020 que cotizaba en marzo antes de la crisis a 8,60€ por los 7,75€ con los que cerró el ejercicio 2020, lo que demuestra haber sido resiliente. Se considera un precio objetivo a largo plazo de 9,90€/acción. (Díaz & Fernández, 2021)

- LAR España Real Estate

La sociedad LAR España Real Estate no es una de las dos SOCIMIs que forman parte del IBEX 35 en España, pero sí es una SOCIMI de reconocido peso en el sector inmobiliario español. Fue fundada en 2014 y constituida bajo el régimen de SOCIMI en ese mismo año.

Es una de las referentes en España, con una capitalización bursátil actual de 444,30 miles de euros. Forma parte del segmento relacionado con el arrendamiento de inmuebles de categoría Retail. Su cotización actual es de 5,00 euros por acción, mientras que hace 5 años era de 8,45, por lo que su tendencia está siendo negativa, debido al fuerte impacto que la crisis del Covid-19 ha tenido sobre los locales comerciales, con medidas de confinamiento y cierres perimetrales u otras restricciones. (BME, 2020)

Los ratios fundamentales de esta sociedad en los años objeto de estudio del presente TFM, vienen dados a continuación en la tabla 19.

Tabla 19. Comparativa anual principales ratios LAR

Ratio	2017	2018	2019	2020e
PER	11,50	14,05	10,43	12,55
PRECIO / CASH FLOW	12,31	4,00	10,41	8,04
PRECIO / VALOR CONTABLE	0,46	0,42	0,42	0,42
ROE	4,02	3,01	3,01	3,01
DIVIDENDO NETO POR ACCIÓN	0,49	0,80	0,63	0,39
RENTABILIDAD POR DIVIDENDO	0,43	2,55	p.d.	p.d.
BENEFICIO NETO (M€)	135,61	129,31	80,86	34,00

EBITDA (M€)	46,90	25,77	58,13	61,65
BPA	0,40	0,33	0,44	0,36

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del diario Expansión.

Desde LAR España, se pronostica una operación importante relacionada con carteras de supermercados ya que es uno de los sectores más atractivos en la actualidad.

Actualmente está cotizando con descuentos jamás vistos frente al valor neto de sus activos, con un -57% de descuento frente al -26% que registra dicha sociedad de media.

A niveles generales, se cerrará un año negativo para la sociedad, debido a los efectos de las restricciones impuestas, tales como el confinamiento o posteriormente las restricciones horarias y cierres perimetrales. Este hecho sumado al efecto de las bonificaciones, minorarán los ingresos y los principales indicadores, por lo que habrá que comprender y determinar el impacto de dichas bonificaciones y cómo se reflejará en el año 2021. Además, será interesante los resultados de la revisión de valor de los activos y cuál será finalmente el dividendo del año 2020 que se espera en un 0,31 euros/acción.

Las comparaciones con lo recogido en el año 2019 son algo confusas y no determinan la realidad exacta de lo acontecido, puesto que, en 2019, se produjo la gran operación de Lagoh, que dejó un impacto muy positivo y en el 2020, todo ha ido del otro lado con las restricciones constantes. Para determinar que se registrarán menores ingresos trimestrales, también son tenidas en cuenta las bonificaciones puestas en marcha para facilitar las condiciones a los ocupantes de los inmuebles.

En lo relativo al precio por acción, sí se espera que se note el impacto del COVID-19, dejando un valor por acción de 0,31 euros, valor muy inferior al 0,39 del año anterior. Esto se deberá a la reducción en la generación de caja por las ya comentadas bonificaciones concedidas.

Se deberá prestar especial atención en la publicación de resultados correspondientes al 4T de 2020 a finales de febrero al valor de los indicadores que se esperan negativos. Bien es cierto, que lo serán menos que otras compañías del sector, debido al buen hacer y la constancia en la gestión llevada a cabo por la compañía. Además, será importante conocer el impacto de dichas bonificaciones y los resultados de la revisión en el Valor Neto de Activos, que también se espera que obtenga un resultado superior al de las compañías de su mismo mercado, ya que se espera que los niveles altos

de ocupación y el buen comportamiento de los activos limiten la caída en la valoración de activos en la cartera de la compañía. (Díaz & Fernández, 2021)

A continuación, se muestra en la tabla 20 una comparativa de indicadores de lo recogido en 2019 y lo que se estima para el 2020 para LAR.

Tabla 20. Estimación y comparación de valores de indicadores LAR. (M€)

	2019	2020e	Var %e
Ingresos totales	81	92	13,2%
EBITDA recurrente	59	72	20,7%
Margen EBITDA	73%	77,9%	4,8pp
Beneficio neto recurrente	41	n.a.	n.a.
Margen neto	50,2%	n.a.	n.a.
DPA	0,63	0,44	-30,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Renta 4 Banco S.A

Se recomienda sobreponderar en este activo en relación con la cartera. Se estima que próximamente pueda subir el precio de su acción y recupere un porcentaje importante en 2021, en comparación a lo perdido en 2020 que cotizaba en marzo antes de la crisis a 6,87€ por los 4,70€ con los que cerró el ejercicio 2020. Se considera un precio objetivo a largo plazo de 7,30€/acción. (Díaz & Fernández, 2021)

- **Árma Real Estate**

Árma Real Estate es una de las que cuatro cotizan en el mercado. Fue fundada en 2018 y constituida bajo el régimen de SOCIMI ese mismo año. Cuenta con una capitalización bursátil actual de 267.236 miles de euros.

Forma parte del segmento relacionado con el arrendamiento de inmuebles dedicados a oficinas. Su cotización actual es de 9,40 euros por acción, mientras que salió a Bolsa con un valor por acción de 9, euros por acción. Debido al fuerte impacto que la crisis del Covid-19 ha tenido, ha podido comprobar como la tendencia alcista con la que acabó 2019, se ha paralizado y se ha producido una recesión que le ha llevado a precios registrados en sus inicios e incluso inferiores.

Árma tiene actualmente 4 de sus 8 activos en fase de reconstrucción, y todos ellos ubicados en Madrid. Los demás activos cuentan con una tasa de ocupación del 100% y

son grandes clientes, por lo que sin grandes restricciones a finales de año 2020, se espera que la tasa de cobro sea del 100%.

De Árima cabe destacar la cantidad de liquidez de la que dispone, unos 50 millones de euros a término de 2020 en caja neta, por lo que se puede esperar alguna nueva adquisición. (Díaz & Fernández, 2021)

A continuación, se muestra en la tabla 21 una comparativa de indicadores de lo recogido en 2019 y lo que se estima para el 2020 para Árima.

Tabla 21. Estimación y comparación de valores de indicadores Árima. (M€)

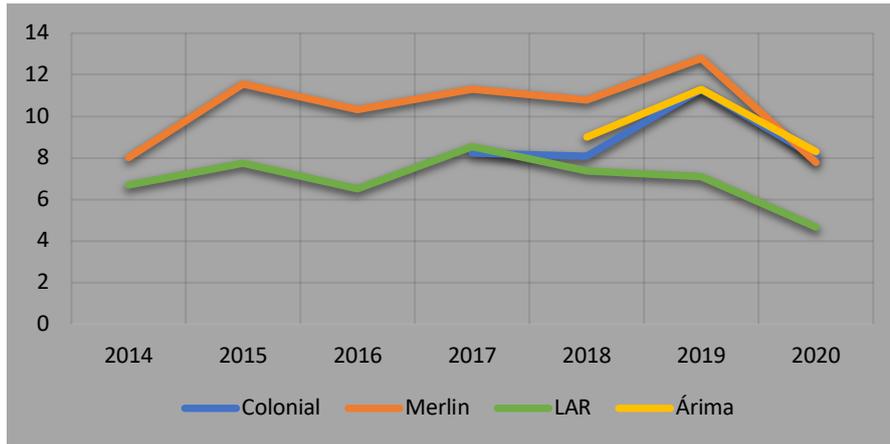
	2019	2020e	Var %e
Ingresos brutos totales (GRI)	4,7	5,1	8,0%
EBITDA ajustado	0,2	-1,3	n.a.
Margen EBITDA	4,2%	-26,1%	-30,3%
EBIT	0,2	-1,4	n.a.
Margen EBIT	4%	-26,5%	-30,5%
Beneficio neto recurrente	-0,6	-2,4	338,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Renta 4 Banco S.A.

Se recomienda sobreponderar en este activo en relación con la cartera. Se estima que próximamente pueda subir el precio de su acción y recupere un porcentaje importante en 2021, en comparación a lo perdido en 2020 que cotizaba en marzo antes de la crisis a 13€ por los 8,30€ con los que cerró el ejercicio 2020. Se considera un precio objetivo a largo plazo de 11,10 €/acción. (Díaz & Fernández, 2021)

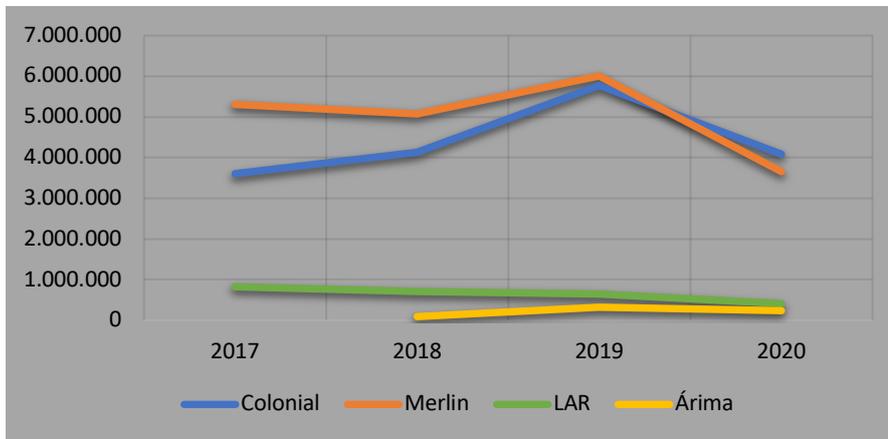
A continuación, como resumen y comparativa de las 4 sociedades que cotizan en la Bolsa, se muestran los gráficos 11, 12 y 13 relativos a: la cotización por acción desde su constitución como SOCIMI de cada una de las sociedades, la capitalización bursátil del año 2017 al 2020 y al número de acciones total que hay en el mercado de cada una de las sociedades también desde el 2017 al 2020, respectivamente.

Gráfico 12. Comparativa del precio de la acción de las SOCIMIs de la Bolsa desde creación



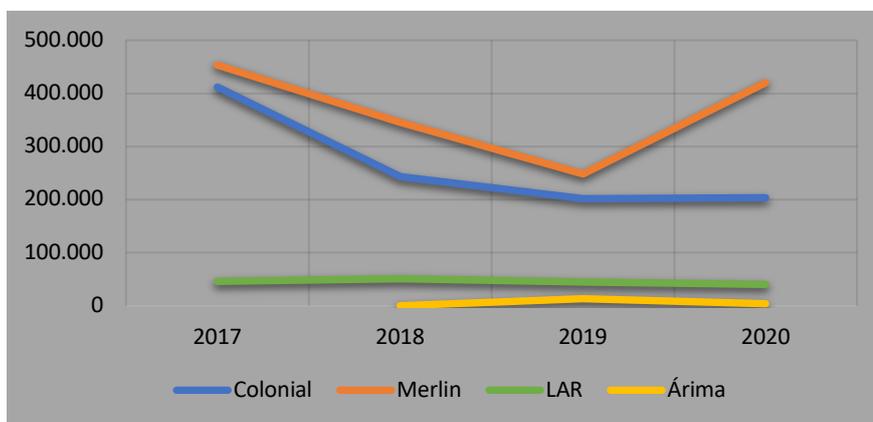
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Investing.com

Gráfico 13. Comparativa de la capitalización bursátil de las SOCIMIs de la Bolsa (2017-2020)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Gráfico 14. Comparativa del número de acciones de las SOCIMIs de la Bolsa (2017-2020)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

5.3 Comparativa por segmentos

Debido a la creciente tendencia del sector durante los últimos años según lo visto previamente, es cada vez mayor el grado de especialización de cada vehículo, lo cual dota una importante heterogeneidad al sector. Este hecho es positivo, ya que ofrece más variantes a los clientes y a posibles accionistas entre otros.

De este modo, no todos los segmentos reaccionan igual a los cambios económicos, sociales o políticos que se dan durante los últimos ejercicios. Para analizar este factor de la mejor manera posible, se procede a un análisis comparativo por segmentos, teniendo presente las características de la cartera de activos dentro de estos.

Para introducir este punto, conviene conocer los distintos segmentos que tenemos en la actualidad y cómo se conforman sus activos.

En España, actualmente hay 7 grandes segmentos en el que hay presencia de los vehículos conocidos como SOCIMIs y objeto de estudio.

En la tabla 22 se recoge un listado de las SOCIMIs agrupadas por segmentos:

Tabla 22. Listado de las principales SOCIMIs por segmentos en 2020

Segmento Mixto	Merlín Properties
	St Croix Holding Inmobiler
	Trajano Iberia
	Grupo Ortiz Properties
	Vitruvio Real Estate
Segmento Oficinas	Colonial
	Gmp Property
	Zambal Spain
	Inversiones Doalca
	Meridia Real Estate III
	Testa Residencial SOCIMI SA
	Vivenio Residencial SOCIMI SA
	Albirana Properties
	Fidere Patrimonio
	Torbel Investment SOCIMI
Segmento High Street	URO SOCIMI Property Holdings SA
	ISC Fresh Water Investment SA
	AM Locales Property
	Tander Inversiones
	Inmofam 99 SOCIMI SA
Segmento Retail	General de Galerías Comerciales

	Lar España Real Estate
	Castellana Properties SOCIMI SA
	Olimpo Real Estate
	Serrano 61 Desarrollo SOCIMI SA
Segmento Hotelero	ATOM Hoteles SA
	Elaia Investment Spain
	HISPANOTELS Inversiones SOCIMI SA
	Student Properties Spain SOCIMI SA
	Millenium Hotels Real Estate SL
Segmento Logístico	P3 Spain Logistic Park SOCIMI SA
	Tarjar Xairo SOCIMI SA

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Una descripción breve de cada segmento es la siguiente:

Segmento Mixto: Se conocen así a las que su cartera de activos corresponde a tres o más segmentos inmobiliarios.

Segmento Oficinas: Para inversiones mayoritarias en el alquiler de edificios de oficinas.

Segmento Residencial: Portfolio de activos en los que predomina las viviendas en alquiler o incluso edificios completos.

Segmento High Street: Activos relacionados con locales de calle comerciales o sucursales, en su defecto.

Segmento Retail: Cartera de activos destinado a los centros comerciales y parques en medianas.

Segmento Hotelero: Recogen activos de establecimientos hoteleros o similares, incluyendo residenciales para estudiantes.

Segmento Logístico: Incluye activos de naves y activos propiamente industriales.

5.3.1 Descripción de los segmentos en que operan las SOCIMIs

Cabe recordar que los efectos a corto plazo están siendo constantes y devastadores para las actividades empresariales que van viendo los impactos diarios provenientes de los cambios repentinos que se van sucediendo en la actualidad, debido al avance del brote y la recuperación de la economía, paralela a la situación sanitaria que prevalece en esta situación tan extrema jamás vivida previamente en el último siglo.

Actualmente, se presupone que la crisis sanitaria ha tocado fondo, debido a la aparición de las prometedoras vacunas y por ello, se requiere dar respuesta a los efectos devastadores que han lastrado las economías.

En estos escenarios, la resiliencia operativa deberá ser fundamental para alcanzar una rápida y estable nueva normalidad. Las sociedades inmobiliarias conocedoras y sabedoras de este hecho, están poniendo el máximo énfasis en readaptar sus estructuras, sus carteras y sus modelos de negocio para llegar lo mejor preparados a los nuevos estándares, que aún se observan con incertidumbre. Siendo esto de esa manera, la capacidad de adaptación de los distintos vehículos será crucial para afrontar lo que se presenta en los años venideros.

Debido a ello, a continuación, se presenta brevemente cómo era la salud financiera de los distintos segmentos previa a la crisis desarrollada en 2020. (Armanext, 2019)

- Oficinas

El segmento oficinas, venía con cifras de absoluto récord durante el 2019. Se habían experimentado crecimientos de casi un 15% las principales urbes nacionales, Madrid y Barcelona en el último año. Además, se había producido una ampliación de la Superficie Bruta Alquilable (SBA) alrededor del millón de metros para estas dos ciudades.

En la capital, el take up resultó un incremento del 20% en el año 2019 con la creación de más de medio millón de SBA. Por lo que resultó en Barcelona, registró un crecimiento del 8% también en lo respectivo a lo recogido en 2018, con ello aumentó su oferta en una cifra cercana a los 400.000 metros cuadrados.

Objeto en Madrid de esta nueva oferta y de la habitual por los vehículos inmobiliarios orientados al alquiler de oficinas, fueron las sociedades financieras que coparon la mayoría de las operaciones durante el ejercicio 2019. Sin embargo, en la ciudad condal, se registraron como los máximos interesados en el existente y nuevo suelo destinado a oficinas al propio sector inmobiliario, ya que resultó especialmente atractivo los habitáculos versátiles y con capacidad de adaptación.

Ambas ciudades, no obstante, sí compartieron segundo puesto, teniendo al sector tecnológico como principal interesado en los últimos años.

En términos de inversión, este segmentos, de igual manera que en las contrataciones, dejó cifras de récord como es de esperar debido al incremento en nueva Superficie Bruta Alquilable. En ambas ciudades en su conjunto, se recogió una inversión

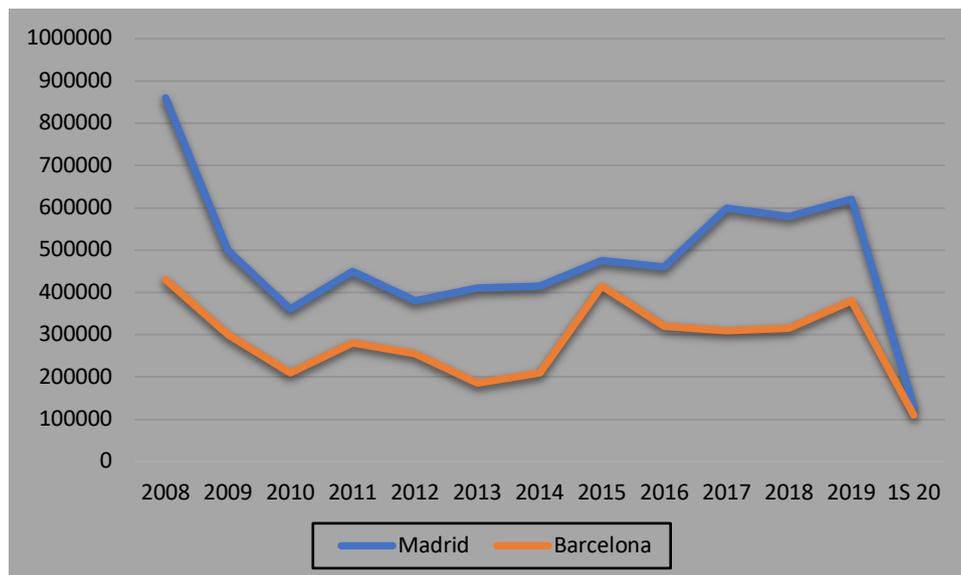
por valor de 8.000 millones de euros, de la cuál gran parte corresponde a los cerca de 3.000 millones de euros que se destinaron a la Ciudad Financiera del Santander en Boadilla del Monte.

Para comprender la dimensión del incremento en términos de inversión, conviene subrayar que, sin la gran operación acontecida, se doblaba el nivel de inversión con el año inmediatamente anterior correspondiente al 2018. De esos casi 8 millones de inversión anteriormente expuestos, 6 millones correspondieron solo a la capital, siendo la cantidad restante procedente de Barcelona.

Para finalizar y comprender el contexto del sector en 2019, hay que apuntar que la inversión hasta el momento que marcaba máximos en 2006 había sido superada con un 123%.

A continuación, se muestra en el gráfico 15 una comparativa sobre la evolución de contratación de oficinas, desde la creación de las SOCIMIs, registrando bajadas fuertes en el primer semestre de 2020.

Gráfico 15. Comparativa de evolución en contratación de oficinas. (m2)



Fuente: Elaboración Propia a partir de JLL Research

- Logística

En el sector de la logística, no se registraron crecimientos tan destacados en los años recientes como en el anterior. Se mantuvo la tendencia que venía dándose durante los últimos años y que superaba a los años directamente posteriores a la crisis inmobiliaria previa. En las dos grandes ciudades españolas, dónde se llevan a cabo la mayoría de las

operaciones relacionadas con este sector, se ha registrado una contratación superior al millón de metros cuadrados, lo que deja una cifra de 30% menos que el año anterior 2018.

De todos modos, no se considera un ejercicio anómalo, ya que este descenso se debe al buen hacer del 2018 dónde se alcanzaron picos excepcionalmente positivos y dónde se produjeron un conjunto de grandes operaciones. Es por ello, que en 2019 fuera difícil mantener esta tendencia tan alcista.

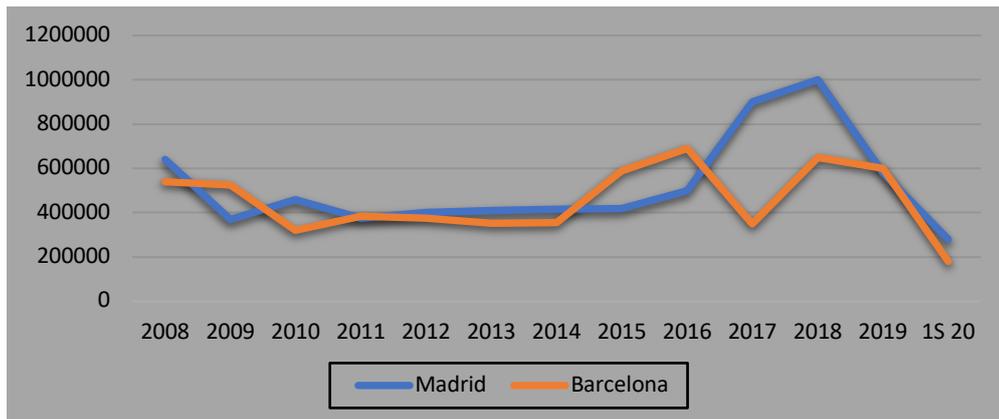
En Madrid se cifró la contratación de espacios logísticos en 2019 en algo más de medio millón de metros. En Barcelona se registraron cifras levemente superiores ya que gozó de una uniformidad durante todo el año y de un estable y robusto volumen de transacciones muy similar en todo el ejercicio.

En este sector, a diferencia de otros, está experimentando un crecimiento en ciudades grandes a lo largo de todo el territorio nacional y no se concentra todo a las dos grandes urbes. Esto se debe al interés inversor que comenzaba a nacer ya durante el año 2019 y que posteriormente se incrementó, como se expone debido a los efectos causados por el brote vírico.

Por último, hay que destacar que en términos de inversión el sector logístico está viendo incrementado su porcentaje en el sector inmobiliario, alcanzando actualmente un 23% relativo a la inversión anual del total de los vehículos. Esto es debido a los pronósticos tan favorables con los que cuenta dicho sector en los últimos años con la tendencia de ventas online y el espacio de almacenaje. A nivel general, el volumen de inversión alcanzó un pico en 2019 debido a un incremento anual del 31% en relación con el año anterior.

A continuación, se muestra en el gráfico 16 una comparativa sobre la evolución de contratación logística, desde la creación de las SOCIMIs, registrando bajadas en el sector desde 2019. Se estima que repunte con los nuevos modelos de negocio derivados de la crisis sanitaria vivida en la actualidad.

Gráfico 16. Comparativa de evolución en contratación en logística. (m2)



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de JLL Research

- Retail

Por parte del sector Retail, se ha podido observar un cambio constante orientado a una transformación del segmento en los años precedentes al 2020. Se venía con una tendencia orientada a la inversión en zonas céntricas y urbanas con un énfasis muy relevante, por el contrario, eran las ubicadas en zonas secundarias las que perdían atractivo frente a los inversores.

Pese a esto, había espacios que no se ubicaban en zonas urbanas que seguían siendo atractivos por su alta disponibilidad y las buenas condiciones en cuanto a su acceso permitido y factible para grandes vehículos y zonas amplias donde poder descargar o cargar las mercancías. Este tipo de espacios, se podrían considerar como ubicaciones prime en este segmento aún que por cercanía haya muchos otros espacios a priori más atractivos.

Además, en las zonas secundarias las rentas han experimentado una caída vertiginosa, mientras que las ubicadas en zonas urbanas, han aumentado.

Sin embargo, son las de localización prime las que venían creciendo su demanda y, por lo tanto, han supuesto un crecimiento en las renta de las céntricas, pese a que en 2019 se produjo un parón en su tendencia.

Se entiende que estar presente o dominar las zonas céntricas es muy relevante y así lo seguirá siendo para intentar asegurar de ese modo su atractivo de cara a los retailers que a su vez buscarán espacios estratégicos.

En cuánto a la disponibilidad de estos espacios, a finales de 2019, la tasa de disponibilidad en la capital fue de casi un 8%, lo que se consideraba una cifra óptima y que dotaba al segmento de una salud en este indicador. Por su parte, en Barcelona la tasa

se reducía hasta un 3%, representando en la Corona 1 un 1,9% y en Madrid un 5,8% de disponibilidad.

Es por ello, que se hayan fijado en estos ratios los inversores y promotores que han visto que existe un exceso de demanda en comparación a la oferta debido a la escasez de disponibilidad de espacios, por lo que se han planteado ya varios proyectos para así poder aumentar el volumen de negocio.

En lo que respecta a las rentas, durante el 2019, las rentas prime del segmento se crecieron un 4,8% interanual en Madrid, mientras que en Barcelona aumentó algo menos que un 1%, demarcándose ambas ciudades de una estabilidad en los precios que venía dándose en los últimos años.

Se han experimentado aumentos en las rentas en zonas periféricas como pueden serlo Coslada, Getafe, y por la zona de A-2. Los buenos años recientes, habían supuesto un crecimiento de las renta prime por valor de 15%.

En términos de inversión, en 2019 se registró una cifra superior a los 1.500 millones de euros, que como ya se ha comentado, supuso un parón a la tendencia de la que se provenía en años anteriores, y esto fue debido a la inexistencia de grandes operaciones, lo que produjo una desaceleración del 60%. (PWC, 2020)

- Residencial

En este segmento, se observa una tasa anual de crecimiento de 15,6% desde principios de década, lo que le ha permitido situarse como uno de los activos con un crecimiento superior. Se ha considerado un sector defensivo ya que ha permanecido estable durante años, gracias a factores como los demográficos. El atractivo principal de este segmento es la resiliencia ya que las dificultades de financiación y las previsiones del mercado así lo consideran, con una consolidación de modelo "Build To Rent".

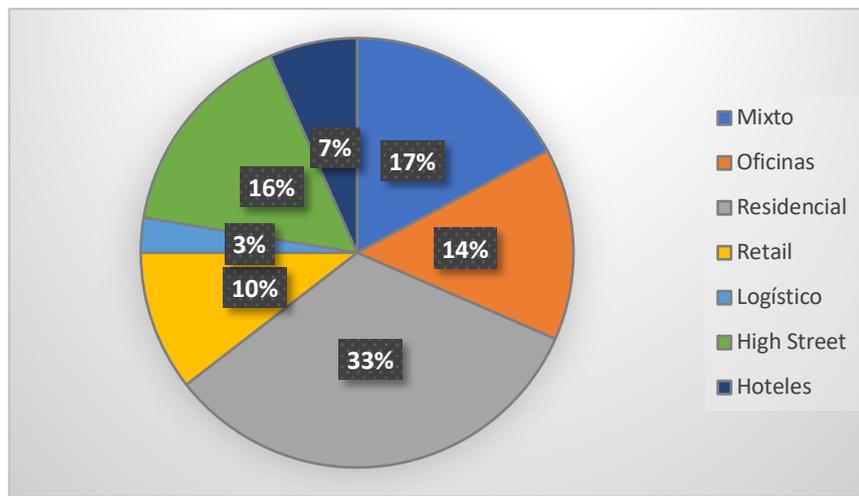
El segmento del alquiler es cada vez más solido en España y con los acontecimientos actuales, aún se verá un crecimiento exponencial en él.

5.3.2 Análisis de los principales indicadores en cada segmento

Como se muestra a continuación en el gráfico 17, la concentración más relevante de SOCIMIs se aprecia en el segmento residencial, oficinas, mixto y High Street, que ocupan el 80% del total de vehículos. Es el sector residencial el que cuenta con un número mayor, siendo 25 los vehículos del segmento.

Sin embargo, en cuanto a la capitalización bursátil, predomina los especializados en oficinas, mixtos y retail los que agrupan el 80% del valor bursátil total. En el lado opuesto, encontramos al sector logístico y de locales como los de menor tamaño. El logístico, venía teniendo un tamaño muy reducido, aunque los vehículos mixtos cuentan con este tipo de activos. Se presupone que se convierta en el sector estrella siguiendo los acontecimientos actuales de pandemia mundial, según la tendencia del mercado inmobiliario.

Gráfico 17. Distribución de vehículos por segmento en 2019 (%)



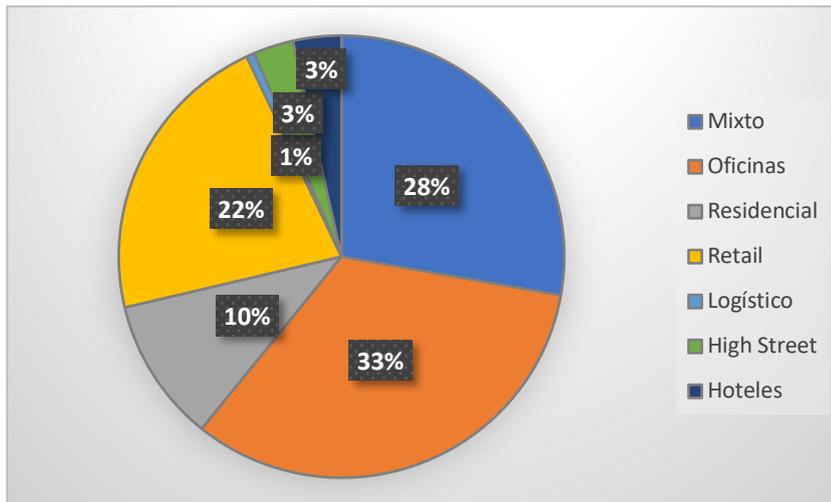
Fuente: Elaboración Propia a partir de BME.

- Valor bursátil

Considerando la evolución del valor bursátil producida de 2018 a 2019, se puede observar un incremento prácticamente en la totalidad de los segmentos, con especial énfasis en el segmento hotelero y residencial que ha aprovechado la entrada de nuevos vehículos. Además, conviene sumar a estos dos ya mencionados, el segmento del retail, que ha aumentado debido a la influencia por el efecto de su principal sociedad.

A continuación, en el gráfico 18 se muestra el porcentaje que ocupa cada segmento sobre el total del valor bursátil.

Gráfico 18. Distribución por segmentos según valor bursátil en 2019 (%)



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos BME

- Ingresos por rentas

A niveles generales, a fecha de cierre de 2019, los ingresos por rentas continuaron la línea ascendente de 2018 y se alcanzaron cifras superiores a los 2.000 millones de euros, pero este crecimiento no fue regular en todas las líneas de negocio, ya que algunas crecieron más que otras.

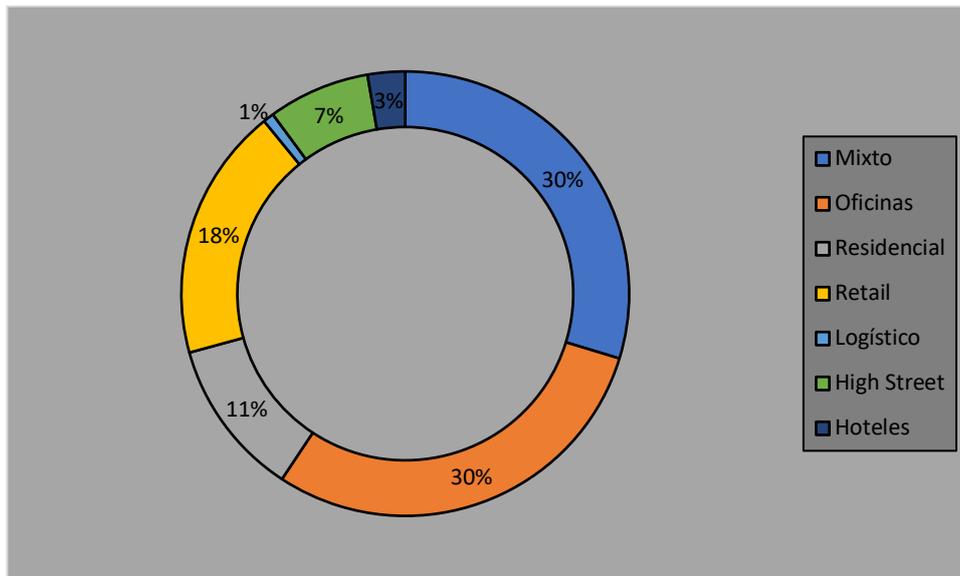
En el caso de las que obtuvieron mayores ingresos fueron el segmento retail y por delante se encontraron el segmento oficinas y mixto.

Sin embargo, pese a existir un crecimiento globalizado, hay segmentos que aún teniendo posiciones de liderazgo en cuanto a ingresos por renta se refiere, puede estar ralentizando su crecimiento y obtener una tasa de crecimiento negativa, como es el caso del segmento mixto.

En el lado opuesto, se encuentran segmentos como oficinas, hotelero retail o residencial que sí experimentan crecimientos positivos en lo referido a este indicador en concreto.

A continuación, en el gráfico 19 se muestra el porcentaje de ingresos por rentas que ocupa cada segmento sobre el total.

Gráfico 19. Distribución de los ingresos por rentas por segmentos en 2019. (%)



Fuente: Elaboración Propia a partir de JLL.

- EBITDA y Beneficio Neto

Poniendo el foco en la generación de beneficio provenientes de la actividad principal, descartando así las ganancias relativas a ventas de activos y revalorizaciones de activo, que según su naturaleza y creación no forman parte de la esencia principal que se pretendía aportar con la creación de estos vehículos, se puede observar una ligera caída en los años 2018 y 2019.

Siguiendo los resultados de 2018, en el año posterior 2019 se mantuvieron los segmentos mixtos, oficinas y retail como los principales generadores de EBITDA en términos anuales. Esto no impide que los otros segmentos hayan incrementado su contribución en más del doble que lo hicieron en 2018, con el segmento hotelero como principal protagonista.

Por otro lado, con fin de determinar la generación de beneficio neto, se tienen en cuenta el incremento de valor razonable de los activos en carteras de estos vehículos, además del movimiento ya conocido de rotación de cartera, que en términos de compraventa suele establecerse en 5 años de mínimo para encontrar un rendimiento favorable, o en el caso de la renta de inmuebles para el que se estipulan 20 años de vida del inmueble como mínimo para que sea rentable. Tomando partida en ello, el global de SOCIMIs alcanzó una cifra récord con un saldo final que superaba los 2.500 millones de euros.

Este incremento anual fue de un 11%, y agrupa como los grandes líderes en la generación de beneficio neto a los mismos segmentos que en términos de EBITDA, ocupando casi un 90% del total generado.

- Yields brutas, ROA Y ROE

La orientación alcista del sector ha permitido una mayor compresión de las yields, término que conocemos como el ratio bursátil que mide el rendimiento que obtiene el accionista provenientes de los dividendos que recibe en función de la cotización de la acción. Su cálculo viene expresado como el cociente entre los dividendos por acción entre la cotización de la acción. Este concepto hace referencia a la renta fija obtenida por el inversor en materia de dividendos, los cuales se presuponen estables. (elEconomista, 2018)

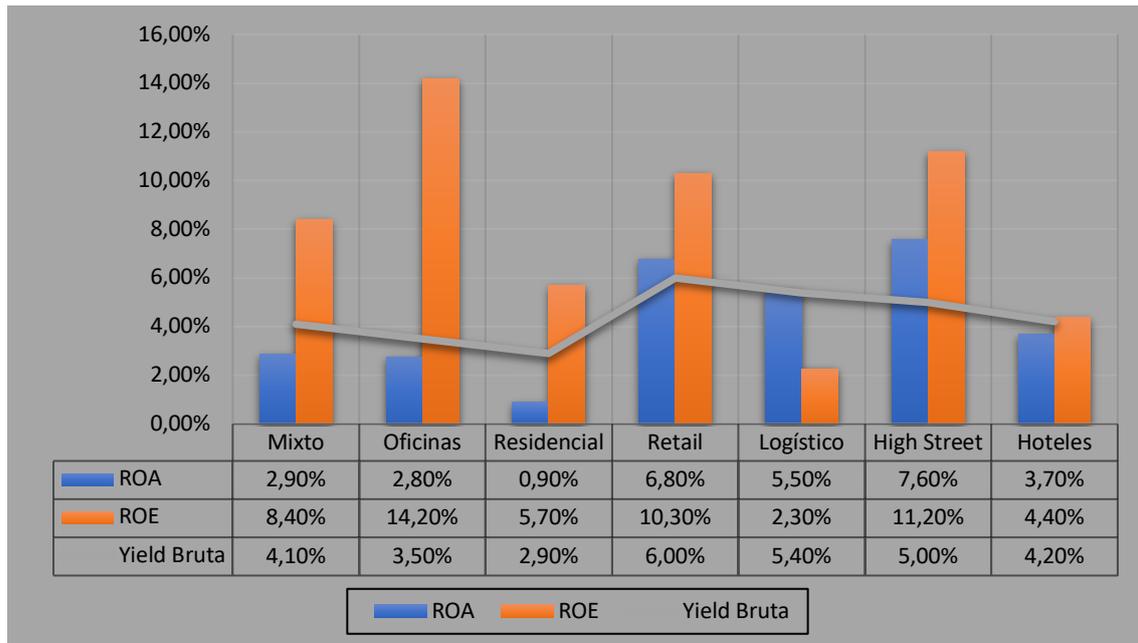
Este proceso de compresión viene dándose en los últimos de manera continuada en ambos mercados y se acentúa exponencialmente en el sector hotelero y de locales comerciales que han experimentado una fuerte caída de 2018 a 2019. En el lado opuesto, se sitúa el segmento de centros comerciales y residencial con incrementos destacados.

Por otro lado, además de las rentabilidades inmobiliarias, se observa que siguiendo las rentabilidades contables (ROA) es el segmento del High Street el de mayor rentabilidad anual, por delante del retail y logístico.

Sin embargo, en los resultados recogidos en 2019, relativos a la rentabilidad sobre los recursos propios invertidos (ROE), el segmento líder es el relacionado con las oficinas ya que ofrece la mayor retribución anual.

En el gráfico 20 se muestra una comparativa en el periodo 2019, de los principales indicadores relativos a las rentabilidades para cada segmento.

Gráfico 20. Comparativa por segmentos de la Yield Bruta, ROA y ROE en 2019. (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

- Ratio de Apalancamiento

En este apartado se encuentran diversos factores que crean cierta controversia y que posteriormente serán tratados con más detenimiento para entender la dirección de estos vehículos en un futuro cercano.

En cuanto a la estructura financiera empleada y el grado de apalancamiento, se encuentran grandes diferencias de un segmento a otro. El apalancamiento ha minorado a niveles generales del año 2018 al año 2019 en relación con la deuda financiera neta entre el valor de mercado de los activos pertenecientes a las distintas carteras según su segmento especializado.

Son tres los segmentos que se desmarcan de la media con un nivel cercano al 38%: oficinas, retail y hotelero. Este nivel es un valor que denota estabilidad en sus mercados, normalmente suelen ser superiores y someten a las sociedades que se ven sin apenas margen, ante una posible bajada de los ingresos.

Por ello, es muy recomendable evitar un excesivo apalancamiento que incluso en ocasiones puede superar el 50%, puesto que con una inesperada bajada en la entrada de ingresos, sería inasumible el pago de las cuotas en favor de los bancos.

Las que participan en el mercado primario de renta variable, en todas ellas se observa un ratio de apalancamiento superior a esta cifra del 50% lo que hace necesaria

una renegociación de sus préstamos hipotecarios y sus obligaciones de devolución de capital.

En cuanto a la financiación de los activos inmobiliarios según lo recogido a fecha de cierre de 2019, son la línea residencial y logística, además de las oficinas las que se muestran más atractivas para los prestamistas. (JLL, Octubre 2020)

- Flujo de Caja

La generación de flujo de caja derivada de la actividad de explotación principal de los vehículos ha conseguido la cifra de 1.250 millones de euros a fecha de cierre del 2019, durante dicho ejercicio. Este flujo tiene como principales segmentos causantes, a los que ya conocemos como los más estables y asentados, es decir, el trío oficinas mixto y retail. Ello ha posibilitado un reparto de dividendos muy elevado, correspondiente al 80% de lo generado en total, es decir la cifra mínima de 1.000 millones de euros, otorgando rentabilidades oscilantes entre 4,2% y 5,5%.

Otro segmento que ha irrumpido este ejercicio 2019 erigiéndose como uno de los principales protagonistas en el reparto de dividendos, ha sido el sector residencial superando la barrera de los 200 millones de euros en calidad de dividendos.

Por otro lado, en lo respectivo al volumen de inversión efectuada durante este ejercicio, no se aprecia ningún segmento destacable, ya que todos se sitúan en niveles similares. En 2019 se observa una caída en el nivel medio de inversión efectuada en el total de los segmentos, por lo que en este indicador el inversor tendría igualdad de opinión para elegir en qué segmento invertir. Sin embargo, sí se aprecia en el segmento oficinas una inversión neta negativa debido al incremento de generación de caja y a la rotación de su cartera, que bien puede darse por venta con un mínimo de 5 años o por renta con un mínimo de 20 años, para encontrar rendimientos en ambos casos.

En cuanto a la financiación de las inversiones son oficinas y retail las que han minorado, acorde a lo comentado anteriormente, su capacidad de financiación. En el lado opuesto, se encuentran el segmento residencial y hotelero los que más han recurrido a financiación, tanto propia como ajena. (JLL, Octubre 2020)

- Eficiencia y Rentabilidad de dividendo (%)

Para terminar con el análisis de indicadores en la comparativa entre segmentos, se pondrá énfasis en el ratio de eficiencia y la rentabilidad originada por cada dividendo.

Ambos dos indicadores, se consideran de especial importancia para comprender cómo está siendo la gestión de las sociedades.

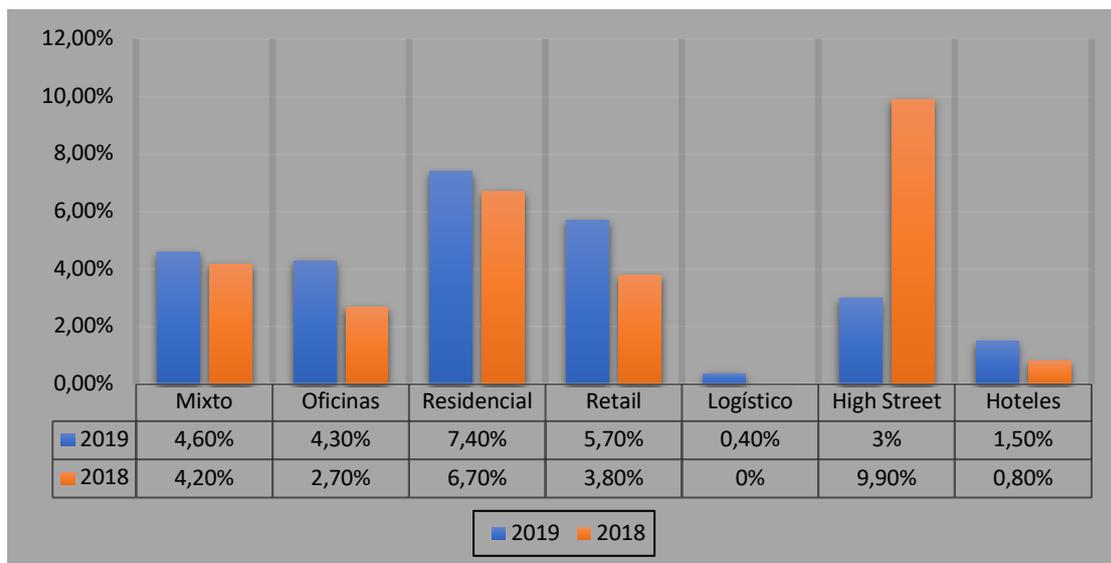
En el caso de la eficiencia, siempre se busca que sea lo más bajo posible puesto que reportará una mayor eficiencia, y es que este ha incrementado lo cuál no es buen síntoma, pasando de 0,36 puntos básicos (pb) en 2018 a 0,42 puntos básicos (pb) en 2019. La excepción que confirma dicha tendencia en la gran mayoría de segmentos se podría decir que es el segmento residencial con ganancias de 62pbs, ya que ha conseguido implantar economías de escala que les ha permitido minorar costes y hacer crecer su ratio de eficiencia. Le sigue en menor medida el segmento logístico con un incremento muy leve, pero del que se espera que crezca exponencialmente durante los próximos años.

La otra cara de la moneda, la representa el segmento mixto que como se ha expuesto ha sufrido una caída relevante en sus ingresos.

Pese a todo ello, se mantienen con los ratios más bajos y por ello, siendo los más eficientes el segmento High Street y el logístico. (PWC, 2020)

En cuánto a la rentabilidad por dividendo, se presenta a continuación una comparativa en el gráfico 21 que muestra los datos para cada segmento y comparándolo en 2018 y 2019.

Gráfico 21. Comparativa anual por segmentos de la Rentabilidad de Dividendo (%).



Fuente: Elaboración propia a partir de datos BME.

6 EFECTOS COVID-19

Los efectos de la pandemia mundial han dado lugar a un contexto de recesión económica jamás visto en España y en todo el mundo. Esta contracción se ha manifestado a partir del segundo trimestre del año 2020, dónde se produjo una caída del PIB de un 18,5% con respecto a los datos recogidos en el primer trimestre, una reducción sin precedentes.

Durante el tercer trimestre con la reducción de las restricciones y reapertura de la actividad comercial tras el confinamiento, se esperaba que, de manera gradual, se empezase a recuperar el terreno perdido, siempre a expensas de la evolución de la pandemia. Y en efecto, se registraron nuevos aumentos en el PIB, pero a un ritmo quizá más ralentizado de lo que se podía esperar, lo que situará el PIB español por debajo de lo registrado a inicios de año 2020.

Según las previsiones, se preveía una caída del PIB español de un 10,6% durante el año 2020, que finalmente ha sido de un 11% a cierre de año 2020. Las previsiones de la Comisión Europea iban orientadas a una caída de un 10,8% por lo que fueron más próximas a lo realmente fijado a fecha de cierre. Incluso hubo previsiones que se excedieron en negativas como fueron las del FMI que situaban la tasa en un 12,8% y el Banco de España en un 11,6%. (JLL, Octubre 2020)

En el gráfico 22 se recoge la variación interanual relativa al PIB con los datos de 2020 actualizados, correspondientes a una caída de un 11%.

Gráfico 22. Variación interanual PIB España. (%)



Fuente: Elaboración Propia a partir de Datosmacro.Expansión

Por otro lado, el mercado laboral también se vio fuertemente afectado por los efectos del COVID-19, dejando una gran cantidad de trabajadores en paro o en situación de ERTE.

Siguiendo las previsiones recogidas en el informe de la consultora JLL se pronosticaba para España un 3,7% de incremento en el desempleo durante el año 2020, y un 0,9% en 2021. Finalmente, la tasa de desempleo ascendió de un 15,3% al final del primer semestre hasta una cifra superior al 18%. Este hecho de un aumento tan determinante en la tasa de desempleo genera un alto riesgo a largo plazo.

En lo relativo al turismo, la caída fue vertiginosa en el segundo semestre alcanzando una caída de un 97%, pese a que España lideró el turismo en época de pandemia. Tratar de amortiguar esta caída fue una de las obsesiones del gobierno, debido a la gran relevancia y el peso que tiene este sector en nuestro PIB.

En el consumo y la inversión se produjeron resultados realmente inesperados en el mal sentido, ya que se superaron las previsiones de pérdidas en exportaciones con un 33% de operaciones menos realizadas. Todo ello unido, ha dado lugar a una perspectiva totalmente pesimista de cómo se darán en el futuro los resultados esperados.

Avanzado el segundo trimestre, la confianza del consumidor repuntó y demostró una fase de recuperación que se reflejó en el Índice de Confianza del Consumidor según el CIS comenzaban a estabilizarse los ratios y seguían aumentando paulatinamente hacia valores positivos.

Es cierto que el consumo se desplomó durante prácticamente la totalidad del primer semestre, pero el siguiente ya empezó a desprender brotes verdes, con una irrupción sólida. Según las previsiones anunciadas se apuntaba a un gasto del consumidor que figuraba un descenso de 12% durante todo el ejercicio 2020 y que al año siguiente aumentaría casi un 8%.

Otro efecto del confinamiento derivado de la pandemia actual fue el crecimiento exponencial del ecommerce que multiplicó por 5 las transacciones en empresas alimenticias y esta modalidad ya se ha estabilizado en nuestro país, por lo que ha llevado a las empresas a asegurar un nivel eficaz y eficiente en ventas omnicanal.

La inversión, por supuesto, también ha experimentado una gran recesión debido al impacto en la economía y la incertidumbre ocasionada por la pandemia. Se prevé según la fuente consultada habitualmente por la consultora JLL, que la disminución sería en 2020 de 16,2% y de un 11,7% para el año 2021.

Realmente, es muy complicado y opaco el futuro que espera a las economías, ya que es imprevisible cómo y cuándo van a encontrarse soluciones para lo acontecido con la pandemia. El gobierno debe permanecer alerta para implantar las medidas de contención necesarias para tratar de minimizar al máximo los efectos que pueda dejar la pandemia por el camino. En algunos sectores se espera unas caídas especialmente sensibles, ya que son los primeros damnificados debido al distanciamiento social necesario en estos momentos. Sectores como el ocio, la hostelería o el pequeño comercio se verán muy damnificados en sus negocios, pero no serán los únicos que deban tener un aguante aún más especial para poder continuar con su actividad y no claudicar ante la pandemia.

Pero, como se ha comentado, de toda crisis nacen nuevas oportunidades y salen siempre algunos sectores más beneficiados, este caso son las empresas relacionadas con la industria alimenticia, las farmacéuticas, las empresas involucradas en la investigación o las empresas sanitarias. De igual modo, en el caso de las SOCIMIs hay algunos segmentos que han quedado debilitados como son el sector retail o el sector hotelero y en cambio otros que han aumentado sus transacciones o ahora son más atractivos, como es el sector logístico o el caso del sector residencial dónde la tendencia del "build to rent" está captando grandes cantidades en concepto de inversión.

Siguiendo en la línea de las previsiones realizadas por Oxford Economics recogidas en el informe de JLL, sobre el impacto del COVID-19 en los principales indicadores, se encuentra una caída del PIB español en 2020 de 10,7% y en 2021 una recuperación del 7,9%. En el caso del PIB relativo a la UE se preveían oscilaciones más reducidas, con un retroceso de 7,5% en 2020 y un 6,1 para el 2021.

Las oscilaciones de empleo se preveían de una caída del 3,7% en 2020 con un ligero crecimiento previsto para 2021. Por tanto, la tasa de desempleo, se preveía que aumentase en 2020 hasta el 18,5% y minorara hasta el 16,7 en el año próximo.

En términos de consumo privado, se esperaba que cayera en 2020 entorno a un 12%, y que posteriormente en el ejercicio 2021 pudiera recuperar con una variación positiva de casi el 8%. Por lo que respecta a la inflación, se esperaba en 2020 que se redujera muy levemente en un 0,1% o 0,2% y alcanzase en 2021 un incremento de 1,2%.

Los efectos del COVID-19 en las SOCIMIs han incidido de forma directa en los arrendamientos, pero de manera diferente según sus usos y ubicaciones.

En un principio, durante los primeros seis meses del año 2020 la pandemia apenas tuvo incidencia en la cuenta de resultados de las SOCIMIs, ya que los contratos

de arrendamiento seguían en su mayoría vigentes, y por tanto las negociaciones de renta por vencimientos contractuales no habían tenido lugar de forma mayoritaria.

Sin embargo, en el uso residencial (vivienda), durante el mes de marzo de 2020, el Gobierno aprobó diversas medidas encaminadas a facilitar el pago del alquiler a los colectivos afectados por la pandemia, a través de moratorias o reducciones de renta, afectando de forma directa a todas aquellas SOCIMIs que tienen viviendas en su portfolio de activos, y por ende en su flujo de caja.

De igual manera ha ocurrido con posteridad, en el año 2021, cuando a principios de año el Gobierno ha aprobado una serie de medidas que afectan a los alquileres de oficinas y locales comerciales (uso terciario).

Sin embargo, al margen de estas medidas normativas implementadas, lo que sin duda afectará es la evolución de la economía española, y su incidencia en los diferentes usos de los activos. (JLL, Octubre 2020)

6.1 Efectos por Segmentos

- Oficinas

Este segmento que es considerado uno de los más estables y con más presencia e incidencia en las SOCIMIs de mayor tamaño, es uno de los preferidos por los inversores, ya que el ámbito español se considera que tiene un buen equilibrio entre rentabilidad y riesgo.

Actualmente, con escenarios inundados de incertidumbre respecto a lo que deparará el futuro en muchas empresas, unido a la forzosa realidad del teletrabajo que parece que se establecerá de forma permanente en algunas actividades y zonas, se prevé un aumento de la disponibilidad de superficie alquilable y, por tanto, una bajada de rentas a nivel general.

De momento, y como apuntábamos anteriormente, la disminución en los niveles de rentas de contratación (asking Price) no parece ser significativo, pero no hay que olvidar que los contratos de este tipo de producto suelen ser a largo plazo (3-5 años) y, por tanto, las renovaciones de muchos de ellos están todavía pendiente de llegar.

Sin embargo, durante este año, los arrendadores han ido ajustando y facilitando dichos contratos a los arrendatarios mediante bonificaciones temporales, ampliaciones de carencias y flexibilización de otras obligaciones contractuales.

La influencia de la crisis ha sido irregular para los distintos activos y ubicaciones, afectando más a los que se encuentran peor localizados y con instalaciones más obsoletas. Esta pandemia ha forzado una tendencia que ya venía apuntándose desde hace algunos años, la sostenibilidad en los edificios de oficinas, y la mejora y calidad del aire en los mismos.

Sin embargo, muchas SOCIMIs que adquirieron edificios de oficinas durante los años 2018 y 2019, se verán fuertemente afectadas, ya que durante estos dos años se registraron altos volúmenes de inversión de este uso terciario, con altos precios de adquisición, lo que provocó una recesión de las rentabilidades (yields) situándose cercanas al 3% de los activos más significativos.

Por lo tanto, con todo lo expuesto, este segmento seguirá siendo uno de los líderes principales de las SOCIMIs y que pese a los efectos de la pandemia seguirá siendo uno de los activos de confianza para el inversor habitual de estos vehículos de inversión inmobiliaria.

La nueva contratación se ha visto reducida por este hecho y en las dos principales ciudades españolas ya se registró una caída del 60% en el segundo trimestre con respecto al primero del año 2020. La demanda fue superior en un tramo del año en Madrid y en Barcelona en otro, debido también a la poca disponibilidad que existe en estas dos urbes, sobretodo de los establecimientos prime.

En el segundo trimestre se registró una reducción del 24% en la contratación conjunta de ambas ciudades con referencia a lo recogido en el primero. Sin embargo, este ratio podría haber sido todavía mayor de haberse paralizado las operaciones que estaban en proceso. En este contexto, sí se recurrió a renegociaciones importantes para poder afrontar dichas operaciones, y así se han podido llevar a cabo las operaciones pertinentes que han permitido ampliar la oferta de espacio disponible.

En términos de rentas, el take up de 2019 había dejado un gran atractivo en las zonas de calidad impulsando de ese modo las rentas en las zonas principales de negocios. Sin embargo, con efecto del confinamiento y sus consecuencias, minoró esta tendencia alcista y se mantuvieron los precios de 2019 en 2020. Estos precios se han podido mantener gracias a las facilidades mostradas por los propietarios en relación con la flexibilidad mostrada a la hora de conceder carencias o incentivar esas pagos.

En lo relativo, a la disponibilidad en oficinas (gráfico 23), a mitad de año de 2020 los porcentajes de espacios disponibles aumentaron hasta llegar a los 8,5% en Madrid y los 4,2% en Barcelona, siendo en los centros urbanos de 3% y 2% respectivamente.

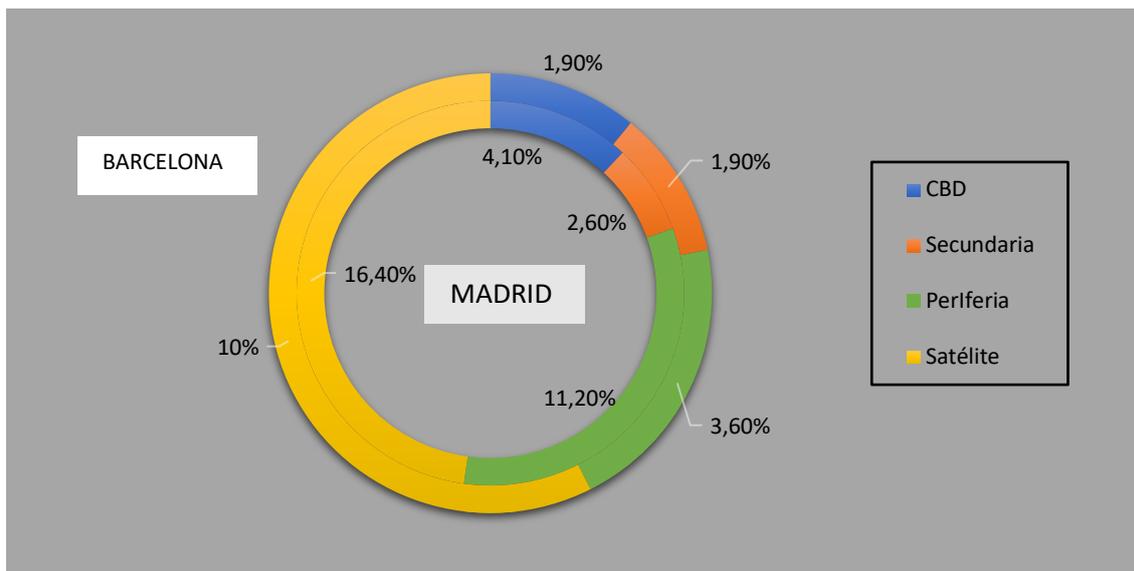
Además, los proyectos de ampliación de espacios para poder aumentar la oferta se han visto sometidos a mayores demoras de las previstas ya que se han visto obligados los promotores a reajustar sus plazos.

Por último, en términos de inversión, debido al atractivo que suponen los activos calificados como Core y Core Plus se han seguido llevando a cabo las operaciones pactadas, aún que con un retraso justificado debido a la pandemia. Además, los activos Value Add han sido objeto de interés debido a la aplicación de un descuento que incentive la adquisición de dicho producto.

Con el impacto de la pandemia, las dos grandes ciudades han visto mermados sus volúmenes de inversión, con una caída del 50% al finalizar el primer semestre (1S) del año 2020, siendo esta de 800 millones de euros. Ver gráfico 23 relativo a lo recogido en el 1 Semestre de 2020.

En este contexto de incertidumbre completa, las renta prime se han fortalecido y han incrementado tanto en Madrid como en Barcelona, con una cifra de 3,35% y 3,6% respectivamente. (JLL, Octubre 2020)

Gráfico 23. Comparativa Madrid-Barcelona tasa de disponibilidad oficinas 1ºSem 2020. (%)



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de JLL

- Residencial

El alquiler de vivienda se mantiene bastante estable ante la crisis actual, ya que sigue existiendo una falta de producto y por tanto los precios parecen no estar sufriendo modificaciones significativas. Se mantiene atractivo para los inversores ya que es un

mercado en crecimiento, sobretodo orientado a los jóvenes que tienen difícil acceso a la financiación para la compra de vivienda habitual.

Cabe recordar de dónde viene España con la burbuja inmobiliaria desatada en 2008 y que dejó unos efectos devastadores en la economía y sociedad española. Las entidades financieras han aprendido la lección y la financiación ajena para compra de vivienda se limita a unos porcentajes restringidos, derivando por tanto en un modelo de alquiler residencial más cercano al de otros países europeos.

La distribución de las viviendas en España actualmente se reparte en un 20% orientado al alquiler y un 80% de propiedad. Con esta tendencia, se espera que se alcance en la vivienda de alquiler entorno al 30%, de igual manera que ocurre en otros países.

La principal piedra en el camino de este segmento es la falta de oferta en el núcleo de las grandes ciudades en materia de alquiler residencial. Siguiendo las previsiones de la consultora inmobiliaria JLL se estima la creación de 120.000 nuevas viviendas anuales durante los próximos años y para las que se espera que se opte en gran parte de ellas al alquiler.

Se estima que el porcentaje de viviendas destinadas al alquiler sea elevado debido a las dificultades actuales en términos de salarios y retribuciones, y la mentalidad de las nuevas generaciones, que valoran la libertad y la movilidad frente a las obligaciones de largo plazo como las hipotecas.

Durante estos años pre-COVID-19, han crecido los inversores institucionales que se sienten atraídos por este uso, y ha surgido un modelo llamado “built to rent”, orientado a promover activos inmobiliarios completos destinados al alquiler de vivienda.

Sin embargo, este apetito inversor por este tipo de producto en España fue mermado cuando el gobierno anunció la regulación de los precios del alquiler de vivienda, mediante la creación de un Sistema Estatal de Índices de Alquiler de Vivienda con el propósito de frenar el fuerte crecimiento de precios que estaba experimentando este producto durante los años 2016-2019. Los inversores no vieron de forma positiva esta medida por cuanto en ciudades como San Francisco o Berlín no ha tenido los resultados esperados, y existen todavía interrogantes sobre su implantación y sus posibles consecuencias.

A raíz de la presente crisis sanitaria, se ha detectado un aumento de la oferta de este tipo de producto en todas las ciudades, principalmente en Barcelona y Madrid, ya que muchas viviendas que eran destinadas al alquiler vacacional y turístico han tenido que modificar su destino por la vertiginosa caída del turismo. Y, por tanto, se espera que

poco a poco, ello provoque una bajada de los precios del alquiler convencional durante el año 2021 que ya se empieza a notar.

En cuanto a la inversión, España durante el primer semestre alcanzó los 720 millones de euros, por lo que se asienta como uno de los más atractivos pese a la pandemia mundial durante la cual se siguen realizando grandes operaciones. Sin embargo, comparado con lo recogido en el año 2019, sí se plasma una bajada leve de los niveles de inversión que alcanzaban los 780 millones en su primer trimestre. Las rentabilidades prime también han desacelerado en comparación a 2019, aumentando hasta llegar a un 3,5%. (JLL, Octubre 2020)

- Retail

Este sector se caracteriza por estar viviendo un proceso de transformación y así lo era previamente a la crisis. Sin embargo, esta ha sometido al sector a una aceleración en este proceso de cambio y adaptación a diversos formatos, modelos de venta y relación con el público objetivo.

Con la presente crisis en la que han permanecido cerradas la mayoría de las tiendas físicas en España, se ha podido comprobar la importancia de las tiendas y lo que aportan en el cliente, ya que se ha demostrado que la venta online está limitada y que la compra presencial siempre es más atractiva y se encuentran mayores facilidades.

Para comprenderlo de la mejor manera posible, se debe entender las tiendas como la última fase de un proceso largo en la que se acaba presentando los productos en un establecimiento y que sirve para promocionar una marca, la entrega del producto y sobretodo atender satisfactoriamente al cliente, escuchándolo y adaptándose a sus peticiones de la mejor manera posible.

Con la nueva tendencia del comercio ecommerce y el respeto de la gente al COVID-19, hace que cada vez menos gente se persone en las tiendas, por lo que los retailers reducirán la cantidad de tiendas físicas. Sin embargo, como en toda crisis nacerán intereses nuevos y oportunidades, en este caso, serán los núcleos urbanos donde el tráfico de posibles compradores sea potencialmente elevado y sea factible en materia logística. "Menos tiendas han de ser ahora mejores tiendas"

Con la nueva situación, el concepto prime está cada vez más asentado, además de parques de medianas que son muy prácticos en términos logísticos. De distinto modo, se presupone un futuro complicado en zonas secundarias, donde se habrá de modificar el

enfoque de mercado y optar por habilitar espacios logísticos o residenciales, que además son dos segmentos crecientes.

Este confinamiento ha sido una prueba en la que se ha podido demostrar la potencia y la capacidad de la logística alimentaria y de las distribuciones, ya que solo en ocasiones puntuales se ha producido desabastecimiento y fue provocado por la psicosis del consumidor. La industria alimentaria es muy atractiva debido a que las grandes compañías demuestran una solidez óptima y suelen buscar espacios en centros urbanos. Se pueden cerrar contratos a largo plazo, minimizando riesgos actuales.

De este modo, se ha procedido a un proceso de transformación a una velocidad forzada pero óptima. El futuro dependerá de la habilidad de cada grupo.

Por otro lado, la estrategia proveniente de los retailers está centrada en ofrecer seguridad y atraer a los clientes ya que preocupa principalmente el cash flow.

Bien es cierto, que hay industrias que han visto aumentado su volumen de negocio debido a la tendencia del contexto mundial, pero también se han aumentado los costes y las necesidades de los establecimientos para poder abastecer a la población, ya que las dificultades han aumentado para todos los sectores. Implantar los procesos de negocio virtual han supuesto una inversión que no siempre ha dado los resultados previstos. Con vistas a largo plazo, es complicado diagnosticar cómo serán los nuevos modelos de tiendas físicas y probablemente asistamos a grandes establecimientos o marcas que se volcarán en la venta online y ello, conllevará el cierre de muchos de estos.

Los planes de crecimiento y de expansión que se procuraban poner en funcionamiento durante el año 2020, se han visto detenidos y pospuestos para el ejercicio 2021 en el que aún la situación no es del todo favorable. Los niveles de rentas prime han disminuido gravemente y no se sabe exactamente cuándo se podrán recuperar los valores previos a la pandemia. España siguió la tendencia europea y vio contraídas las rentas del segmento, especialmente las de High Street llegando a un 10%.

Por último, en cuanto a la inversión acontecida en el sector Retail, se cerró el primer semestre con un sorprendente incremento del 86% ya que previamente a la crisis sanitaria, se realizó una inversión en dos mega operaciones que conllevaban la construcción de dos centros comerciales de grandes dimensiones, como fueron Intu Asturias y también Intu Puerto Venecia localizado en Zaragoza. Estos dos proyectos coparon prácticamente la totalidad de los millones invertidos en el presente segmento.

Como ya se ha comentado, nacen oportunidades de toda crisis, en este caso, los inversores están buscando orientar los activos de sus portafolios relacionados con los

mercados alimenticios. Por otro lado, las yield prime de este segmento sí han experimentado un aumento durante este 2020, alcanzando un 3,25% en las rentabilidades prime High Street, un 5% en los centros comerciales y un 5,5% en parques de medianas. Por último, hay que añadir que es en las ubicaciones prime donde se espera que la disponibilidad sea inferior durante los próximos meses y que, por lo tanto, sean las secundarias las que aumenten sus espacios disponibles. (JLL, Octubre 2020)

- Logístico

Es el sector logístico el que mas crecimiento está teniendo debido a la presente crisis, ya que está siendo objeto de inversión mayoritaria y por ello, se espera que pronto deje de ser un sector de poca incidencia en los indicadores del total de las SOCIMIs.

Este incremento en su interés se debe a las grandes rentabilidades que está proporcionando especialmente en España, dónde está creciendo exponencialmente sobrepasando los niveles de países similares en la Unión Europea. Además, es de vital importancia para comprender este nuevo segmento, la irrupción del ecommerce que provoca que aumente la demanda de espacios logísticos que permitan incrementar la capacidad de stock disponible.

Adicionalmente, juegan a su favor la importante liquidez de su mercado, la facilidad en los procesos de creación de los espacios y la celeridad con la que estos son puestos en marcha, aportan también más certidumbre debido al delivery y su mantenimiento es muy poco costoso. Otro factor que dota al mercado de una buena aceptación es la propuesta de los contratos triple neto en los que son los inquilino los que se hacen cargo de costes fijos como el pago de renta, los costes de comunidad y las tasas e impuestos.

Estos factores añadidos a la alta promoción de los espacios logísticos debido a la obsolescencia de muchos de ellos que hacen tener una alta disponibilidad.

Destaca por ser un sector con largo recorrido y con amplio margen de crecimiento, pero de momento es aún un mercado excesivamente reducido en comparación a otros de países cercanos, por ello este crecimiento les está haciendo mucho bien para poder codearse con otros segmentos en el mercado español.

La proyección ya de por sí era alentadora antes de esta situación de crisis, por lo que ahora se presupone que sea de igual manera en incluso aumente, siendo todavía más optimistas si cabe.

Las empresas están en continua fase de adaptación para lograr estar al día en las exigencias de mercado siguiendo las pautas marcadas del ecommerce que no espera a nadie. En la época actual, son las empresas alimenticias, sanitarias y textil las que están consiguiendo destacar por su dinamismo.

Es tal la necesidad que se están adaptando naves destinadas en un primer momento a otro sector y siendo automatizadas a velocidades vertiginosas. Estos procesos requieren gran inversión lo que aporta estabilidad y se presuponen de largo plazo.

En términos de contratación, como bien se ha expuesto, al ser el sector logístico uno de los más resilientes al impacto de la pandemia mundial, solo ha sufrido una bajada del 15%. Una vez finalizado el tiempo de confinamiento al que se sometió a la población, se había registrado en Madrid una subida del 56% en comparación a la cifra de 2019, hecho realmente sorprendente, que no tuvo la misma reacción en el mercado de la ciudad condal, donde sí se registró una caída de aproximadamente el 50%.

En la capital, se aumentó la cifra de contratación a final del primer semestre en comparación con el año previo, sin embargo, en la comparación por trimestres, Madrid registró una bajada en el segundo trimestre con respecto al primero. Por otro lado, en Barcelona se recogió una caída de un trimestre a otro y en comparación del primer semestre con el año 2019.

En el corto plazo, es uno de los sectores que más demanda ha suscitado, debido a la urgencia y necesidad en los canales de distribución por la expansión del gasto alimenticio y las necesidades sanitarias. Estas necesidades han potenciado las transformaciones que ya venían dándose previamente a la crisis.

Por otro lado, analizando la oferta y disponibilidad futura y siguiendo lo dispuesto en el gráfico 24, al finalizar el primer semestre de 2020 se aumentaron los nuevos espacios en Madrid y en menor medida en Barcelona (gráfico 24). Sin embargo, la tasa de disponibilidad en ambas ciudades se mantuvo estable, alcanzando un 8,7% en Madrid y un 3,2% en Barcelona. Con el nuevo escenario y la fuerte inversión a corto plazo, se prevén aires especulativos en las nuevas superficies disponibles.

Como tendencia dominante, se pronostica que el formato de inversión sea el conocido como last mile, que permita al consumidor obtener lo que pretende de la manera más rápida y estable posible, ya que así lo va a requerir con el aumento vertiginoso del ecommerce, por ello se espera que los establecimientos cercanos a los núcleos urbanos cojan atractivo especial para los inversores. (JLL, Octubre 2020)

Gráfico 24. Comparativa Madrid-Barcelona tasa de disponibilidad logística 1ºSem 2020. (%)



Fuente: Elaboración Propia a partir de datos JLL.

En lo relativo a la inversión en este segmento, se registró una inversión total al finalizar el primer semestre de 2020 de 235 millones de euros, que conlleva una caída de prácticamente la mitad del volumen registrado el año anterior. En ese contexto paralizado, los inversores apostaron por activos value add ya que pueden generar oportunidades de crecimiento. En el segundo semestre, ha aumentado la inversión y se ha reactivado en mayor medida que otros segmentos debido a las buenas expectativas que genera.

Para terminar, hay que destacar la estabilización de las yields, en especial la prime que se encuentra en 4,75%. Por otro lado, los espacios en ubicación secundaria sí podrían aumentar ligeramente sus yields.

- Hotelero

España no lidera por muy poco el turismo europeo, se encuentra en segunda posición y representa más del 10% del PIB español. Este año debido a las nuevas circunstancias, se ha producido una enorme recesión en este sector con gran influencias en muchas personas.

Son las empresas hoteleras españolas las que sí lideran en términos de innovación en el sector. Este hecho junto al gran turismo del que goza España atrae a grandes inversores, siendo los terceros de Europa en recibir esta entrada de capital. No obstante, en el último año fueron grandes empresas nacionales las que inyectaron mayor capital y

las que se decidieron a invertir, sobretodo en Millenium y Atom del mercado bursátil y Mazabi del secundario, siempre estableciéndose contratos de largo plazo.

Debido a las fuertes restricciones términos de movilidad de turistas, se pronostica una pérdida en España de más de 50 millones de euros y una recesión del 65%. Por ello, el Gobierno ha tenido que abrir líneas nuevas de financiación con el fin de facilitar y minorar el impacto de la crisis. Estos préstamos son los denominados ICO y el nuevo concepto conocido como ERTE que ha permitido desahogar a los empresarios y así poder mantener las estructuras. En verano, se ha podido salvar las pérdidas y compensarlas de algún modo.

Y una vez más, de la crisis se pueden obtener oportunidades como lo son atraer inversión de grandes instituciones y patrimonios personales, sobretodo en la adquisición de capitales Core y Core plus como en otros segmentos.

Otra operación atractiva es la denominada sale&lease back con activos de principales compañías hoteleras primando las ubicaciones y potenciando la capacidad operativa, se verá incrementado el número de operaciones de este tipo debido a la ausencia de ingresos y los costes fijos de mantenimiento de estructuras a los que deben hacer frente sí o sí.

Por todo ello, se considera que las cadenas hoteleras que puedan diversificar sus carteras de activos variando entre hoteles urbanos y hoteles de exteriores aproximados a la costa, podrán gozar de un crecimiento óptimo y estarán más próximos a la recuperación.

Dicha conclusión es válida si la gran mayoría del sector apunta a ello y así poder acogerse a economías de escala que permitan reducir costes y así ampliar sus márgenes operativos. (JLL, Octubre 2020)

6.2 Efectos sobre Capitalización bursátil

La capitalización bursátil es uno de los principales indicadores del sector que refleja cómo es la actividad y salud de los vehículos de inversión, se ha registrado en 2020 una caída del 17% con referencia a lo cifrado en 2019 en cuanto al valor de mercado total que representan el conjunto de sociedades. La cifra en 2019 fue de 25.733 millones de euros, mientras que en 2020 ha sido de 21.268 millones de euros.

Esta recesión tiene una relevancia destacada, especialmente porque se ha producido en los grandes vehículos con mayor liquidez y han quedado debilitados.

Además de esto, se ha producido entrada de otros nuevos vehículos que han llevado a este sector a ser un poco más heterogéneo y menos concentrado.

Para el mercado nacional es positivo que haya vehículos de toda naturaleza y todo tamaño, ya que pueden llegar a todo tipo de inversores. Es por esto, que el mercado español se considera heterogéneo y atractivo.

En términos de capitalización bursátil, se concentra un gran porcentaje en las principales sociedades que lideran el mercado, con una representación que supera el 60%. De igual modo se comporta el mercado secundario que es el encargado de facilitar el acceso al mercado bursátil.

Con los efectos de la crisis mundial, además de la pérdida en términos de capitalización, otro de los efectos es que se pueda alterar los grados de heterogeneidad y concentración bien porque empiecen a darse movimientos de fusión de empresas o las más poderosas absorban a otras o incluso la compraventa de activos entre sociedades. Ese grado de concentración podría minorar su velocidad debido a las diferencias entre los perfiles de accionistas y la heterogeneidad palpable de los portfolios pertenecientes a las sociedades.

En el caso de las sociedades que actúan en el BME Growth, no se han producido demasiadas variaciones debido al COVID-19. Esto ocurre de esta manera, puesto que las sociedades de este mercado realizan menos transacciones y sus movimientos son reducidos, a penas existen negociaciones debido a la poca profundidad de las acciones, por lo que se podría afirmar que permanecen en su mayoría impasibles debido a su mínima correlación con el entorno económico. De este modo, en 2020, el BME Growth ocupaba el 62% del valor bursátil, frente al 38% de las que actúan en el mercado bursátil. Este porcentaje varió respecto a lo registrado a finales de 2019, donde se repartían casi equitativamente el porcentaje de capitalización bursátil.

Es así el reducido impacto que han tenido las sociedades inmobiliarias del mercado secundario, que han registrado un ligero aumento de algo más de un 1% durante el 2020 derivado de la nueva entrada de sociedades a su mercado. No ha ocurrido así, en las que tienen su actividad en el mercado bursátil que han visto minorada su capitalización en más de un 30%, una cifra monetaria de 4.500 millones de euros registrados como pérdidas. (JLL, Octubre 2020)

6.3 Efecto sobre las valoraciones

Con el impacto del COVID-19, un año después con severas secuelas económicas, financieras, sociales, políticas y sobretodo sanitarias, se presupone muy complicado poder realizar valoraciones de los activos inmobiliarios, ya que el contexto actual está completamente condicionado a la incertidumbre que invade todos los sectores. Las valoraciones se efectúan en base a una actividad recurrente de inversión en un mercado líquido, con oferta y demanda que fluctúan naturalmente, con rentas previsibles y tasas de retorno estipuladas en la medida de lo posible.

Con la pandemia, todas las variables son inciertas y no se sabe por dónde van a encaminarse cada una de ellas. La inversión ha sufrido, minorando en un 38%, los inquilinos necesitan ayudas para hacer frente a los pagos y no cerrar su actividad, hecho que no interesa por supuesto tampoco a los propietarios que tratan de evitar perder clientes, pero a la vez saben que deben responder a sus accionistas con rendimientos. Esta desgracia consecutiva dificulta especialmente la salida a flote de las empresas, y además de todo ello, las medidas gubernamentales van orientadas a rescatar la sanidad y fortalecerla al máximo posible. Con este fin, se ha llegado a imponer confinamiento total que limita la capacidad de generación de ahorro para la mayoría de la población.

Como bien se ha destacado durante todo el trabajo, se considera que el impacto no ha sido uniforme, dejando muy debilitado el segmento del retail que necesita una profunda transformación, al igual que el otro gran damnificado que ha sido el hotelero, ya que ha visto minorada la cantidad de turistas en valores tremendamente deprimentes. En el lado opuesto, se encuentra principalmente el segmento logístico que ha registrado volúmenes satisfactorios con incluso un crecimiento destacable. En menor medida, el segmento destinado al alquiler de oficinas, se puede valorar una incidencia positiva sobretodo en los activos Core y Core plus.

Con especial atención en la generación de los flujos de caja y en los factores financieros, los cuales se tratan con extremo cuidado, se tienen que valorar la financiación relativa a los costes y a la capacidad de apalancamiento, además de las tasas de descuento aplicadas en la generación de flujos futuros. Estos serán fundamentales en la determinación del impacto sobre las cuentas de resultados de inversores y propietarios.

Otra tendencia con impacto en dichas valoraciones será la sostenibilidad de los activos y la incidencia en los criterios de la Environmental Social and Governance (ESG), ya que este sector tiene una relevancia particular sobre el impacto medioambiental y sin duda, es hacia esta dirección donde se orienta el mercado. Lo ideal será que beneficios,

crecimiento económico y sostenibilidad vayan de la mano en el progreso de cada uno de los vehículos.

Por todo ello, resulta especialmente difícil poder realizar una valoración, más aún sabiendo o pronosticando que esta situación aún no ha terminado y que queda mucho por delante de incertidumbre que dificultará aún más la estabilización del sector.

Según manifestó el Gobernador del Banco de España, parece que los riesgos para la estabilidad financiera son limitados, lo cuál se puede prever que no haya variaciones inesperadamente vertiginosas. Además, el buen hacer de las SOCIMIs durante los últimos años da pie a una solidez y estabilidad muy interesante que permitan superar y hacer frente a la crisis actual. Papel fundamental ha supuesto la transformación del modelo de compraventa a un modelo orientado al arrendamiento.

Por último, hay que confirmar la necesidad existente de valorar los activos para dar resultados visibles a inversores e interesados, y para ello habrá que adecuar dichas valoraciones al momento en el que estamos inmersos con profesionalidad y ética, sin llevar al engaño escondiendo posibles situaciones delicadas que frenen a los inversores a fijarse en dichos vehículos, hecho que sucedió previamente a la crisis. (Grant Thornton, 2020)

7 CONCLUSIONES

Tras el estudio del origen, el funcionamiento y la evolución de las SOCIMIs a través de su legislación, la información que aparece en la página web BME, así como de los informes y artículos publicados sobre estos vehículos de inversión, orientados al arrendamiento de bienes inmuebles, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

1.- Estas sociedades surgen en el año 2009, en medio de una grave crisis económica e inmobiliaria, como una herramienta útil para poder reactivar el mercado del alquiler en España, siguiendo la estela de figuras similares ya existentes en otros países de nuestro entorno, más conocidas como los REITs.

2.- Como el propio preámbulo de la Ley establece, el objetivo de estas sociedades es profesionalizar el sector del arrendamiento en España, facilitar las inversiones inmobiliarias a los pequeños ahorradores y minimizar las fluctuaciones de los ciclos económicos.

3.- La legislación de origen no tuvo éxito, y apenas tres años de su entrada en vigor, se aprobaron importantes modificaciones en muchos sus requisitos que fomentaron su aparición. Las más significativas incidieron en la eliminación del límite de endeudamiento y su régimen fiscal.

4.- El cambio de régimen fiscal consistió en trasladar la tributación a la sede del accionista, estableciendo por tanto un tipo impositivo del 0% para la sociedad. Esto tuvo una incidencia clara en la entrada masiva de capital extranjero, ya que para los accionistas no residentes fiscales en España que cumplan determinados requisitos puede resultar muy atractivo a nivel impositivo.

5.- Por Ley todas las SOCIMIs están obligadas a cotizar en un mercado regulado. La primera apareció en 2013 y en el año 2020, ya habían registradas 81, de las cuales 4 de ellas: Inmobiliaria Colonial, MERLIN Properties, LAR España Real Estate y Árima Real Estate, cotizaban en el mercado continuo y el resto en el BME Growth.

6.- Son cuatro SOCIMIs (Merlin Propierties, Grupo Lar, GMP, Colonial) que cuentan con un porcentaje muy importante del volumen del mercado, siendo el peso del resto de las SOCIMIs muy residual. Estas SOCIMIs, excepto GMP, cotizan en el mercado continuo y Merlin Propierties y Colonial forman parte de las empresas que conforman el IBEX 35. Los puestos que ocupan son 27 y 24 respectivamente. Las 4 SOCIMIs de la Bolsa, cerraron 2020 con una cotización de sus acciones de 7,78€ Merlin, 8,025€ Colonial, 4,67€ LAR y 8,3 Árima. Se repartieron unos dividendos durante el año 2020, por valor de: 0,16€ para Colonial, 0,15€ y en 2019 para Merlin de un 0,73€ por acción.

7.- Los sectores más importantes son los relativos a inmuebles arrendados como oficinas, ya que 3 de las 4 SOCIMIs del mercado continuo tienen estos activos en sus carteras. Siguiendo los activos que conforman las principales sociedades del BME Growth, consideraríamos el segmento del retail como uno de los más importantes, además de la participación de Merlín y LAR de la Bolsa en dichos activos. Se espera que incremente la relevancia del sector logístico debido a las nuevas formas de negocio derivadas de la crisis por la pandemia Covid-19. Además, las SOCIMIs más afectadas por la pandemia son las que tienen activos hoteleros y/o centros comerciales/retail, ya que la entrada de turistas ha sufrido una caída nunca vivida anteriormente, y la actividad comercial en los locales de calle y centros comerciales se ha visto restringida de forma drástica en este último año.

8.- E Covid-19 en el año 2020 ha ralentizado el elevado crecimiento en el periodo 2014-2019, y ha generado complicaciones en todas ellas. La obligación de reparto de dividendos de al menos el 80% de los beneficios provoca una salida de caja continua, y la llegada de las moratorias establecidas legalmente y los descuentos pactados contractualmente, genera que los flujos de caja estimados a partir del año 2020 no se cumplan en casi la totalidad de ellas.

9.- Los sectores menos comprometidos han sido el industrial por el auge del comercio electrónico y la necesidad de la logística subyacente, así como la vivienda, ya que, a pesar de la disminución del turismo vacacional y la desocupación que se ha producido en muchas viviendas destinadas a este público extranjero, la importante

escasez de vivienda en alquiler en España mantiene, de momento, las rentas y la ocupación en este tipo producto.

10.- La evolución de las SOCIMIs dependerá de la evolución de la economía, si bien a finales del año 2020 el vicepresidente del gobierno, Pablo Iglesias, anunció un nuevo impuesto del 15% sobre los beneficios no distribuidos, que, aunque de momento no ha sido legislado, en caso de aprobarse provocaría una retracción importante en la inversión extranjera.

En resumen, se augura para las SOCIMIs con alto apalancamiento una época muy complicada, y ya se está observando cómo muchas de ellas venden activos no estratégicos con el fin de poder generar la correspondiente plusvalía, y su consiguiente caja, para atender los pagos y devoluciones del capital prestado.

Bibliografía

- Álvarez, J. (2017). Crecimiento y estallido de la burbuja inmobiliaria en España. *Dialnet*, 2-10. Obtenido de <file:///Users/carloslzn96/Downloads/Dialnet-CrecimientoYEstallidoDeLaBurbujaInmobiliariaEnEspa-6245302.pdf>
- Álvarez, L., & Mayordomo, S. (2020). *Evolución de la industria de la inversión colectiva en España entre 2008 y 2019*. Madrid: Banco de España Eurosistema.
- ahorrainvierte.com. (22 de Octubre de 2020). *Socimis - cómo invertir en el sector inmobiliario*. Obtenido de [ahorrainvierte.com: https://ahorrainvierte.com/socimis-como-invertir-en-el-sector-inmobiliario-con-acciones/](https://ahorrainvierte.com/socimis-como-invertir-en-el-sector-inmobiliario-con-acciones/)
- Armanext. (2019). *Informe sector SOCIMI 2019*. Madrid: CincoDias.
- Banco de España. (2020). Evolución reciente de las socimi en España. *Artículos Analíticos Boletín Económico*, 6-8.
- BBVA. (28 de Enero de 2020). *El ratio de eficiencia de una entidad financiera: ¿qué es y cómo se calcula?* Obtenido de BBVA.com: <https://www.bbva.com/es/el-ratio-de-eficiencia-de-una-entidad-financiera-que-es-y-como-se-calcula/>
- BME. (2019). Bolsas y Mercados Españoles. *SOCIMIs. Estabilidad e inversión en el sector inmobiliario*, 25.
- BME. (2020). *bolsamadrid.es*. Obtenido de [bolsamadrid / Mercados / Gráficos: https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Graficos.aspx?tipo=VALORES&cod=ES0105015012](https://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Graficos.aspx?tipo=VALORES&cod=ES0105015012)
- BOE. (3 de diciembre de 2016). *Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las SOCIMI*. Obtenido de [Legislación Consolidada: https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-17000-consolidado.pdf](https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-17000-consolidado.pdf)
- Boves, P. (2019). *SOCIMI - Los nuevos vehículos de inversión inmobiliaria y su desarrollo en el sector hotelero*. Madrid: ICADES.
- Cadena de suministro. (11 de diciembre de 2015). *cadenadesuministro.es*. Obtenido de [cadena de suministro / Noticias: https://www.cadenadesuministro.es/noticias/merlin-properties-entra-en-el-ibex-35/](https://www.cadenadesuministro.es/noticias/merlin-properties-entra-en-el-ibex-35/)
- Calzada, D., García, A., & Lucas, J. L. (2018). *Tratado de la SOCIMI: Un análisis multidisciplinar del REIT español*. Madrid: ISBN.

- Capital Privado. (27 de junio de 2014). *Kpital Privado*. Obtenido de capitalprivado.com:
<http://www.capitalprivado.com.mx/definicion/rendimiento-cash-on-cash-coc/>
- CNMV. (2018). *Intermediación financiera no bancaria en España*. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- CuatroCasas. (2016). Reforma de la regulación del Mercado Alternativo Bursátil: Aspectos generales, empresas en expansión y SOICMIs. *Área Mercantil*, 3-4.
- Díaz, J., & Fernández, P. (2021). *SOCIMIs previo 2020: año sin contagio*. Madrid: renta4banco.
- Economipedia. (10 de Mayo de 2019). *Economipedia: Haciendo fácil la economía*. Obtenido de economipedia.com: <https://economipedia.com/definiciones/margen-neto.html>
- elEconomista. (12 de junio de 2018). *elEconomista.es*. Obtenido de Diccionario de Economía: <https://www.economista.es/diccionario-de-economia/yield>
- elEconomista. (15 de Febrero de 2020). La transformación del mercado inmobiliario desde la burbuja de 2008 para sobrevivir a una nueva realidad económica. *elEconomista.es*, págs. 1-4.
- Espadero, S., & Guiñales, R. (2018). *Tratado de la SOCIMI: Un análisis multidisciplinar del REIT español*. Madrid: Dialnet.
- EUROPA PRESS. (7 de junio de 2017). *europapress.es*. Obtenido de europapress / economía finanzas: <https://www.europapress.es/economia/noticia-colonial-entra-ibex-35-20170607174843.html>
- Fernández, N., & Romero, M. (2016). *Cuadernos de información económica - Las SOCIMI y el mercado inmobiliario*, 61-66.
- Fernández, N., & Romero, M. (2016). *Las Socimi y el mercado inmobiliario*. Madrid: Cuadernos de información económica.
- García, V., & Roibas, I. (2020). *Evolución reciente de las SOCIMIs en España*. Banco de España. Madrid: Boletín Económico, Banco de España.
- Grant Thornton. (3 de diciembre de 2020). Los expertos alertan del impacto negativo de los deterioros contables en la liquidez de las SOCIMIs. *Grant Thornton*, págs. 1-3.
- Hurtado, R. (2009). SOCIMI: las REITS españolas. *Bolsas y mercados españoles*, 52-57.
- IONOS. (18 de Abril de 2019). *Startup Guide IONOS I&I*. Obtenido de IONOS: [https://www.ionos.es/startupguide/gestion/margen-ebitda/#:~:text=El%20margen%20ebitda%20es%20la,y%20el%20total%20de%](https://www.ionos.es/startupguide/gestion/margen-ebitda/#:~:text=El%20margen%20ebitda%20es%20la,y%20el%20total%20de%20)

- 20ventas.&text=El%20margen%20ebitda%20proporciona%20informaci%C3%B3n,tax%2C%20depreciation%20and%20amortization%E2%80%9D.
- JLL. (Octubre 2020). *SOCIMIs. Solidez y valor para la recuperación*. Madrid: bolsasymercados.es.
- López-Herrera, M. d. (2018). *Análisis de la recuperación de la crisis del sector inmobiliario y las SOCIMI como vehículo inversor*. Madrid: ICADE.
- Menéndez, A. y. (2017). Volumen I. En T. Reuters, *Lecciones de Derecho Mercantil*, (pág. 364). Navarra: Civitas.
- Montero, E. (30 de julio de 2020). *La obligación de cotizar en las SOCIMIs (2020)*. Obtenido de ilpabogados: <https://www.ilpabogados.com/la-obligacion-de-cotizar-en-las-socimis-2020/>
- Pérez de Madrid Carreras, V. (2017). La nueva regulación de las SOCIMIS. *El notario del Siglo XXI*, 1-4.
- PWC. (2017). *El auge de la "socimización"*. Madrid: Periscopio Fiscal y Legal.
- PWC. (2 de julio de 2020). *Pwc - Publicaciones - Constucción Inmobiliaria*. Obtenido de PWC: <https://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/assets/socimis-mercado-inmobiliario-espanol.pdf>
- RENTA GARANTIZADA. (23 de agosto de 2017). *Recuperación del mercado inmobiliario español*. Obtenido de rentagarantizada.es: <https://rentagarantizada.es/recuperacion-del-mercado-inmobiliario-espana/#:~:text=La%20recuperaci%C3%B3n%20del%20mercado%20inmobiliario,seg%C3%BAAn%20los%20%C3%BAltimos%20informes%20anuales.&text=Las%20perspectivas%20son%20optimistas%20para,demanda%20de%20>
- Ruíz, D. V. (2019). *La aparición de las SOCIMIs y la recuperación del sector inmobiliario español*. Madrid: ICADE.
- Villarro Bastons, M. (1 de enero de 2013). El nuevo régimen fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. *Cuatrecasas*, págs. 1-3.

