



UNIVERSIDAD
POLITECNICA
DE VALENCIA



-TRABAJO FINAL DE CARRERA-

Las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria como vehículo de inversión. El caso Práctico de una Empresa Familiar.

Alumna: María Viñes Aviñó

Trabajo dirigido por: Alicia Mateos Ronco

Agradecimientos

A mis padres, por el cariño, por su total entrega y dedicación, pero sobre todo por su paciencia.

A Manuel y a Claudia, por creer en mí y por el apoyo incondicional que han demostrado durante todos estos meses.

Gracias de verdad, sin vosotros este proyecto no hubiera visto la luz.

ÍNDICE

1. Introducción	16
1.1. Resumen.....	16
1.2. Objeto del TFC y justificación de asignaturas relacionadas	17
1.3. Objetivos y metodología	18
2. Análisis del sector inmobiliario (2006 a 2013) a nivel nacional	22
2.1. Análisis coyuntural.....	22
2.2. Evolución.....	31
2.2.1. El mercado residencial.....	31
2.2.2. El régimen de alquiler.....	36
3. Las SOCIMI como vehículo de inversión inmobiliaria	42
3.1. La inversión Inmobiliaria en otros países. Los REITS.....	41
3.1.1. Origen y evolución	44
3.1.2. Los REITS en Estados Unidos	47
3.1.3. Los REITS en el resto del mundo.....	63
3.2. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIS).....	66
3.2.1. Concepto.....	66
3.2.2. Origen. De REIT a SOCIMI	67
3.2.3. Requisitos	71
3.2.4. Activos que pueden y no pueden formar parte de una SOCIMI.....	73
3.2.5. Destinatarios – propietarios inmobiliarios y gestores.....	73
3.2.6. Régimen de entrada y de salida.....	74
3.2.7. Formalización de la opción por el régimen	74
3.2.8. Obligaciones de información de las SOCIMI.....	75
3.2.9. Pérdida del régimen fiscal especial.....	76
3.2.10. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB).....	76
3.2.10.1.¿Qué es el MAB?.....	76
3.2.10.2.Plataformas. SIBE e IBERCLEAR	77
3.2.10.3.Razones por las que cotizar en el MAB	79
3.2.10.4.Agentes independientes para la puesta en cotización de la SOCIMI ..	81
3.2.11. Comparación de SOCIMI con otros vehículos de inversión.....	82
3.3. Régimen fiscal de SOCIMI.....	90

3.3.1.	Régimen fiscal especial	90
3.3.2.	Comparación Ley 16/2012 con la anterior Ley 11/2009	94
3.3.3.	Ventajas fiscales de las SOCIMI	96
4.	Constitución de una SOCIMI y su incorporación al MAB. Caso práctico: Promociones	
	Alsia S.L	98
4.1.	Descripción de la empresa	101
4.1.1.	Constitución y régimen legal	101
4.1.2.	Hitos más relevantes de la sociedad	102
4.1.3.	Evolución del capital social de la sociedad	102
4.2.	Análisis de la estructura accionarial, estatutos y órganos de gobierno de la sociedad	104
4.2.1.	Características del órgano de administración	104
4.3.	Razones por las que se ha decidido solicitar la incorporación al MAB	105
4.4.	Información financiera de los ejercicios 2011,2012 y 2013	105
4.4.1.	Análisis de la situación patrimonial	113
4.4.1.1.	Estudio del Balance de situación	113
4.4.1.2.	Análisis de la situación de liquidez	117
4.4.1.3.	Análisis de la situación de endeudamiento	120
4.4.1.4.	Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y Estado de Flujos de Efectivo	122
4.4.1.5.	Estudio de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias	127
4.4.1.6.	Estudio de la Gestión del Capital Circulante	132
4.4.1.7.	Análisis de los Ratios de Rentabilidad	135
4.5.	Valoración de los Fondos Propios de la Sociedad	141
4.5.1.	Método de Descuento de Flujos de Caja	142
4.5.1.1.	Determinación del flujo de caja adecuado	142
4.5.1.2.	Proyecciones Financieras.....	142
4.5.1.3.	Cálculo de los Flujos de Caja Libre.....	145
4.5.1.4.	Cálculo de la Tasa de Descuento	147
4.5.1.5.	Descuento de los Flujos de Caja Libre	149
4.5.1.6.	Estimación del Valor de Continuación	150
4.5.1.7.	Análisis de sensibilidad de los parámetros fundamentales	151
4.5.1.7.1.	Análisis de sensibilidad.....	151
4.5.1.7.1.1.	Conclusiones	156

4.6. Condiciones de la Oferta Pública de Suscripción y la Oferta Pública de Venta	156
4.6.1. Oferta Pública de Suscripción (OPS)	156
4.6.2. Oferta Pública de Venta (OPV)	158
4.6.3. Limitaciones a la transmisión de acciones.....	160
4.7. Descripción de los activos inmobiliarios	160
4.7.1. Descripción general	160
4.7.2. Situación y estado de los activos inmobiliarios	175
4.7.3. Periodo de amortización y gestión	175
4.7.4. Posicionamiento de mercado	176
4.8. Factores de riesgo	177
4.8.1. Riesgos fiscales	177
4.8.2. Riesgos relativos a la estructura financiera	177
4.8.3. Riesgos vinculados a la actividad desarrollada por la compañía.....	178
4.8.4. Riesgos ligados a las acciones de la compañía	179
4.9. Contratación del Proveedor de Liquidez y del Asesor Registrado	179
4.10. Estrategias futuras.....	181
4.10.1. Análisis de los activos	182
4.10.2. Elección de la alternativa de inversión	201
5. Conclusiones	203

Bibliografía

Anexos

ÍNDICE DE TABLAS, GRÁFICAS Y FIGURAS

Figura 1. Evolución trimestral de indicadores económicos	23
Gráfico 1. Variación interanual del PIB y el VAB del sector de la construcción (2007-2013)	24
Figura 2. Producto Interior Bruto a precios de mercado y los componentes que lo forman. Tasa de variación interanual	24
Figura 3. Composición del mercado laboral. Tercer trimestre 2013	26
Gráfico 2. Tasa de variación interanual de puestos de trabajo	26
Figura 4. Tasa de variación interanual IPC, diferenciando entre bienes y servicios	27
Figura 5. Evolución del déficit de las Administraciones Públicas.....	28
Figura 6. Composición del sector empresarial español	28
Gráfico 3. Tasa de variación anual del Euribor	29
Gráfico 4. Número de hipotecas constituidas. Evolución.....	30
Gráfico 5. Número de hipotecas constituidas y su importe. Evolución.....	30
Gráfico 6. Licitación oficial de obra residencial en España (2007-2013)	32
Gráfico 7. Compraventa de viviendas	32
Gráfico 8. Número de viviendas libres iniciadas	33
Gráfico 9. Número de viviendas libres terminadas.....	34
Gráfico 10. Crédito concedido al sector de la construcción, términos porcentuales (2007 -2013)	34
Gráfico 11. Precio medio de la vivienda	35
Figura 7. Evolución términos porcentuales del Índice Precio al Consumo y el Índice General de Precio Viviendas	36
Figura 8. Porcentaje de viviendas en régimen de alquiler o propiedad. Países Unión Europea.	37
Figura 9. Distribución del régimen de tenencia de la vivienda principal en España. Porcentajes.	37
Figura 10. Evolución trimestral de indicadores económicos	39
Tabla 1. Resumen de las principales características de los REITS.....	43
Figura 11. Esquema de las relaciones entre los diferentes agentes y flujos monetarios.....	44

Gráfico 11. Etapas en la evolución de los REITS.....	47
Gráfico 12. Capital alcanzado en las ofertas públicas primarias y secundarias en el periodo 1992 – 1999(Millones de dólares).....	50
Gráfico 13. Número de Ofertas Públicas Primarias y Secundarias entre los años 1992-1999.	50
Gráfico 14. Número de REITS que componen el índice FTSE NAREIT ALL REITS entre 2003-2012	51
Tabla 2. Rentabilidad en tantos por cien de los distintos índices.....	52
Gráfico 15. Comparación de los distintos índices cotizados.....	53
Gráfico 16. Evolución del número de REITS, según tipo entre 1972 - 2012.	53
Gráfico 17. Distribución de REITS según tipo de uso	57
Gráfico 18. Sectores distribuidos por capitalización de mercado	58
Gráfico 19. Sectores según dividendo repartido (%)	58
Tabla 3. Características principales del método de Descuento de Flujos de Caja.....	60
Tabla 4. Esquema método NAV	61
Figura 12. Índices registrados en la asociación NAREIT	62
Gráfico 20. Retornos actuales, a un año y a tres años de los índices más destacados	63
Gráfico 21. Países con régimen REIT por orden de incorporación	64
Gráfico 22. Países con régimen REIT y próximos a su incorporación.	65
Gráfico 23. Número de REITS. Europa	65
Gráfico 24. Capitalización de mercado según país	66
Tabla 5. Evolución del Anteproyecto de Ley 11/2009.	69
Tabla 6. Inmuebles de características especiales	73
Tabla 7. Inversores interesados en invertir en SOCIMI	73
Tabla 8. Resumen de las principales características para incorporarse al MAB.....	80
Figura 13. Funciones del Asesor Registrado	81
Tabla 9. Porcentajes máximos del patrimonio de la IIC según tipo de sociedad o valores	84
Tabla 10. Porcentajes mínimo de inversión según fondo o sociedad	85
Tabla 11. Porcentajes máximos de comisiones	85

Tabla 12. Comparación de los diferentes vehículos de inversión.....	89
Tabla 13. Verificación de cumplimiento de la Ley 16/2012 para acogerse al régimen fiscal especial.....	99
Figura 14. Eje cronológico.....	101
Tabla 14. Accionistas en fecha de constitución.....	103
Tabla 15. Accionistas en fecha previa a incorporación SOCIMI.....	103
Figura 15. Composición del Consejo de Administración de Promociones Alsia SOCIMI S.A....	105
Tabla 16. Amortizaciones ejercicios 2011-2013.....	108
Tabla 17. Valor de los terrenos-en euros-, diferenciados por clase de activo.....	108
Tabla 18. Valor de las construcciones –en euros-, diferenciadas por clase de activo.....	109
Tabla 19. Composición accionarial a 31.12.2013.....	109
Tabla 20. Deudas a corto plazo y largo plazo con entidades de crédito, en euros.....	110
Tabla 21. Cantidad de deudas pendientes, en euros.....	110
Tabla 22. Composición del préstamo para el Parking.....	111
Tabla 23. Composición del préstamo para el Hotel.....	111
Tabla 24. Tipo de interés según años.....	111
Tabla 25. Saldos con la Administración Pública.....	112
Tabla 26. Resumen de las masas patrimoniales del ejercicio 2010-2013.....	114
Gráfico 25. Desglose del Activo y Pasivo por masas patrimoniales.....	115
Tabla 27. Composición de las masas patrimoniales del sector. Datos 2012.....	116
Tabla 28. Fondo de maniobra de la compañía. Datos en euros.....	117
Tabla 29. Ratios de solvencia, liquidez y endeudamiento. Datos en porcentajes.....	118
Tabla 30. Ratios de solvencia, liquidez y endeudamiento del sector. Datos en porcentajes...	119
Gráfico 26. Evolución del ratio de liquidez de Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	119
Gráfico 27. Evolución del ratio del test ácido de Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	120
Tabla 31. Ratios de endeudamiento de Alsia SOCIMI S.A.....	120
Gráfico 28. Evolución del ratio de endeudamiento de Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	121
Gráfico 29. Evolución del ratio de autonomía financiera de Promociones Alsia SOCIMI S.A ..	121

Tabla 32. Estado de Ingresos y Gastos reconocidos. Datos en euros.....	123
Tabla 33. Estado Total de Cambios en el PN.....	123
Tabla 34. Composición del Patrimonio Neto de la compañía Promociones Alsia SOCIMI S.A.	124
Tabla 35. E.F.E de la compañía Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	125
Tabla 36. Cuenta analítica de explotación. Datos en euros y en %.....	128
Tabla 37. Ingresos generados por el hotel y por el aparcamiento	129
Gráfico 30. Evolución de los consumos de Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	130
Tabla 38. Gastos de personal generados. Datos en euros.....	130
Gráfico 31. Evolución de los gastos de personal de Promociones Alsia SOCIMI S.A.....	131
Gráfico 32. Evolución de los gastos financieros de Promociones Alsia SOCIMI S.A	132
Gráfico 33. Evolución del resultado antes de impuestos de Promociones Alsia SOCIMI S.A...	132
Tabla 39. Gestión del activo circulante. Datos en euros.	133
Gráfico 34. Evolución del NOF y Fondo de Maniobra de Promociones Alsia SOCIMI S.A	134
Gráfico 35. Evolución del Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja de Promociones Alsia SOCIMI S.A	135
Tabla 40. Rentabilidad financiera y económica. Datos en porcentaje.	136
Gráfico 36. Evolución Apalancamiento, Rotación y Margen de Promociones Alsia SOCIMI S.A	137
Tabla 41. Descomposición por conceptos del Apalancamiento Financiero	137
Gráfico 37. Evolución de la Rentabilidad Financiera de Promociones Alsia SOCIMI S.A	138
Tabla 42. Flujos de caja proyectados (2014 a 2013), en euros.....	144
Tabla 43. Esquema para obtener el FCL.....	145
Tabla 44. Flujos de Caja Libres (2014-2023). Datos en euros.....	146
Tabla 45. Componentes para el cálculo de la Tasa de Descuento a 31/12/2013.....	148
Tabla 46. Coste de los recursos ajenos	148
Tabla 47. Evolución del IBEX desde 1993 a 2013.....	149
Tabla 48. Valor total de la sociedad.....	151
Tabla 49. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos de los flujos de explotación.....	152

Tabla 50. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos de “g”	153
Tabla 51. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos del CMPC.	153
Tabla 52. Escenarios para el crecimiento de los flujos de explotación.....	154
Tabla 53. Escenarios para el crecimiento del parámetro “g”	154
Tabla 54. Escenarios para el crecimiento del coste medio ponderado de capital	155
Tabla 55. Escenarios con la combinación de las tres variables y sus respectivas variaciones..	155
Tabla 56. Fondos Propios.....	157
Tabla 57. Oferta Pública de Suscripción	157
Tabla 58. Oferta Pública de Venta	158
Tabla 59. Composición del accionariado antes de la OPS y OPV	158
Tabla 60. Composición del accionariado una vez realizada la OPS y OPV	159
Tabla 61. Composición del accionariado una vez realizada la OPS- Segundo paso.....	159
Tabla 62. Resumen de los activos inmobiliarios de la compañía.....	160
Tabla 63. Valor estimado de mercado de los activos inmobiliarios.	160
Gráfico 38. Distribución de la cartera por tipología – según valor de activos.....	161
Tabla 64. Ingresos del Hotel	163
Tabla 65. Desglose por concepto de Alojamiento.	164
Tabla 66. Desglose por concepto de Restaurante.....	165
Tabla 67. Desglose por concepto de Cafetería	165
Tabla 68. Gastos del Hotel	166
Tabla 69. Desglose Amortización del Hotel por conceptos	167
Tabla 70. Flujos de caja generados por el hotel	167
Tabla 71. Valor de reposición	169
Tabla 72. Ingresos del Parking	169
Tabla 73. Ingresos por rotación.	170
Tabla 74. Ingresos por abonados.....	170
Tabla 75. Ingresos por espacios menores.....	171

Tabla 76. Ingresos por publicidad	171
Tabla 77. Gastos del Parking.....	172
Tabla 78. Desglose en concepto de amortización del Parking.....	173
Tabla 79. Flujos caja del Parking.....	173
Tabla 80. Valor de reversión del suelo del Parking.....	174
Tabla 81. Tasa de disponibilidad según zona (%).....	183
Tabla 82. Resumen tendencias centros comerciales.....	184
Tabla 83. DAFO del centro comercial	185
Tabla 84. Flujos de Caja de la Galería Centrum	190
Tabla 85. Principales tendencias de los mercados hoteleros	193
Tabla 86. DAFO del hotel.	194
Tabla 87. Flujos de Caja del Hotel Parque Central Valencia... ..	199

1.INTRODUCCIÓN

1.1. Resumen	16
1.2. Objetivo del TFC y justificación de las asignaturas relacionadas.....	17
1.3. Objetivos y metodología.....	18

1. Introducción.

1.1. Resumen.

En los últimos meses las noticias sobre Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria Cotizadas – SOCIMIS-, abundan en todos los periódicos económicos del país, se han convertido en uno de los instrumentos de inversión con más interés en un mercado donde es esperada la tan nombrada reactivación del crecimiento económico, así como, la generación de empleo. En el trabajo que se presenta a continuación se ha pretendido realizar una pequeña aproximación a esta área singular en el marco de un nuevo mercado inmobiliario.

Como introducción al trabajo propiamente dicho, se ha realizado una reflexión y aproximación al sector inmobiliario español, que tanto peso ha tenido en el crecimiento del país en los últimos años, análisis que versará sobre el mercado de la vivienda tanto en su aspecto residencial como en alquiler.

La primera parte del trabajo consiste en mostrar el origen de este tipo de sociedades mercantiles, más allá de nuestras fronteras, en países con una cultura social y financiera diferente a la aplicable en España. Estudiaremos el surgimiento de los REITs, la evolución que han seguido hasta nuestros días, el marco jurídico en el que operan, y las características y particulares de los diferentes tipos. Todo ello tanto en su país de origen, Estados Unidos de América como en tantos otros de diversos continentes.

La parte central del trabajo teórico consistirá en dar a conocer las características de las SOCIMIS – Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria, compañías de reciente creación. Se analizará en profundidad las características de las mismas, comparándose con otras de parecidas características en el mercado y analizando en profundidad la fiscalidad de estas y su repercusión final en los accionistas.

Finalmente se analizará el caso práctico de una SOCIMI, desde antes de que tome ese nombre, pasando por el análisis de sus activos inmobiliarios, balances y cuentas de pérdidas y ganancias, para finalmente desembarcar en un mercado cotizado ofreciendo a los inversores la participación en la compañía a cambio de una rentabilidad.

La parte final del trabajo consistirá en el análisis en igual forma que la mencionada en el punto anterior, pero respecto de otros activos inmobiliarios en que podría tener interés en invertir la SOCIMI.

1.2. Objeto del TFC y justificación de asignaturas relacionadas.

El Trabajo Final de Carrera –TFC- constituye el paso final hacia la obtención del título de licenciado en Administración y Dirección de Empresas. La finalidad del mismo reside en establecer una relación entre los estudios cursados en la universidad y la actividad profesional de un licenciado en ADE. Por ello resulta de vital importancia la elección de una temática basada en problemas reales y similares a los que debería enfrentar un futuro licenciado en su actividad laboral. Así pues, se ha pretendido dar un enfoque hacia uno de los sectores en los que se podría desarrollar una futura actividad profesional, como es las actividades de intermediación financiera y que es de gran interés personal.

El objeto de este Trabajo Final de Carrera es la transformación de una inmobiliaria de Responsabilidad Limitada en una Sociedad Cotizada de Inversión Inmobiliaria, y la realización de todos los trámites necesarios para poder acogerse al Régimen Fiscal Especial recogido en la Ley 16/2012.

A continuación se muestran las diferentes asignaturas cursadas que guardan relación con el TFC realizado. En cada uno de los capítulos contemplados han sido puestos en práctica diferentes conceptos aprendidos en las materias indicadas, dándose el caso de que algunos hayan estado presentes en más de una asignatura. En concreto el caso del presente TFC “Las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria como vehículo de inversión. El caso Práctico de una Empresa Familiar”, no ha sido enseñado en ninguna de las materias cursadas, como tal, a lo largo de la licenciatura. No obstante, si pueden asociarse a conceptos vistos en diferentes materias cursadas.

Contabilidad Financiera

Esta asignatura nos proporciona la base para la comprensión y el posterior análisis de las cuentas anuales de la empresa. Considero imprescindible el manejo de conocimientos básicos contables para poder trabajar con el Balance de Situación y la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que aparecerán en el apartado “Consultoría Patrimonial”. No obstante, a lo largo de todo el proyecto trabajaremos con conceptos relacionados con la asignatura.

Contabilidad de Sociedades

En esta asignatura se estudia toda la operativa de fusión, adquisición, creación y escisión de sociedades. El primer punto del caso práctico será la transformación de una Sociedad de Responsabilidad Limitada en una Cotizada de Inversión Inmobiliaria. Pese a que la asignatura solo se centra en las Sociedades de Responsabilidad Limitada y las Sociedades Anónimas, su creación es muy similar a la Sociedad Cotizada de Inversión Inmobiliaria por lo que nos será de gran ayuda el conocimiento de las operaciones típicas que realizan las sociedades en base a la legislación mercantil.

Contabilidad General y Analítica

La gran parte de esta materia está orientada al análisis económico-financiero de la empresa. De esta manera, podemos aplicar de manera práctica los conocimientos adquiridos a través del análisis de la empresa constituida. Gracias al análisis previo de la situación económico-

financiera de la compañía determinaremos si cumple los requisitos para cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil y con ello beneficiarse de los incentivos fiscales.

Gestión Fiscal de la Empresa

Tal y como se comenta en la descripción del trabajo final de carrera, este versará sobre las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria. El gran atractivo de estos vehículos de inversión es su fiscalidad. Por lo tanto, es imprescindible el manejo del contenido de esta asignatura para poder comprender el régimen especial de tributación de estas sociedades de inversión inmobiliaria. Con ello, entender los beneficios fiscales que la empresa obtendrá con su transformación.

Matemáticas Financieras y Dirección Financiera

En ambas asignaturas se tratan temas relacionados con la rentabilidad de inversiones y la financiación, cuestiones de elevada importancia en la fase de Preparación para la salida de la sociedad al Mercado Alternativo Bursátil. Se procederá al análisis del cash-flow de la compañía, así como, un plan de previsiones de ingresos y costes futuros.

Derecho de la Empresa

Algunos de los conceptos a los que se refieren en esta asignatura serán tratados en el proyecto. Es conveniente conocer conceptos de la temática legal ya que aparecen a lo largo de todo el trabajo. No obstante, dentro de la primera fase para la constitución de la SOCIMI es fundamental.

1.3. Objetivos y metodología.

El objetivo ha sido doble, por una parte se ha centrado en el estudio de la creación de las SOCIMIS como vehículo de inversión, primero en otros países de nuestro entorno y posteriormente en España, y por otro el análisis de valoración e inversión en una compañía con diversos activos.

El objetivo inicial es el análisis de una nueva modalidad de inversión, las SOCIMIS, poco conocida en España, tanto por su reciente implantación como por la poca acogida que tuvo en sus inicios. Modalidad de inversión que en cambio si está muy consolidada en multitud de países de todo el mundo.

Asimismo, se obtendrá una visión del mercado inmobiliario, en el que deberán destacarse tanto los aciertos en que ha incurrido un sector tan primordial en el desarrollo del Producto Interior Bruto del país, como los indudables errores que se han cometido.

Y finalmente el análisis profundo de los datos de la compañía dará como resultado el que los inversores tras recibir la información de terceros independientes (asesor registro y proveedor de liquidez), realicen su inversión con una mayor seguridad.

En resumen, en conjunto pretenderemos plasmar en el desarrollo del análisis de la compañía, desde la composición de los activos inmobiliarios de que consta, pasando por el análisis de sus

cuentas de balance y resultados, al igual, que sus inversiones a futuro; todos los conocimientos teóricos que hemos recibido a lo largo de nuestros estudios universitarios.

Para la realización del presente TFC hemos llevado a cabo un estudio pormenorizado de la situación actual de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria a través de la bibliografía disponible a nuestro alcance, que se encuentra expuesta al final de este trabajo. Por otro lado, aplicaremos estos conceptos en el análisis de la transformación de una inmobiliaria familiar en una SOCIMI y su posterior incorporación al Mercado Alternativo Bursátil.

Destacar que para el modelo de valoración de compañías, este se ha realizado de acuerdo con el método del descuento de flujos de caja como base para realizar la ampliación de capital y salida al mercado bursátil, de la sociedad.

Por motivos de confidencialidad nos vemos obligados a ocultar toda aquella información que permita identificar los activos inmobiliarios presentados en este trabajo.

2. ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO (2006 – 2013) A NIVEL NACIONAL.

2.1. Análisis coyuntural.....	22
2.2. Evolución.....	31

2. Análisis del sector inmobiliario (2006 - 2013) a nivel nacional.

La finalidad de este primer capítulo del TFC, será conocer y aproximarse a la situación que atraviesa el sector inmobiliario.

El mercado inmobiliario es el marco en el que se desarrollan todas las transacciones económicas que tienen por objeto inmediato la propiedad o disfrute de un bien.

En los últimos 60 años la política de vivienda en nuestro país ha incentivado la compra de la vivienda en propiedad frente a la vivienda en alquiler, debido, entre otras causas, a una discriminación fiscal positiva para la compraventa, a una gran lentitud en la resolución de conflictos relacionados con el arrendamiento, a la inexistencia de un mercado profesional de vivienda en alquiler, al porcentaje casi nulo de vivienda protegida en alquiler y a la existencia de un débil Estado del bienestar que favorecía la propiedad como sistema de ahorro, como activo económico, y como protección frente a carentes o insuficientes ayudas sociales.

Principales características del mercado inmobiliario.

Las principales características que este sector presenta respecto a otros mercados son:

- La fijación de un precio adecuado puede sufrir grandes variaciones, ya que:
 - Se dan un menor número de operaciones.
 - Existe una mayor diversidad de componentes en la transacción, cada inmueble puede estar condicionado por unas variables, de forma que dos edificios situados en zonas próximas pueden tener una valoración totalmente distinta.
- Los activos solo pueden valorarse por referencias próximas, pero nunca exactas.
- Salvo en ocasiones puntuales, el mercado se caracteriza por la dificultad en la realización de los activos, es decir, la baja capacidad de generar liquidez a corto plazo, debido a:
 - El elevado importe de las operaciones.
 - Los trámites legales que se deben seguir para las mismas.

2.1. Análisis coyuntural.

A continuación realizaremos un estudio en profundidad de la coyuntura económica del país, a través de sus indicadores económicos más importantes, para poder entender la situación actual del sector inmobiliario.

El producto interior bruto.

De acuerdo con la estimación preliminar del INE, el PIB de la economía española registró un crecimiento del 0,1%¹ en el tercer trimestre de 2013, la primera tasa positiva de crecimiento tras varios trimestres de contracción tal y como observamos en la figura 1.

En términos anuales, el PIB ralentizó su decrecimiento en el tercer trimestre de 2013, situándose en un -1,1%, frente al -1,6% del mismo trimestre del año precedente (2012). Ello

¹ En términos corregidos de efectos estacionales y de calendario

debido en gran parte a una contribución menos negativa de la demanda nacional. Según fuentes del INE, la economía española registró un crecimiento del 0,4% en el primer trimestre de 2014.

Figura 1. Evolución trimestral de indicadores económicos

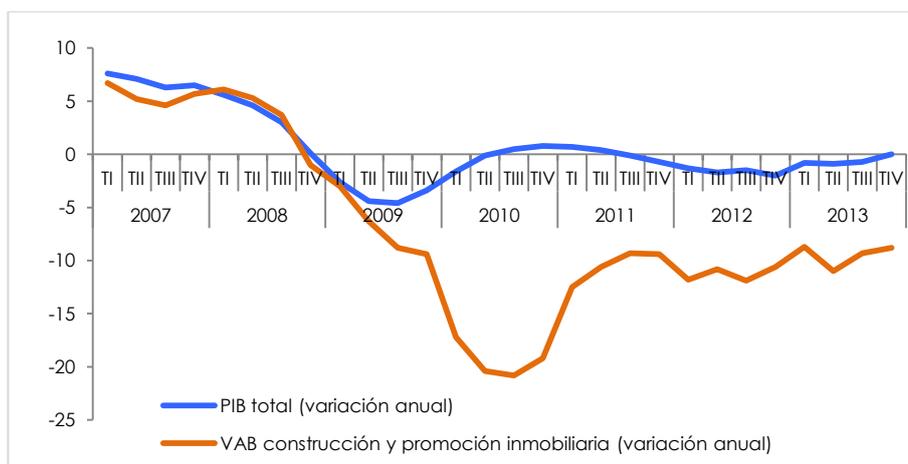
	2012				2013		
	TR I	TR II	TR III	TR IV	TR I	TR II	TR III
Producto Interior Bruto a precios de mercado	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	0,1
Gasto en consumo final de los hogares	0,30	-1,20	-0,70	-2,00	-0,60 €	-0,10	0,40
Gasto en consumo final de las ISFLSH	-0,20	1,30	-0,40	-1,00	-1,10 €	2,20	0,20
Gasto en consumo final de las AAPP	-1,80	0,00	-3,00	-0,30	1,30 €	-0,90	0,10
Formación bruta de capital fijo	-1,70	-3,30	0,20	-3,00	-1,60 €	-2,00	0,20
-Activos fijos materiales	-2,40	-3,40	-0,20	-2,60	-2,20 €	-1,80	-0,20
. Construcción	-3,50	-4,20	-1,30	-1,30	-3,70 €	-4,70	-1,00
.Bienes de equipo y activos cultivados	0,10	-1,80	1,90	-5,00	0,60 €	3,80	1,10
-Activos fijos inmateriales	6,10	-2,30	4,10	-7,00	5,40 €	-4,60	4,20
Exportaciones de bienes y servicios	-3,10	0,60	6,50	0,60	-4,30 €	6,40	2,20
Importaciones de bienes y servicios	-3,30	-2,20	4,60	-2,60	-4,50 €	5,20	2,80

Fuente: Banco de España

Si comparamos el PIB con el Valor Añadido Bruto, en adelante VAB, del sector de la construcción, el PIB español empezó a decrecer a partir del último trimestre de 2008 y no ha sido hasta el tercer trimestre de 2010 cuando ha registrado cifras de crecimiento positivo. Pese a su ligera recuperación en 2011, volvió a caer a inicios de 2012 continuando la tendencia a finales de 2013. El sector de la construcción, por su parte, inició su particular depresión a partir del segundo trimestre de 2008 y, todavía en el cierre de 2013, sigue registrando tasas negativas de crecimiento del valor aportado a la economía.

La actividad constructora ha sido desde siempre uno de los sectores más dinámicos de la economía española a lo largo de los últimos años, precedentes al estallido de la burbuja inmobiliaria, pues pese a ser la tercera rama de actividad por orden de importancia, tras los sectores servicios e industria experimentó el mayor crecimiento anual entre los años 2004-2006.

Gráfico 1. Variación interanual del PIB y el VAB del sector de la construcción (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Demanda Nacional.

Como hemos comentado anteriormente en el tercer trimestre de 2013, la mejoría del Producto Interior Bruto se debe a una mayor Demanda Nacional, a pesar de continuar siendo negativa. Así, hubo una mejora de un punto y dos décimas respecto a la registrada el segundo trimestre de 2013. Entre los principales componentes de esta, la inversión en capital fijo y el consumo final, la mejora se debe a esta última. En el mismo sentido, el gasto final de los hogares y el de las Administraciones Públicas mejora. (Figura 2)

Figura 2. Producto Interior Bruto a precios de mercado y los componentes que lo forman. Tasa de variación interanual.

	2012				2013		
	TR I	TR II	TR III	TR IV	TR I	TR II	TR III
Producto Interior Bruto a precios de mercado	-1,2	-1,6	-1,7	-2,1	-2	-1,6	-1,1
Gasto en consumo final de los hogares	-1,8	-3,1	-2,8	-3,6	-4,4	-3,3	-2,2
Gasto en consumo final de las ISFLSH	-0,1	-0,4	0	-0,2	-1,1	-0,3	0,2
Gasto en consumo final de las AAPP	-4,9	-4,4	-4,9	-5	-2	-2,8	0,3
Formación bruta de capital fijo	-6	-6,9	-7,5	-7,7	-7,5	-6,3	-6,3
-Activos fijos materiales	-6,8	-7,6	-8,6	-8,3	-8,2	-6,6	-6,6
. Construcción	-8,6	-9,3	-10,9	-10	-10,2	-10,7	-10,3
.Bienes de equipo y activos cultivados	-2,9	-4,3	-3,8	-4,8	-4,3	1	0,2
-Activos fijos inmateriales	3,6	2,6	4,8	0,4	-0,3	-2,7	-2,5
Demanda Nacional (*)	-3,4	-4,2	-4,2	-4,7	-4,4	-3,7	-2,5
Exportaciones de bienes y servicios	0,1	0,5	3,3	4,4	3,1	9,1	4,7
Importaciones de bienes y servicios	-6,9	-7,7	-4,6	-3,5	-4,7	2,5	0,7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Demanda Externa.

En el caso de la demanda externa, se reduce la aportación al PIB trimestral en siete décimas respecto al trimestre anterior (de 2,1 a 1,4 puntos), tanto exportaciones como importaciones se vieron reducidas. Las exportaciones disminuyen en mayor medida que las importaciones. No obstante, la contribución al PIB sigue siendo positiva, aunque inferior, por encima de la demanda nacional que sigue acusando la paralización de la actividad en España.

Sectores productivos.

El valor añadido bruto del **sector primario** registra un decrecimiento del -2,1% frente al 0,5% del trimestre anterior, siendo junto al de la construcción el más perjudicado.

Por su parte, el **sector industrial** ralentiza su decrecimiento en un punto y seis décimas con respecto el tercer trimestre con un valor actual de -1,0%.

Finalmente, el **sector servicios** al igual que el industrial reduce su decrecimiento, mejorando en todas las ramas excepto en la de servicios de información y comunicaciones. Destacar que las ramas de comercio, transporte y hostelería y la de actividades artísticas, recreativas y otros servicios tienen una variación positiva.

La aportación de todos los sectores al producto interior bruto continúa siendo negativa, aunque mejor que en trimestres precedentes.

Mercado laboral.

A principios de 2013, el gobierno aprobó un conjunto de medidas de estímulo a la creación de empleo, apoyo a la actividad emprendedora y mejora de la intermediación laboral. Por otra parte, en el terreno de la Seguridad Social, y con el objetivo de prolongar la vida laboral y hacer uso más eficiente de las fórmulas de transición hacia la jubilación, modificó las condiciones de acceso a la jubilación anticipada y parcial.

En el tercer trimestre de 2013, el empleo² disminuye su decrecimiento anual en siete décimas, hasta el -3,2%. Esta tasa supone la reducción de 522 mil empleos netos a tiempo completo en un año.

Esta sería la situación española, en cuanto a empleo, a 1 de Diciembre de 2013.

² Medido en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

Figura 3. Composición del mercado laboral. Tercer trimestre 2013.³

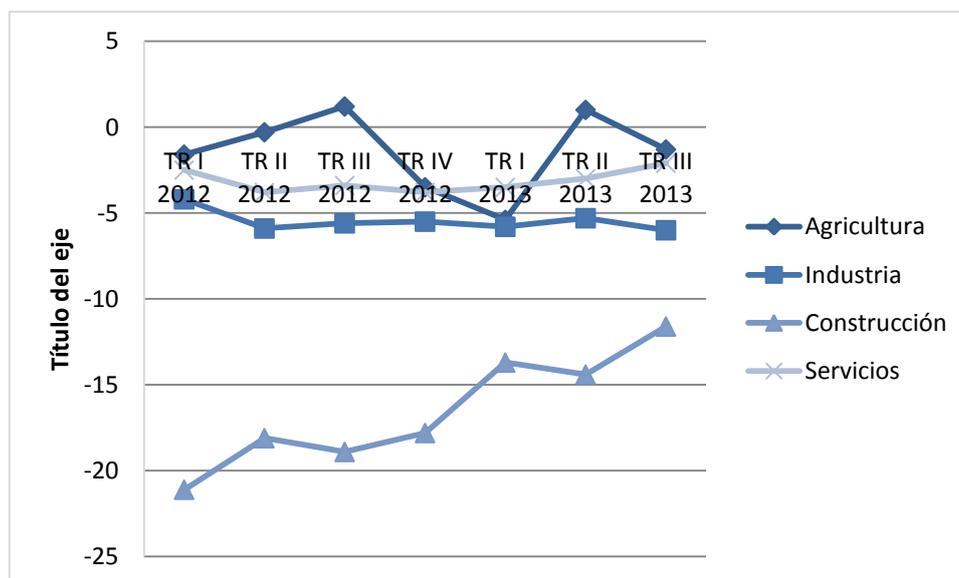
	TR actual	Variación sobre TR anterior (%)	Variación sobre igual TR año anterior(%)
Población de más de 16 años	38.141,10	-0,22	-0,73
Activos	22.728,00	-0,15	-1,6
-Ocupados	16.823,20	0,24	-2,87
-Parados	5.904,70	-1,22	2,19
Inactivos	15.413,10	-0,34	0,6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

Así, en el último boletín económico del Banco de España de noviembre de 2013 se muestra una mejoría significativa en el mercado laboral. Por un lado, las afiliaciones a la Seguridad Social⁴, crecieron en 55.000 personas en octubre, manteniendo la tendencia a la moderación de su ritmo interanual de descenso, hasta situarse en el -1,3 %. De hecho, las cifras corregidas de estacionalidad mostrarían leves aumentos intermensuales del empleo por primera vez desde febrero de 2008.

Si nos centramos en las ramas sectoriales, en el siguiente gráfico se muestra la evolución del empleo durante los trimestres de 2012 y 2013, en términos de ocupación y diferenciado entre sectores.

Gráfico 2. Tasa de variación interanual de puestos de trabajo.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

³ Los datos del cuadro son en millones.

⁴ Excluyendo a los cuidadores no profesionales.

El sector de la construcción sigue siendo el más perjudicado durante estos últimos años. No obstante, destacó la ralentización del descenso del empleo, observando que en términos relativos está mejorando en mayor medida que los otros sectores. En cuanto al sector servicios, sigue su tendencia al alza corroborando que se trata del sector más competitivo en nuestro país y que por ello es el que más puestos de trabajo genera.

Finalmente, tanto el sector primario como el industrial cierran el año con una evolución negativa que muestra la delicada situación que sigue atravesando el país.

Precios.

En el tercer trimestre de 2013, el IPC disminuyó en cuatro décimas su tasa de variación interanual, hasta el -0,1%. Esto es debido, en gran parte, por el aumento de los tipos de IVA en septiembre de 2012 y por el notable incremento en las tasas universitarias que tuvo lugar en octubre del año pasado.

En la última nota de prensa del INE, la tasa de variación anual del IPC en el mes de enero es del 0,2% de 2014, una décima por debajo de la registrada en el mes anterior. Es la tasa más baja registrada por el IPC en un mes de enero desde que comenzó la serie, en el año 1961.

Figura 4. Tasa de variación interanual IPC, diferenciando entre bienes y servicios.



Fuente: Banco de España. Boletín Económico Trimestral.

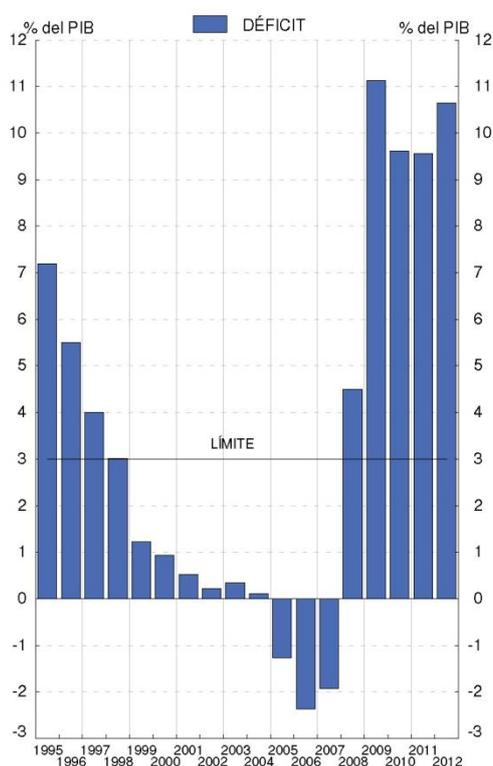
Tanto los bienes como los servicios van en concordancia, siendo los grupos con mayor influencia en esta variación: el transporte (-0,4%), bebidas alcohólicas (2,9%) y tabaco y la vivienda (1,1%).

Sector público y empresarial.

Hasta noviembre de 2013, el déficit público cerró en el 5,44% del PIB, con un total de 55.841 millones de euros, siendo el objetivo anual fijado por el gobierno del 6,5%.

El Estado generó hasta noviembre de 2013 un déficit de 40.606 millones de euros, lo que representa un 3,96% del PIB, mientras que las comunidades autónomas tuvieron un saldo negativo de 12.901 millones de euros, el 1,26% del PIB. En la misma línea, la Seguridad Social registró un déficit de 3.337 millones de euros, 0,33% del PIB.

Figura 5. Evolución del déficit de las Administraciones Públicas.



Fuente: Banco de España.

En cuanto al sector privado, el número de empresas registradas a finales del año 2013 es de 3.146.570, según datos del INE, un 8 por cien menos que antes de la crisis económica.

La estructura del sector se descompone en: microempresas con o sin asalariados, pequeñas, medianas y grandes empresas. En el tejido empresarial español predominan las microempresas con y sin asalariados.

Figura 6. Composición del sector empresarial español

	Micro sin asalariados	Micro 1-9 ⁵	Pequeñas 10-49	Medianas 50-200	Grandes 200 y más	Total
ESPAÑA	1.681.588	1.328.31	113.710	17.875	5.090	3.146.570
%	53,44%	42,21%	3,61%	0,57%	0,16%	100%

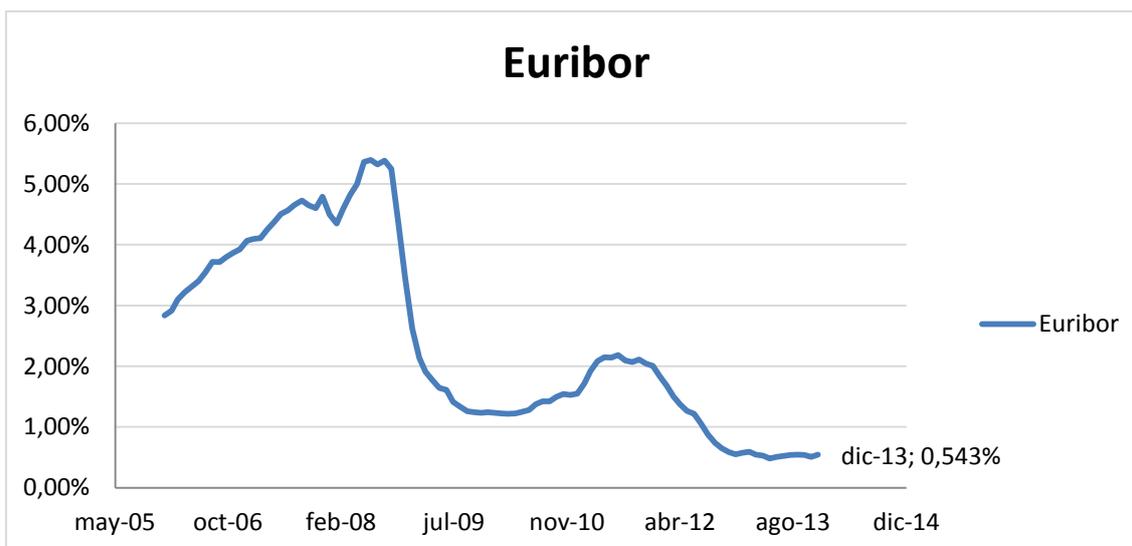
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

⁵ Número de asalariados

El mercado hipotecario.

El repunte del riesgo desde el inicio de la crisis financiera se está haciendo notar en los tipos hipotecarios a través de los diferenciales del Euribor. Cabe distinguir dos fases en este proceso: la primera abarca hasta el verano de 2007, momento en el que se empiezan a recibir las primeras señales de crisis, y que surge un año después con el estallido de la burbuja financiera en Estados Unidos, con una caída drástica de los tipos de Euribor como observamos en el gráfico 3.

Gráfico 3. Tasa de variación anual del Euribor.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

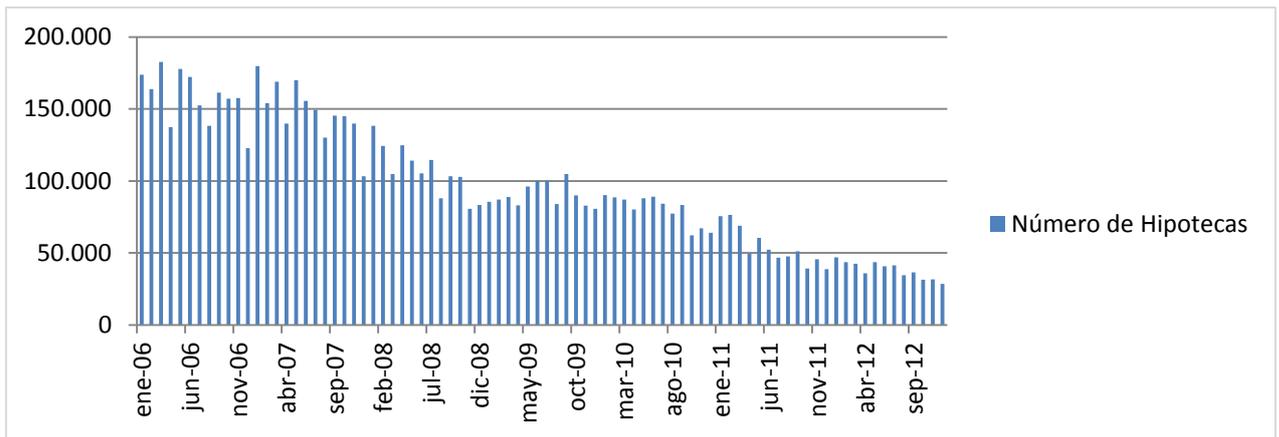
Tras el fuerte repunte de finales de 2008, y la aplicación de medidas por parte de los Bancos Centrales encaminadas a aliviar el problema de desconfianza instalado sobre el interbancario, se produce una cierta relajación.

No obstante, se observa un nuevo ascenso desde abril de 2011, en consonancia con el crecimiento del riesgo soberano.

En paralelo se está produciendo una contracción del mercado de crédito, que se vuelve más selectivo dando acceso a la financiación a menos hogares y con mayores garantías de pago.

Esta circunstancia tiene su reflejo cuantitativo en el número de hipotecas suscritas. El número de préstamos hipotecarios de vivienda concedidos en 2012 ascendió a 456.765, y el año 2013 apunta a ser un importe inferior a 2012, siendo estas a septiembre de 2013 de 256.484 concesiones.

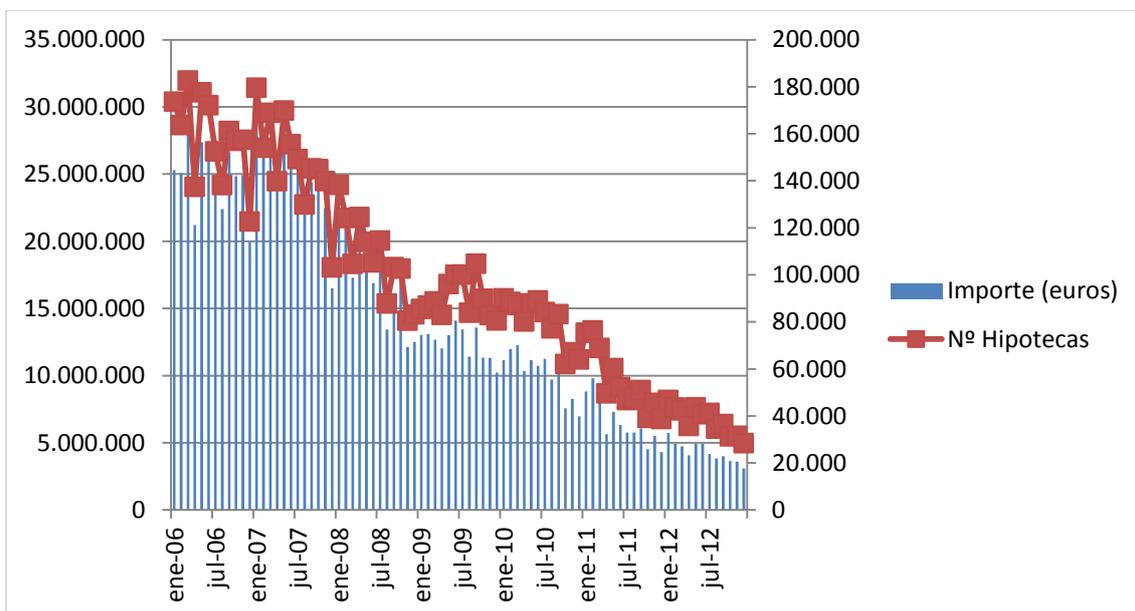
Gráfico 4. Número de hipotecas constituidas. Evolución



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

Véase en el gráfico 4 el descenso a lo largo del periodo analizado, fruto de las circunstancias antes señaladas. En cuanto al importe de las hipotecas también vemos un drástico descenso, pasando de 25 millones de euros en 2006 a la actual cifra de 3 millones de euros a finales del mes de diciembre de 2013.

Gráfico 5. Número de hipotecas constituidas y su importe. Evolución



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

Todo ello muestra que la restricción de la financiación es uno de los principales impedimentos a la hora de acceder a una vivienda en propiedad, así como, para las empresas dedicadas a este sector.

2.2. Evolución.

La situación actual del mercado de la vivienda viene caracterizada desde el año 2007 por un proceso de ajuste debido a las acciones “indebidas” emprendidas en los años de crecimiento del sector que tuvo lugar a finales del pasado siglo y comienzos del actual.

Este proceso está íntimamente ligado al proceso de reestructuración y saneamiento del sector financiero. Por un lado, el sector inmobiliario es una de las principales causas de los problemas de capitalización del sector financiero, y por otro, la actividad inmobiliaria es extremadamente dependiente del buen funcionamiento del sector financiero.

A continuación, realizaremos un análisis del mercado residencial y del mercado del alquiler donde observaremos una nueva tendencia hacia el mercado del alquiler, propio de otros países europeos.

2.2.1 El mercado residencial.

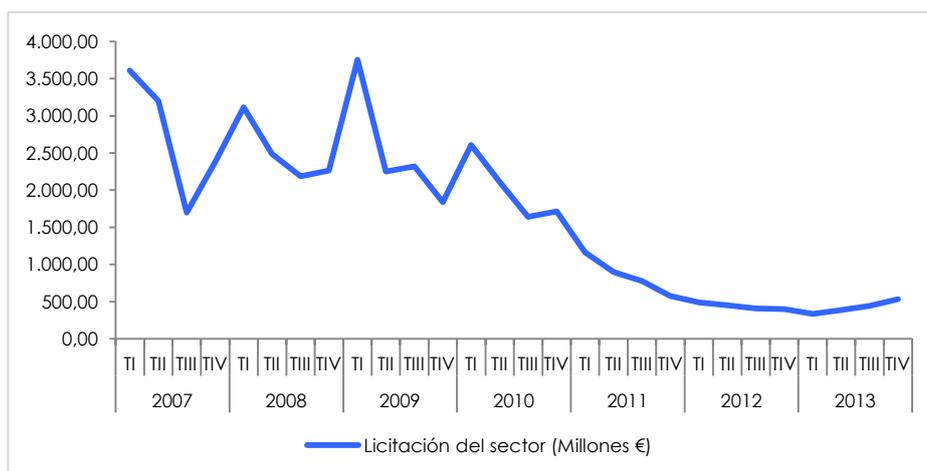
El mercado residencial es aquel que se dedica en exclusiva a la compraventa de viviendas.

La construcción residencial ha sufrido un ajuste de mayor importancia que el de la construcción no residencial. Se resintió sobre todo en los años 2006 y 2007 debido a la restricción del acceso al crédito y el incremento de los impagos en el sector, que han abocado a un elevado número de empresas a efectuar importantes reestructuraciones vía despidos y, en el peor de los casos, a la disolución y liquidación.

Todo ello ha llevado al sector de la construcción residencial a sufrir un freno muy importante, tal y como se refleja en el gráfico siguiente. En el mismo se puede observar que las licitaciones oficiales⁶ de obra residencial alcanzaron un punto máximo en el primer trimestre de 2007. Desde ese momento en adelante, la tendencia ha sido claramente decreciente, sobre todo en 2007 donde el descenso fue más pronunciado, hasta alcanzar en la actualidad volúmenes de licitación trimestrales que apenas sobrepasan los 50 millones de euros. Así en 2012, la licitación siguió disminuyendo en los últimos meses del ejercicio, con lo que el sector inmobiliario habría culminado su quinto año de ajuste, con un descenso superior al 7 %.

⁶ Licitación: procedimiento administrativo para la adjudicación de ejecuciones de obra. Con ello medimos la actividad de las constructoras.

Gráfico 6. Licitación oficial de obra residencial en España (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

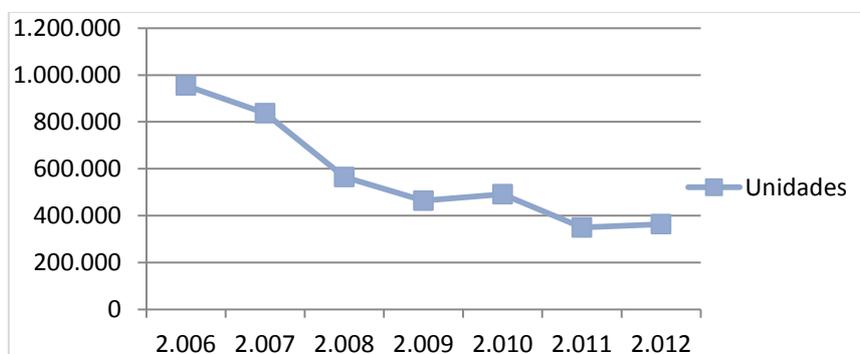
Según Eurostat, la edificación residencial seguirá atravesando una situación delicada debido a que continuará la depreciación de la vivienda, la escasez de las transacciones y las restricciones al crédito.

Demanda.

Tras la fuerte expansión de las ventas hasta el año 2007, estas atraviesan actualmente una fuerte contracción debido a la crisis económica, las incertidumbres sobre el mercado inmobiliario y las restricciones de crédito, tal y como hemos mencionado anteriormente.

A lo largo de 2012, se vendieron 363.623 viviendas, según datos publicados por el Ministerio de Fomento, lo que representa sólo el 38% de las ventas en el año 2006, donde se alcanzó una cifra de 955 mil transacciones. No obstante, las cifras de 2012 fueron un 4 por cien superiores a las registradas en 2011, lo que indica una ligera mejoría de la actividad del sector.

Gráfico 7. Compraventa de vivienda.



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

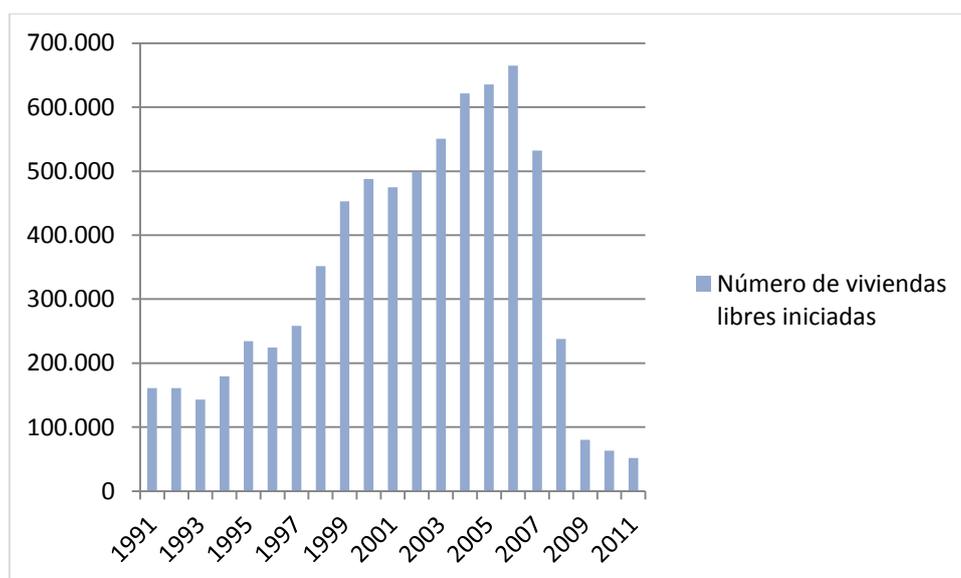
Por comunidades Autónomas, los retrocesos interanuales más destacadas se produjeron en País Vasco (-30,85%), Navarra (-19,92%) y Cantabria (-18,59%). En el otro extremo se situaron Aragón (16,18%), La Rioja (12,36%) y Comunidad Valencia (10,68%).

Oferta.

Todos los indicadores muestran a finales de 2012 una fuerte caída de la actividad. Las caídas en la producción superan en todo caso a los ajustes en precios, mostrando que el ajuste de este sector se está realizando más por la vía de la producción que de los precios, lo que no ocurre en otros países.

El número de viviendas iniciadas en 2012 se sitúa en niveles muy inferiores a los de hace dos décadas, y se equiparan a los niveles de los años 70. Las solicitudes de licencias en los últimos 12 meses fueron de 50 mil viviendas, el 6,5 por cien de las 765.000 que se iniciaron en 2006 en el que se alcanzó el máximo.

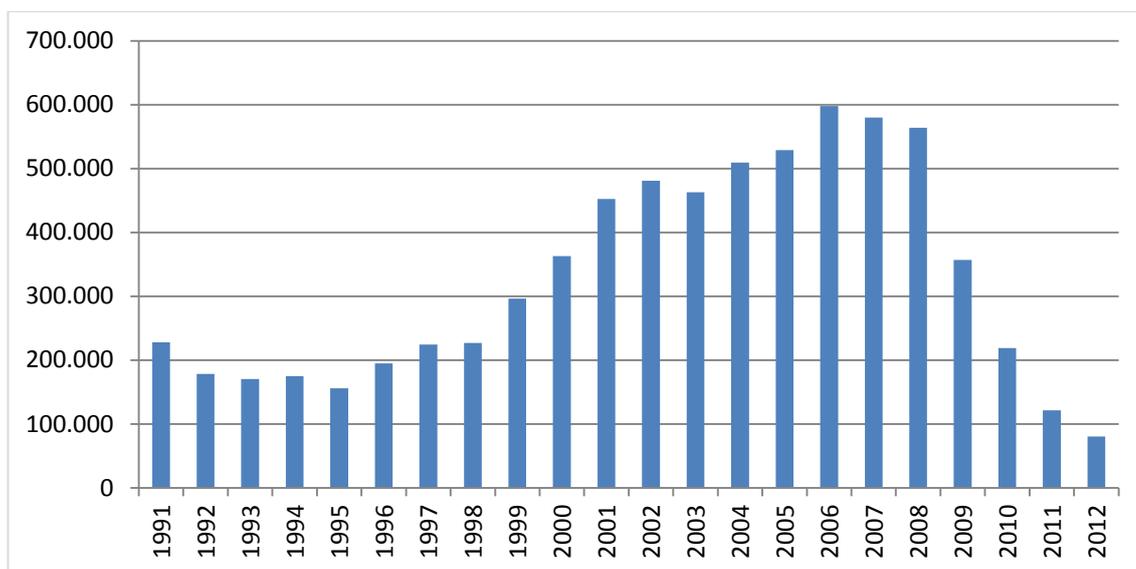
Gráfico 8. Número de viviendas libres iniciadas



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

Los datos de viviendas terminadas son muy similares a los de iniciadas con un retardo de entre 18 y 24 meses respecto a la iniciación, por lo que se prevé que continúe reduciéndose en los próximos años.

Gráfico 9. Número de viviendas libres terminadas.

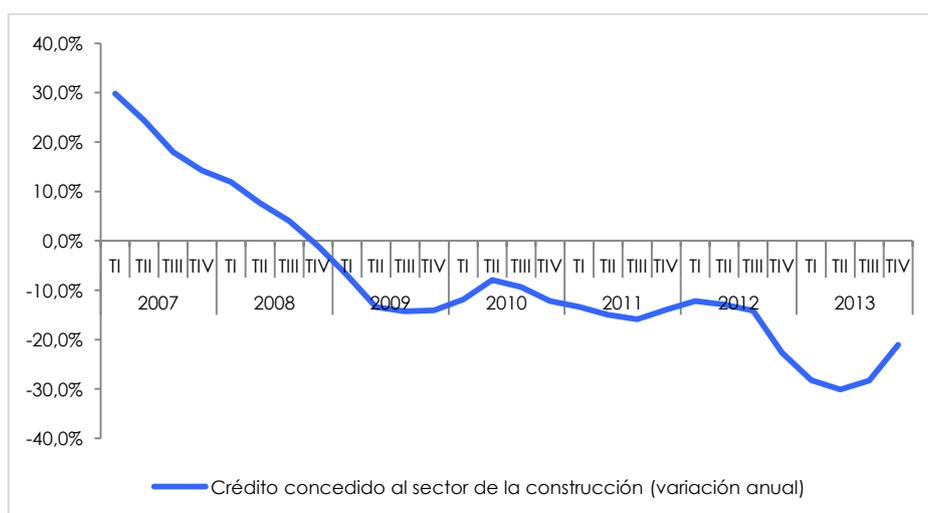


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Fomento

Como consecuencia de la fuerte actividad en la construcción de vivienda nueva, el parque de vivienda de España, se aproxima a 26 millones en el último trimestre del 2013, según estimaciones del Ministerio de Fomento, es decir, un 23 por cien superior al existente en el año 2001.

Es de especial interés la extraordinaria expansión del crédito asociado al sector de la construcción o actividades relacionadas con él, tal y como se observa en el gráfico siguiente.

Gráfico 10. Crédito concedido al sector de la construcción, términos porcentuales (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

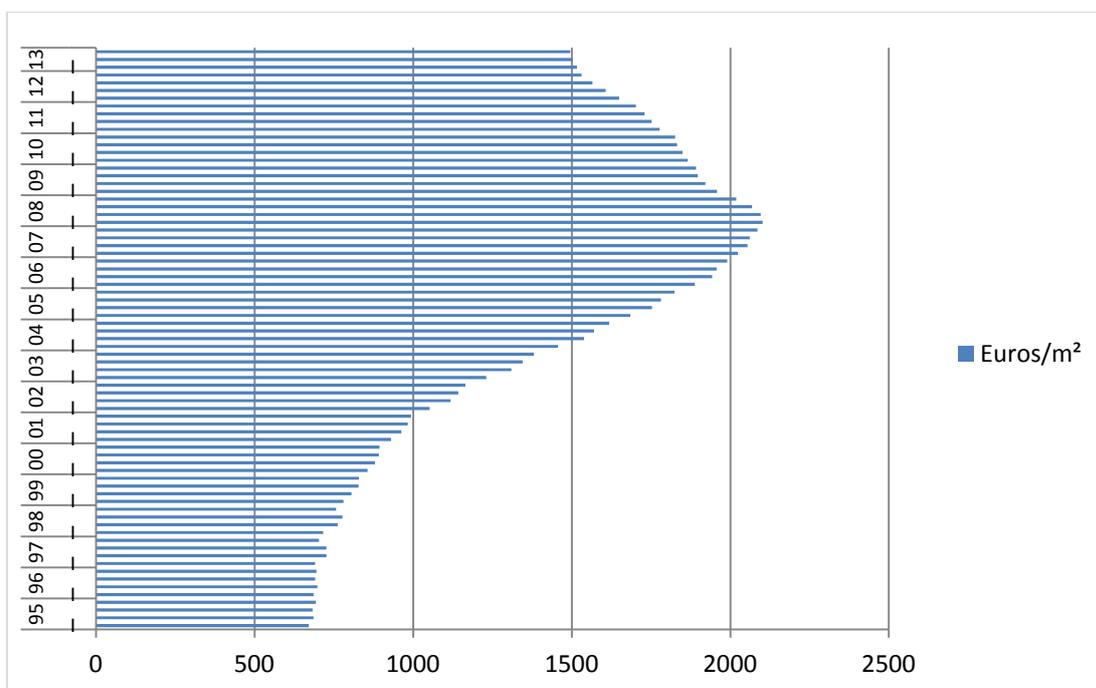
La expansión del crédito afectó a todos los sectores económicos en los años de bonanza de la economía española. No obstante, el crédito relacionado con la actividad inmobiliaria (construcción, servicios inmobiliarios y adquisición de vivienda) lo hizo con mayor intensidad, pasando de representar menos del 35 por cien del total del crédito concedido en la primera mitad de los años 90, a niveles por encima del 60 por cien a finales de los 90.

El crecimiento excesivo del crédito ha conducido a una situación de sobreendeudamiento que afecta tanto a familias como a las empresas inmobiliarias y constructoras que presentan dificultades para atender los pagos como muestra los crecientes índices de morosidad. Pese al nivel alto de endeudamiento de las familias, estas mantienen un nivel de mora bajo en términos relativos, por debajo del 5 por cien muy inferior al de las constructoras (29%) y sobre todo inmobiliarias (31%) a pesar de la asunción de créditos por la SAREB. Aun así, los procedimientos de ejecución se han disparado desde el año 2009 y se acumulan más de 300.000 desahucios.

El gráfico 10 representa en términos porcentuales la variación trimestral de un año respecto al anterior, del crédito concedido al sector de la construcción. Cabe destacar el descenso del ritmo de decrecimiento del crédito situándose a finales de 2013 en un - 21,1%, respecto al mismo trimestre del año anterior. Todo indica que continuará esta tendencia de mejoría que comenzó a finales del segundo trimestre de 2013.

En España los precios de la vivienda acumulan a finales de 2013, 18 trimestres consecutivos de caídas, tras el fuerte crecimiento de la pasada década que supuso un incremento de más del 200% entre 1995 y 2008.

Gráfico 11. Precio medio de la vivienda

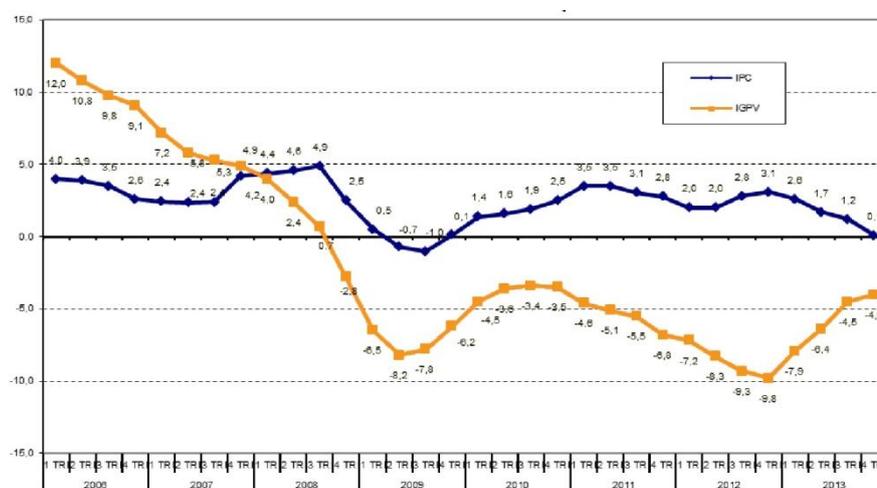


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

El precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre en el tercer trimestre de 2013 se sitúa en 1.495,3 euros, con una variación trimestral del $-0,5\%$ e interanual del $-4,5\%$. Se observa como el precio ha descendido un 28,8 por cien desde su nivel máximo alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Por su parte, el índice general de precios de vivienda baja un 0,4% en el tercer trimestre de 2013, respecto al trimestre anterior. El descenso es mayor si lo comparamos con el mismo trimestre del 2012, alcanzando un descenso del 4,5%. Si lo comparamos con el índice de precio al consumo, este traza una trayectoria completamente opuesta.

Figura 7. Evolución términos porcentuales del Índice Precio al Consumo y el Índice General de Precio Viviendas

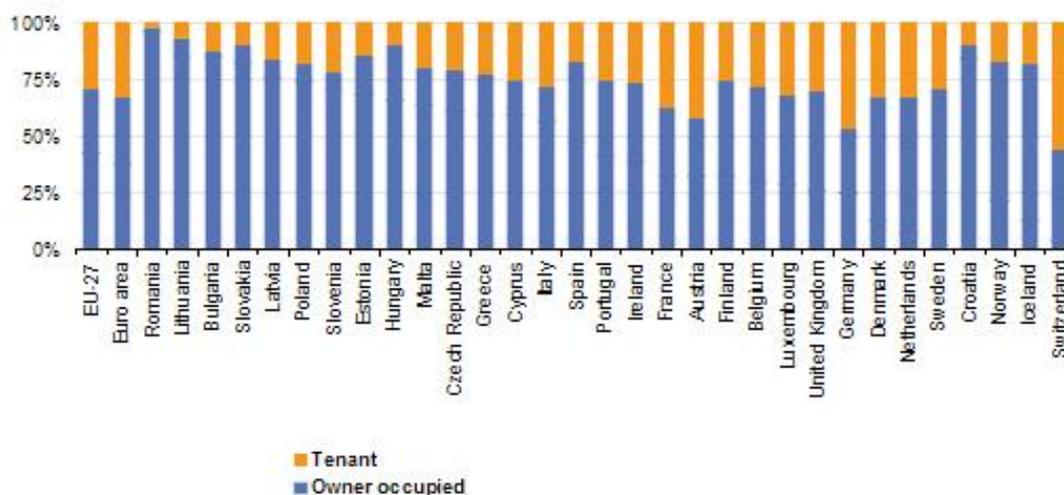


Fuente: Nota de prensa Ministerio de Fomento

2.2.2 El régimen de alquiler.

Como se ha mencionado al principio, el mercado inmobiliario español se caracteriza por una alta tasa de propiedad y un débil mercado del alquiler. Según los datos del último censo disponible, el alquiler significa en España, el 17 por cien frente al 83 por cien del mercado de la vivienda en propiedad. En Europa, de media el mercado de vivienda en alquiler representa un 38 por cien frente al 62 de la vivienda en propiedad. Esto nos sitúa como el país europeo con mayor índice de vivienda por cada 1.000 habitantes y también como uno de lo que posee menor volumen de viviendas en alquiler, según fuentes del Gobierno de España.

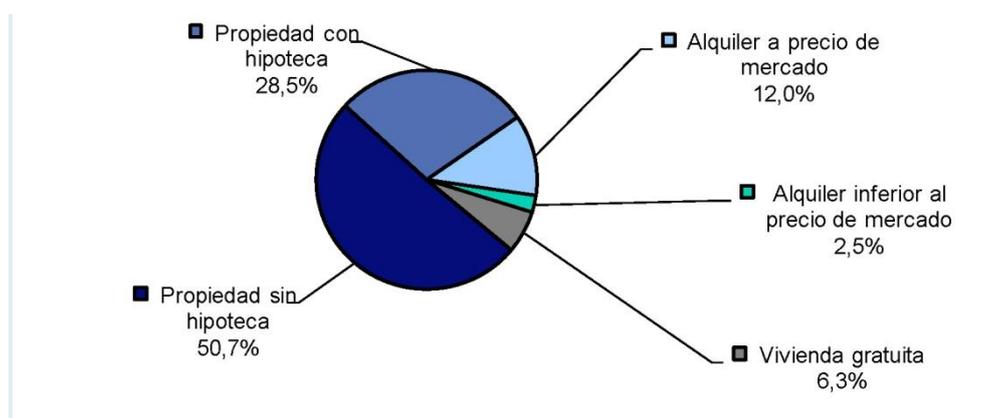
Figura 8. Porcentaje de viviendas en régimen de alquiler o propiedad. Países Unión Europea.



Fuente: Eurostat

En la figura 8 se muestra la proporción de viviendas en alquiler sobre el total de viviendas en los 27 países de la Unión Europea. Se observa que España, junto a los países de Europa Oriental, posee un peso del mercado de alquiler muy reducido. Mientras que en Suiza o Alemania la proporción de vivienda alquilada supera el 40 por cien y en Reino Unido se encuentra cercana al 28 por cien, en España esta proporción se sitúa alrededor del 17%.

Figura 9. Distribución del régimen de tenencia de la vivienda principal en España. Porcentajes



Fuente: INE y ECV⁷

⁷ ECV: La encuesta de Condiciones de Vida. Los datos del gráfico son con datos definitivos de 2012.

Por comunidades, País Vasco (87,5%), Cantabria (85,6%) y Principado de Asturias (84,7%) presentan los mayores porcentajes de hogares con vivienda en propiedad. Por su parte, Baleares (65,9%), Canarias (73,3%) y Cataluña (74,4%), son las comunidades con menores porcentajes de propiedad.

Según el Banco de España, alguno de los motivos que explican la escasa proporción de vivienda en alquiler a lo largo del tiempo en España son:

- Cultura de la propiedad.
- Reducción de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios en los últimos años, todo ello como consecuencia del proceso de liberalización del sector bancario iniciado a partir de los años 80, que habría facilitado la concesión de créditos para la compra de vivienda.
- Los aumentos esperados en la rentabilidad de la vivienda.
- La regulación del mercado de alquiler, que ha tenido un carácter más restrictivo que en otros países europeos.
- La fiscalidad de la vivienda, favorable a la compra en España.
- Falta de seguridad o inseguridad jurídica.

Regulación del mercado de alquiler.

En España, el régimen jurídico de los arrendamientos urbanos se encuentra regulado por la Ley de Arrendamiento Urbanos -LAU- con su última modificación que entró en vigor el 6 de junio del 2013. Se establece que las partes pueden negociar la renta libremente. Durante la vigencia del contrato la renta solo podrá ser actualizada por el arrendador o arrendatario en los términos pactados por las partes. Si no hubiese pacto expreso, el contrato se actualizará en referencia al IPC.

Un tratamiento similar de las rentas podemos encontrar en Austria, Francia y Portugal. En Bélgica, un aumento de la renta por encima del coste de la vida podría ser declarado nulo en juicio. En Alemania, si el contrato no incluye una referencia a incrementos de la renta pactada, el arrendador podría exigirla, pero se establece que no debe superar lo observado en arrendamientos similares en la zona ni, en cualquier caso, el 20 % en tres años. Los casos de países sin control de rentas son, sin embargo, muy escasos. Finlandia eliminó el control de rentas de forma completa en 1995, e Italia en 1998.

Además del control de rentas, en Europa las normativas de alquiler también introducen otra serie de peculiaridades que se deben respetar. Por ejemplo, en España la LAU establece que las partes deciden libremente la duración del contrato, pero, si esta es inferior a tres años, le da el derecho al arrendatario de renovar el contrato año tras año hasta llegar a tres, aun en contra de los posibles deseos del arrendador. El arrendador solo puede reclamar la vivienda en los siguientes supuestos: necesidad de la vivienda arrendada para destinarla a vivienda permanente para sí o sus familiares en primer grado, por adopción o para su cónyuge en supuestos de separación, divorcio o nulidad matrimonial.

Los tres últimos casos fueron introducidos por la Ley 19/2009. Es necesario destacar, además, que estas circunstancias deben haberse hecho constar en el contrato en el momento de la

firma. Normas mucho más estrictas han estado vigentes con anterioridad en España, en leyes de 1946 y 1964.

Falta de seguridad o Inseguridad Jurídica.

España es uno de los países con un mayor número de viviendas en propiedad y una de las tasas más bajas en alquiler de toda la UE. La razón de esta escasa cultura del alquiler reside en cuestiones jurídicas. Una reciente encuesta elaborada por la franquicia inmobiliaria SoloAlquileres resalta la falta de seguridad y desconfianza entre los motivos principales por los cuales los propietarios no quieren alquilar sus inmuebles.

Entre los factores de inseguridad jurídica podríamos destacar los plazos de prórroga del contrato que en España ascienden a 5 años. También es de los pocos países en los que existe una fianza obligatoria. Por su parte, la resolución de los posibles incumplimientos de las condiciones de los contratos de alquiler, podría derivar en la retirada del mercado de las viviendas por parte de los arrendadores [Casas-Arce (2010)].

Además, España registra uno de los mayores índices de *formalismo*⁸, lo cual se traduce en muchas más dificultades para que los propietarios puedan expulsar a los inquilinos morosos, en comparación con el resto de Europa, como se observa en la figura 10. A ello se suma el hecho de que España se sitúa en puesto 52 del ranking mundial en cuanto a cumplimiento de contratos, con un complicado procedimiento judicial, de elevado coste económico, tal y como se ha comentado anteriormente. Véase como España se encuentra entre las peores posiciones entre los países europeos del ranking solo por delante de Italia.

Figura 10. Evolución trimestral de indicadores económicos

Clasificación de países (formalismo en el desahucio de inquilinos) (a)		Clasificación de países (indicador de cumplimiento de contratos) (b)				
País	Índice de formalismo	País	Posición (total = 183)	Procedimientos (número)	Tiempo (días)	Costo (% de cantidad demandada)
Reino Unido	2,22	Alemania	6	30	394	14,4
Finlandia	2,53	Francia	7	29	331	17,4
Bélgica	3,17	Austria	9	25	397	18,0
Irlanda	3,20	Finlandia	11	32	375	13,3
Suecia	3,31	Bélgica	21	26	505	16,6
Francia	3,60	Reino Unido	23	28	399	23,4
Dinamarca	3,60	Portugal	24	31	547	13,0
Austria	3,62	Dinamarca	30	35	410	23,3
Alemania	3,76	Irlanda	37	20	515	26,9
Italia	4,24	Suecia	52	30	508	31,2
Portugal	4,54	España	52	39	515	17,2
España	4,81	Italia	157	41	1.210	29,9

Fuente: Banco de España

⁸ Índice de formalismo judicial fue construido por Simeon Djankov y otros en 2003.

Como se puede observar, España obtiene un resultado inferior al alcanzado por otras economías europeas. Concretamente, en relación con la ejecución de los contratos de alquiler, España obtiene la peor posición de entre todos los países objeto de comparación.

La fiscalidad de la vivienda.

En España la fiscalidad ha favorecido tradicionalmente la compra de vivienda, a través, de la deducción en el IPRF del pago del principal y de los intereses de los préstamos asociados a dicha compra, con unos ciertos límites.

Por ejemplo, a finales de 2011 se recuperaba con carácter retroactivo la deducción por adquisición de vivienda habitual con independencia del nivel de ingresos del adquirente. Así pues, los contribuyentes podrán deducirse el 15 por cien de las cantidades satisfechas en el periodo por la adquisición o rehabilitación de la vivienda que constituya o vaya a constituir vivienda habitual, siendo la base máxima 9.040 euros anuales. Asimismo, durante el 2012 la compra de vivienda nueva tributaba a un IVA superreducido del 4 por cien.

Por su lado, los incentivos fiscales al alquiler de la vivienda han sido tradicionalmente menos beneficiosos, aunque esta situación ha cambiado durante los últimos años. Los últimos incentivos al alquiler han sido:

- Si el inquilino es menor de 35 años, en la próxima declaración de la renta, el arrendador, no pagará impuestos por los ingresos que reciba del alquiler. Si este fuera mayor de 35 años, solo se tendrá una reducción del 50 por cien.
- El Plan Estatal de Vivienda ofrece ayudas si decide poner su vivienda en alquiler por un mínimo de cinco años. La vivienda debe ser libre – no acogida a régimen de protección oficial-, desocupada y desligada de cualquier actividad económica o profesional del propietario.

La situación que está viviendo España, aconseja un cambio de modelo que equilibre las dos formas de acceso a la vivienda. Un modelo que busque el equilibrio entre la fuerte expansión promotora de los últimos años y el insuficiente mantenimiento y conservación del parque inmobiliario construido, todo ello permitirá la reactivación del sector de la construcción.

3.LAS SOCIMI COMO VEHICULO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

3.1. La Inversión Inmobiliaria en otros países. Los REITS.....	41
3.2. Sociedad Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI).....	66
3.3. Régimen fiscal de SOCIMI	90

3. Las SOCIMI como vehículo de inversión inmobiliaria.

Las Socimis, -Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario-, son el eje central del presente trabajo. En primer lugar, explicaremos su origen en Estados Unidos y su posterior expansión por el mundo. Siendo este primer punto de gran importancia para que los lectores de este TFC tengan una amplia visión del escenario en el que se desenvuelven este tipo de sociedades, poco conocidas hasta el momento.

Por último, nos centraremos en el caso concreto de España, analizando la regulación instaurada con poco éxito entre los inversores recogida en la Ley 11/2009 de 26 de Octubre, y su intento posterior por reavivar este vehículo de inversión (Ley 16/2012 de 28 de Diciembre).

3.1. La inversión inmobiliaria en otros países. Los REITS.

El **vehículo de inversión inmobiliario** más generalizado en EEUU y Europa toma la forma de Reit - Real Estate Investment Trust-.

Una primera definición la podemos obtener del “Black’s Law Dictionary” que define a los REITS como aquellas compañías que invierten y controlan una cartera de inmuebles, con el objetivo de que la mayoría del beneficio obtenido sea distribuido entre sus accionistas. Tienen exención en el Impuesto de Sociedades, lo que en Estados Unidos se conoce como el Corporate Tax.

Según la SEC (Securities and Exchange Commission), *un REIT es una sociedad con personalidad jurídica, normalmente cotizada, que invierte en bienes inmuebles y que opera con los rendimientos obtenidos por la explotación de estos. La mayoría de los REIT se especializan en un tipo de bienes inmuebles. Lo que distingue a los REITS de otras compañías de bienes inmuebles es que un REIT debe adquirir, desarrollar y poner en valor sus inmuebles antes de su explotación, para incluirlos como parte de su cartera de inversiones, en lugar de enajenar estas propiedades después de haberlas desarrollado.*

Las características generales que poseen los REITS son:

Tabla 1. Resumen de las principales características de los REITS.

CARACTERISTICAS DE LOS REITS	
Activos REITS	En bienes inmuebles ≤ 75%
Distribuir Renta Disponible	El ≥ 90% entre accionistas a través de dividendos
Mínimo del 75 % de su ingreso neto	Alquileres Plusvalías venta Intereses de hipotecas sobre bienes inmuebles
Limitación activos	No tener más del 25% de sus activos en acciones de filiales de REITS
Mínimo número de accionistas	100
Accionistas	No tener más del 50% de sus acciones en manos de 5 socios o menos.
Cotizar o no en bolsa	Mayoría sí, pero no es obligatoria.
Administración	Ejercida por una junta directiva o fideicomisarios que decide la estrategia /tipo de inversiones.

Fuente: Elaboración propia

Las características antes descritas pueden variar según la normativa de cada país. Se analizarán las diferencias entre países más adelante.

A su vez, se podrían nombrar como atributos más significativos de los REITS, los siguientes:

- La **diversificación**, ya que la inversión se efectúa en diferentes tipos de activos que se distribuyen por la geografía de uno o varios países.
- La **distribución de dividendos**, ya que por norma legal viene impuesta la distribución entre los accionistas de aproximadamente el 90% de la renta disponible.
- La **inmediata liquidez**, por la que un inversor-accionista puede fácilmente hacer líquida la inversión realizada. Tal y como se ha comentado en la introducción del capítulo 2, una de las características básicas de todos los inmuebles es su falta de liquidez o realización en el mercado. Si bien, al agregarse en una sociedad cotizada esta falta de liquidez desaparece para los inversores.
- La **estabilidad** en su rentabilidad, que se ha mantenido por encima del resto de índices bursátiles en los últimos 30 años (1982-2012). Así el índice *FTSE Nareit All Equity REITS* ha tenido una tasa media de retorno anual en ese periodo del 11,89%⁹ (Véase Anexo 1).
- La **transparencia**, ya que el marco regulatorio es similar al de cualquier otro mercado de valores. Asimismo, su cotización en un mercado regulado otorga cierto grado de seguridad y nitidez a los inversores.

⁹ Fuente: FTSE.NAREIT

- El **crecimiento estable** que han tenido a lo largo de los años, por el hecho de que los dividendos distribuidos anualmente han superado al *Consumer Price Index -CPI-*, índice equivalente al IPC español, en el periodo 1987-2010, salvo en los ejercicios 1987, 1990, 1991, 2002 y 2009¹⁰, siendo la media de ese periodo para los dividendos el 5,52% y para el índice de precios del 2,91% (Véase Anexo 2).

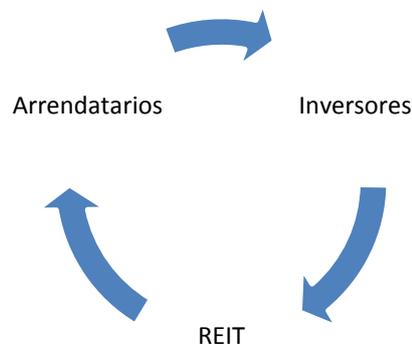
El Índice *FTSE Nareit All Equity Reits*, al que hacíamos mención anteriormente, es el índice más representativo del sector. En él cotizan compañías con inmuebles de cualquier categoría – centros comerciales, hoteles, oficinas, etc. El índice se encuentra integrado en la *National Association of Real Estate Investment Trusts –NAREIT-*. Esta es la asociación representante en el mundo de los REITS con intereses en bienes inmuebles y que cotizan en el mercado de capitales de Estados Unidos; son miembros también, distintos profesionales y asesores con interés en el mercado de inversiones inmobiliarias de cualquier tipo de activo (residencial, industrial, comercial, etc.).

3.1.1. Origen y evolución.

Origen de los REITS.

Los REITS, surgen por la inquietud de gestores y pequeños inversores, de poner en común los capitales de estos últimos con el objetivo de financiar distintos proyectos de inversión inmobiliaria a los que de forma individual nunca tendrían acceso. Así se instrumenta un vehículo de inversión, cotizado o no, que invertiría en diversos inmuebles de tipología distinta y en ubicaciones dispares, que serían ocupados por distintos arrendatarios a cambio de una renta mensual. Finalmente los inversores recibirían vía dividendos la retribución de su inversión. La figura número 11 muestra de forma esquemática cuales son las relaciones que se establecen entre los diferentes agentes que intervienen en el proceso de inversión, y la corriente de flujos monetarios que se genera.

Figura 11. Esquema de las relaciones entre los diferentes agentes y flujos monetarios.



¹⁰ Fuente: NAREIT y U.S. Department of Labor.



Fuente: Elaboración propia

En primer lugar, el inversor acude al mercado para adquirir acciones, cotizadas en un índice bursátil, de una compañía propietaria de inmuebles en arrendamiento-REIT. A su vez esta compañía, tiene arrendado sus activos a terceras personas – arrendatarios. El arrendatario paga un alquiler mensual al propietario del inmueble-REIT-, este recibe unos ingresos que hacen incrementar el volumen de negocio de la compañía. Finalmente, estos beneficios son repartidos en un porcentaje significativo previamente estipulado según la normativa del país, en forma de dividendos a los inversores.

Por otro lado, no menos importante era conseguir el objetivo de gozar de una fiscalidad solo al alcance de los grandes fondos de inversión, como paso previo a una distribución mayoritaria de los resultados vía dividendos a los accionistas.

Es importante destacar que con el trascurso del tiempo el inmueble se revalorizará, bien por el uso y mantenimiento recibido por el inversor, bien por las circunstancias urbanísticas en general; revalorización que proporcionalmente se trasladará al valor de la participación del inversor en acciones de los REITS.

Inicialmente, los REITS pretendían ser un vehículo de inversión pasivo y por lo tanto eran restrictivos en cuanto a gestionar activamente la propiedad que poseían. Es decir, requerían a la dirección ejecutiva de la compañía inmobiliaria que participasen minoritariamente en la gestión dado sus conocimientos del sector. Por lo que, los intereses de los propietarios-gestores de inmuebles confrontaban con los de los inversores.

En resumen, los REITS nacen con tres objetivos claros:

- Permitir al pequeño y mediano inversor acceder al mercado inmobiliario de alquiler de todo tipo de activos, ligados a una gestión especializada.
- Obtener un reparto de las cargas tributarias que eliminara la doble imposición.
- Dinamizar el sector inmobiliario.

Evolución.

Desde siempre los activos inmobiliarios han representado un porcentaje relevante de la cartera de inversión de ahorradores privados, así como de muchos otros inversores institucionales (bancos, compañías de seguros, fundaciones, etc.), los cuales eligen con

frecuencia gestionar su exposición al riesgo de la inversión inmobiliaria mediante la toma de participaciones en entidades cuyos valores coticen en mercados organizados.

Tradicionalmente, las inversiones inmobiliarias eran llevadas a cabo mediante la inversión directa en inmuebles, es decir, se adquirían a terceras personas uno o varios inmuebles para posteriormente ser explotados, normalmente en régimen de alquiler. Esta manera de invertir tiene graves inconvenientes.

El primero de ellos, que es necesario un patrimonio extraordinariamente elevado para poseer una cartera diversificada de inmuebles. La diversificación no solo debe ser entendida como diversificación geográfica, sino también de tipología de edificio y de tipo de inversión, ya que existen numerosos subsectores inmobiliarios, cada uno con unas características propias (hoteles, centros comerciales, residencial, centros de salud, oficinas, etc.). La diversificación reduce el riesgo, y en tiempos de crisis se puede obtener incluso rentabilidades positivas en la cartera.

El segundo inconveniente que tiene la inversión directa en inmuebles es la gran cantidad de tiempo y recursos necesarios para explotar de manera eficiente los activos inmobiliarios. Son muchos los inversores que están centrados en los mercados tradicionales de renta variable y de renta fija que no pueden, o no desean, ocupar parte de sus recursos en el manejo de diferentes inversiones inmobiliarias. A esto hay que añadir que la gestión inmobiliaria exige un alto grado de especialización; por ejemplo, cuando se adquiere un edificio, se pone en valor para posteriormente ofrecerse a terceros en alquiler, por lo que es necesario conocer la legislación urbanística y las distintas ordenanzas sobre activos inmobiliarios, el régimen tributario aplicable a estos y a nivel comercial tener una red que atraiga a los operadores o usuarios en general. Los inversores que no tengan gran experiencia en el sector están muy expuestos al fracaso.

El tercer inconveniente es la dificultad de valorar dichas inversiones. Dado que cada activo inmobiliario es único, resulta complicado conocer con exactitud el precio del mismo. Por lo que el inversor particular precisaría contratar a un tercero experto en valoraciones de inmuebles para acometer estas.

Después de concluida la Segunda Guerra Mundial, fue una época dorada para el capitalismo estadounidense. Estados Unidos reafirmó su supremacía mundial. La segunda mitad de los años cuarenta constituyó para la economía estadounidense un período de transición hacia una economía de producción de bienes de consumo, ya que el proceso productivo ligado al sector militar había dejado de tener sentido por la llegada de la paz mundial. Durante ese período (1945-50) se dio un fuerte auge en el sector de la construcción y servicios públicos, alentado en parte por las facilidades concedidas para la obtención de hipotecas. Lo anterior condujo a la proliferación de los suburbios urbanos que fueron dotados de servicios sociales y educativos, al margen de los puramente comerciales. La inversión provino en su mayor parte del sector privado. La clase media creció, al igual que el GDP -Producto Interior Bruto Nacional- manteniéndose la inflación y el desempleo en tasas bajas.

El crecimiento se distribuyó de manera uniforme entre las clases sociales. Gran parte del crecimiento provino del desplazamiento de trabajadores del sector primario con bajos ingresos

hacia profesiones mejor remuneradas en los pueblos y ciudades, un proceso que terminó de completarse en gran medida en los sesenta.

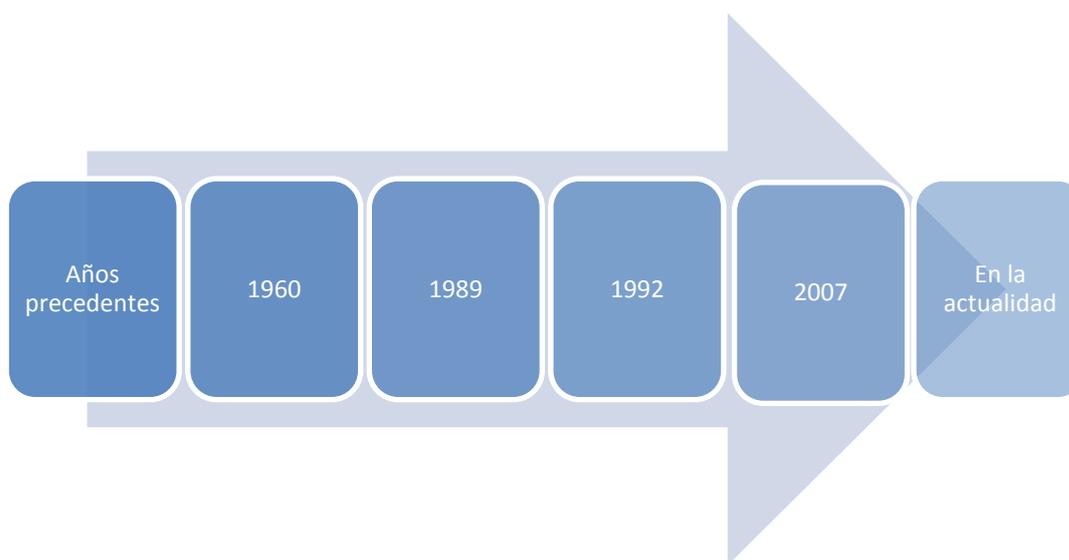
Desde entonces, la estructura de los REITS ha sido adoptada ampliamente en todo el mundo, en base a un régimen fiscal especial y al atractivo resultante de invertir en activos singulares. Más de 30 países ahora tienen REITS, o estructuras parecidas. La mayoría de ellas con REITS similares al actual modelo de EEUU, que ha sido el resultado de más de 50 años de crecimiento, cambio y maduración.

3.1.2. Los REITS en Estados Unidos.

Comentaremos seguidamente el desarrollo de los REITS en su país de origen, siendo este el punto de referencia de todos los demás REITS en el mundo.

Surgen de forma organizada en los años 60, hasta convertirse en la actualidad en una figura de gran importancia dentro de las inversiones financieras, pasando por épocas de crisis, por otra parte comunes a cualquier sector productivo o de inversión. Hemos considerado dividir la evolución en el tiempo en 6 etapas que se pueden considerar como las más relevantes en este producto de inversión.

Grafico 11. Etapas en la evolución de los REITS



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NAREIT “ Celebrating 50 years REITS and Nareit.”

Antes de 1960, solo individuos pudientes y empresas podían tener los recursos financieros necesarios para invertir en proyectos importantes de bienes inmuebles, por ejemplo, en centros comerciales, parques de medianas superficies, centros de salud, etc.

Como hemos comentado anteriormente, tras la Segunda Guerra Mundial, se relanza el mercado productivo de bienes de consumo, con una fuerte demanda de productos, ello arropado por unos niveles de inflación y desempleos bajos.

Durante esos años se asientan las bases para la formación de un sistema monetario internacional y la creación de un marco para eliminación de las barreras al libre comercio, ejemplo de ello es la creación del Fondo Monetario Internacional en 1944.

En fecha **14 de Septiembre de 1960**, se promulga la Ley *“Real Estate Investment Trust Act”*, que posibilitaría la constitución y entrada en funcionamiento de los REITS, facilitando mayores oportunidades de inversión para el público en general.

El *“Real Estate Investment Act”*, pretendía ofrecer sustancialmente el mismo tratamiento fiscal para los REITS que el equiparable a los fondos de inversión. En particular, los REIT no requerirían pagar el *Corporate Tax*¹¹ siempre que distribuyeran su resultado corporativo a sus inversores en forma de dividendos. Como resultado, los inversores de REIT evitarían la doble imposición. Nos referimos con doble imposición aquella que, en el caso de inversiones inmobiliarias a través de sociedades, gravaría el beneficio en estas por la renta procedente del alquiler de los inmuebles, o transmisión de los mismos. Y por otro lado, tras la distribución de beneficios societarios vía dividendos, sus accionistas tributarían en el *Personal Income Tax* (equivalente al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas). Con ello se consigue una transparencia fiscal que permite equiparar, fiscalmente, al inversor que posee directamente el inmueble con aquel que lleva a cabo la inversión junto con otros a través de una sociedad.

También en 1960, se crean las bases del actual NAREIT - National Association of Real Estate Investment Trusts-, por la Asociación Nacional de Fondos de Inversión Inmobiliaria, como se ha comentado en la actualidad es la organización representante de los REITS y que engloba a todas las sociedades REIT cotizadas, de Estados Unidos.

Durante los años 1960 y 1961 se crean los primeros REITS, destacando los siguientes:

- Bradley Real Estate Investors.
- Continental Mortgage Investors.
- First Mortgage Investors.
- First Union Real Estate.
- Pennsylvania REIT.
- Washington REIT.

En 1965 empiezan a cotizar los primeros REITS en la Bolsa de Valores de Nueva York, debiéndose resaltar que algunos de ellos siguen, en la actualidad, teniendo actividad.

Desde finales de los años 60 hasta la crisis del petróleo de 1973, la actividad de los REITS se centra en el sector hipotecario y ello en base al empuje del sector de la construcción.

En la década de los 80, en pleno auge de los REITS, las autoridades del país promulgan diversas leyes en relación con las ejecuciones hipotecarias. Además, se implanta bajo el gobierno del

¹¹ Equivalencia al Impuesto de Sociedades español.

presidente Reagan la Reforma Fiscal de Octubre de 1986. Esta norma permitió a los REIT gestionar sus propios inmuebles de manera directa y, por tanto, ya no era necesaria una entidad gestora intermediadora, lo que eliminaba muchos conflictos entre el REIT y sus administradores.

El crack de 1989. A mediados de los 80 las ventajas impositivas y un alto endeudamiento tanto público como privado, estimularon la construcción y la adquisición de bienes inmuebles. Durante los 80's también se dio un fuerte crecimiento del crédito hipotecario. Asimismo, el aumento sin precedentes en las tasas de interés internas a principios de los 80's provocó que las instituciones de ahorro se volvieran insolventes ya que tenían como activos hipotecas a largo plazo y tasas fijas. Esta situación también afectó a los bancos.

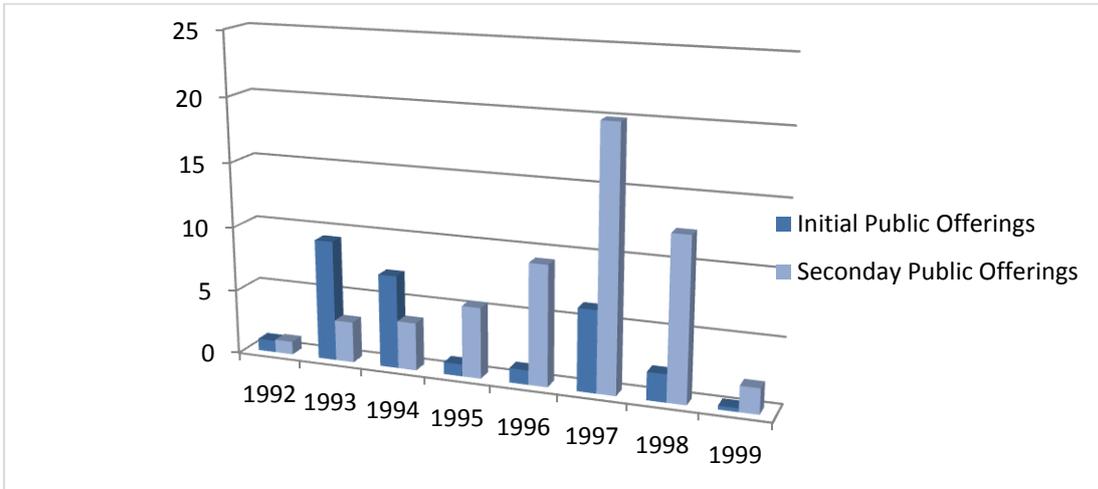
Todo ello desencadenó en el crack de 1989 por una sobreedificación, alta inflación y una política de préstamos agresiva por cajas de ahorro y entidades bancarias, provocando una desaceleración de la economía. El país se ve inmerso en la peor crisis inmobiliaria desde la Gran Depresión de la década de 1930. Como consecuencia de ello el valor de capitalización de los REITS disminuyen pasando de 11.435,20 a 8.737,10 millones de dólares en el periodo de Diciembre de 1988 a 1990 en base a la caída en los precios de los bienes inmuebles, disminución que repercutió en la tasa por dividendo que paso del 7,5% al 2,6% en el periodo 1988-1991 (Véase anexo 3.)

1992 El Boom de los REIT. La depresión del mercado inmobiliario privado y la crisis social de la década de mediados de los 80 fue el motor para el crecimiento de la participación pública en el mercado inmobiliario y la titularización de los productos REIT. El cambio de los mercados inmobiliarios y el exceso de construcción, provocó que muchas empresas privadas de REITS necesitaran recapitalizar y sanear sus balances, ya que no podían refinanciar los préstamos hipotecarios porque el grifo de la deuda se había cerrado. Para sobrevivir, estas empresas precisaban encontrar aportaciones de capital privado o salir a bolsa y captar capitales para reestructurarse. Por lo tanto, las empresas privadas fueron empujadas a los mercados públicos, como media de supervivencia. Es el caso de **Kimco Realty Corporation**, el más conocido en esta época.

Kimco Realty Corporation fue fundada por Milton Cooper. Su compañía, como la mayoría, estaba fuertemente endeudada por los años negros del Real Estate. A finales de 1991 la compañía decide realizar una oferta pública primaria (Initial Public Offerings - IPOs), que marcó la llamada "era moderna de los REITS".

El éxito de la oferta de lanzamiento de Kimco Realty dio esperanzas a constructores privados de que el mercado público de activos podría ser una fuente alternativa de financiación para recapitalizar sus compañías. Ello desató una ola de ofertas públicas de REITS que captaron en el mercado más de 150 millones de dólares en activos entre 1991 y 1999. Los volúmenes de contratación de los REITS empezaron a aumentar y muchas otras empresas inmobiliarias se unieron a esta corriente.

Grafico 12. Capital alcanzado en las ofertas públicas primarias y secundarias en el periodo 1992 – 1999 (Millones de dolares)

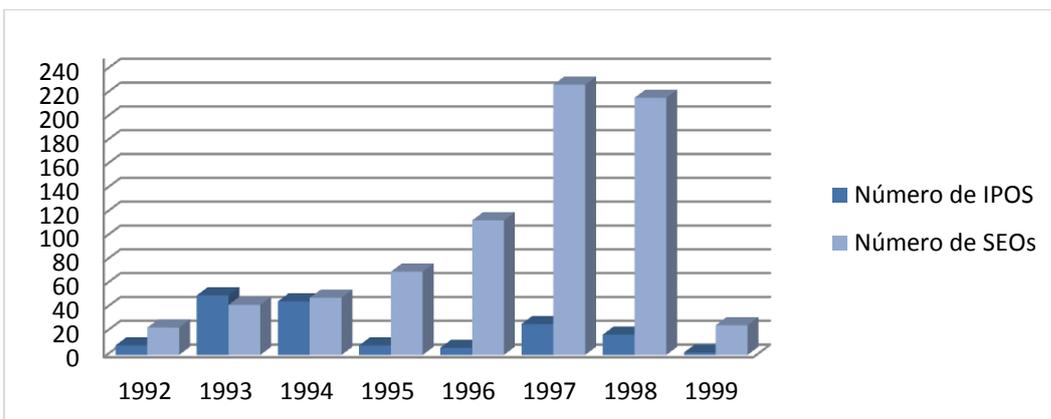


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts).

Entre 1993 y 1994 hubo un incremento significativo de las ofertas públicas primarias, conocidas como el “IPO Boom”, alcanzando un total de 95 lanzamientos con la obtención de más de 16, 5 millones de dólares. Por el contrario, las ofertas en el mercado secundario se trasladan a los años 1997 y 1998, donde logran colocar más de 30 millones de dólares entre más de 400 ofertas (Véase anexo 4).

La amplia oferta en el periodo se debe en gran medida a los significativos cambios legislativos en los REITS que hicieron de estos una atractiva inversión, donde es de destacar la posición favorable tomada por los fondos institucionales.

Grafico 13. Número de Ofertas Públicas Primarias y Secundarias entre los años 1992-1999



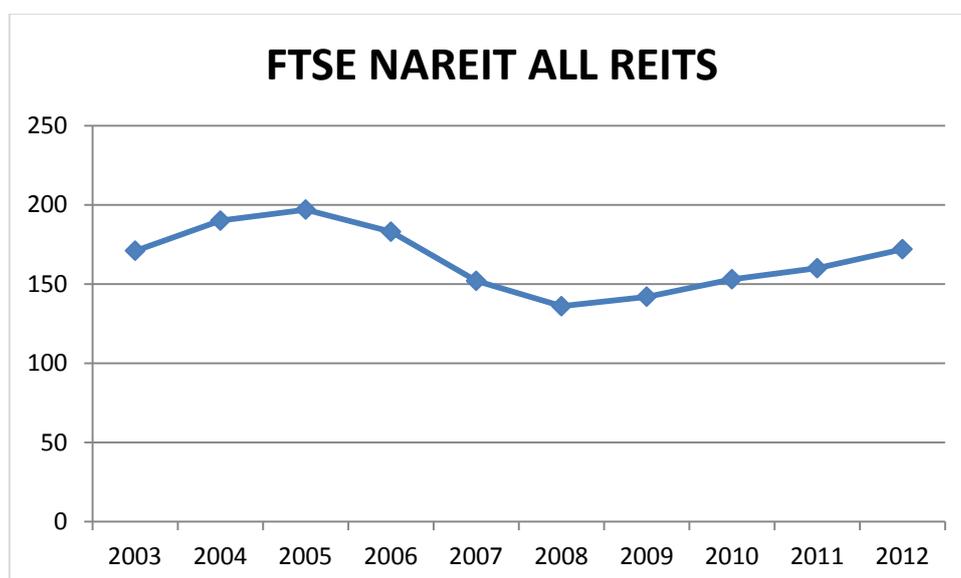
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts).

El grafico muestra cómo, a lo largo del periodo analizado, los promotores de los REITS lograron el objetivo inicial perseguido, la obtención de financiación mediante las IPOs. A partir de 1996

y hasta 1998 se dispara el número de ofertas públicas secundarias por las decisiones de muchos de los señalados promotores de continuar ofreciendo al mercado una alternativa de inversión con una alta rentabilidad.

2007 El colapso del sistema financiero. La crisis financiera iniciada en 2007, ha culminado en una de las más severas recesiones económicas en la historia moderna, probablemente la peor desde la Gran Depresión. Las raíces de la crisis financiera radican en el mercado inmobiliario y crediticio de Estados Unidos. Este boom fue intensificado por una rápida y despreocupada expansión del préstamo para hipotecas. Esto tocó de lleno a los REITS. En los años del crack los precios de las acciones de los REITS eran extremadamente volátiles. El índice *Nareit All Equity*, que es el referente de los REITS cotizados tanto patrimoniales como hipotecarios, cayó en el periodo Diciembre 2006-2008 desde 198,53 a 92,02, pasando la capitalización total desde 438.071,10 a 191.651,00 millones de dólares (Véase anexo 5).

Grafico 14. Número de REITS que componen el índice FTSE NAREIT ALL REITS entre 2003-2012



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts).

El cuadro muestra el número de REITS y su evolución en el índice más representativo de los REITS en Estados Unidos. Como señala el anexo 6, en el periodo indicado ha pasado de una capitalización de 224,21 a 603,41 billones¹² de dólares, integrando en esta última fecha a un total de 172 compañías.

En la actualidad. El éxito de los REITS se constata por el gran desarrollo que han tenido diferentes instrumentos financieros que utilizan como subyacentes a los REITS. En los últimos

¹² La palabra "billion" en el mundo anglosajón, para los europeos es un uno seguido de nueve ceros (mil millones).

años una parte significativa de los REITS cotizados en el NAREIT lo hacían igualmente en los distintos índices del S&P – *Standard & Poor's*, ya que de los 172 REITS cotizados a Diciembre 2012, 73 de ellos lo realizan bien en el S&P 500 u otros índices (Véase anexo 7).

El comportamiento histórico de los REITS ha sido muy positivo, obteniendo mayor rentabilidad que los índices bursátiles generales, como se observa en la siguiente tabla. De los 10 años que hay entre 2003 y 2013, en siete de ellos se consiguen mayores rentabilidades por el *FTSE Nareit All Equity Reits*, que por el resto de índices. Asimismo, la tendencia de unos mejores rendimientos continúa en el periodo 2014.¹³ Se toma como valor el resultado de adicionar al precio de cotización, los dividendos, intereses, ofertas de derechos y otras distribuciones realizadas durante un período determinado de tiempo.

Tabla 2. Rentabilidad en tantos por cien de los distintos índices.

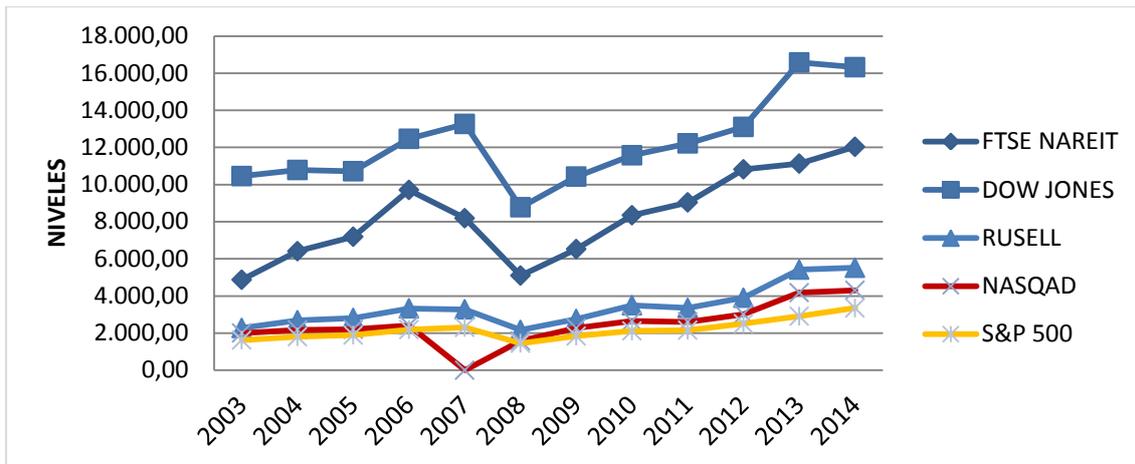
	FTSE NAREIT ALL EQUITY REITS	DOW JONES INDUSTRIALS	RUSELL 2000	NASQAD	S&P 500
2003	37,13	25,32	47,25	50,01	28,68
2004	31,58	3,15	18,33	8,59	10,88
2005	12,16	-0,61	4,55	1,37	4,91
2006	35,06	16,29	18,37	9,52	15,79
2007	-15,69	6,43	-1,57	9,81	5,49
2008	-37,73	-33,84	-33,79	-40,54	-37,00
2009	27,99	18,82	27,17	43,89	26,46
2010	27,95	11,02	26,85	16,91	15,06
2011	8,28	5,53	-4,18	-1,8	2,11
2012	19,7	7,26	16,35	15,91	16
2013	2,86	26,5	38,82	38,32	32,39
2014	8,13	-1,54	1,81	3,15	0,96

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

En el gráfico 15 se muestra la evolución de los diferentes índices, observando todos ellos una tendencia similar. Véase, una caída en 2007 fruto del estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y una mejoría desde 2009. Se observa como el *FTSE Nareit All Equity Reits* y el *Dow Jones* presentan un repunte más acentuado.

¹³ Datos a 28 de febrero de 2014.

Gráfico 15. Comparación de los distintos índices cotizados.

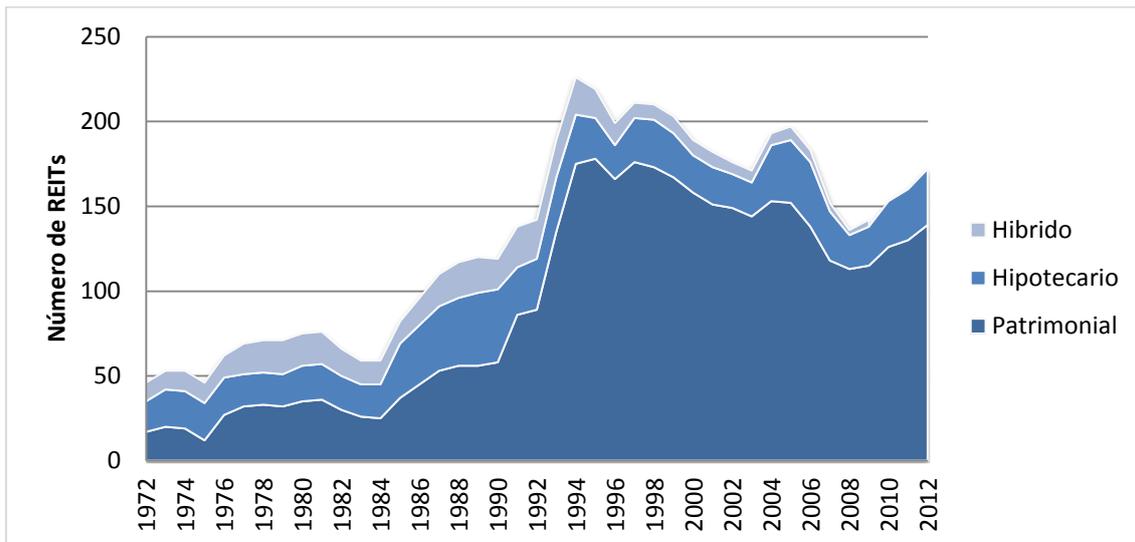


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

Los REITS al margen de la tipología de activo en el que invierten, pueden ser clasificados en tres categorías: patrimoniales, hipotecarios e híbridos, que profundizaremos más adelante.

Como observamos en el gráfico 16, el mercado de los REITS patrimoniales experimentó su mayor crecimiento durante el periodo 1992-1997, pasando de una capitalización de menos de 10 millones a cerca de 120 millones de dólares. La siguiente figura muestra el rápido crecimiento entre los años 1991-1993, tanto en términos de número de REITS como la capitalización de los mismos.

Gráfico 16. Evolución del número de REITS, según tipo, entre 1972-2012.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

Tras la crisis, que sigue presente en algunos sectores, uno de los mayores desafíos a los que se enfrentan los REITS es la obtención de resultados continuados y estables con los que facilitar dividendos a los inversores. Si bien, muchos REITS se vieron obligados a recortar su dividendo durante la reciente crisis financiera.

La recuperación del mercado de los REITS, tras tocar suelo a finales del 2008 en cuanto a capitalización, fue espectacular ya que estos se pueden considerar como un activo refugio por el hecho de que los flujos de caja que generan sus activos (ingreso por arrendamiento) suelen estar referenciados en las revisiones anuales al IPC.

A finales del año 2012, 139 de los 172 REITS registrados en el NAREIT eran patrimoniales, representando el 81 por ciento del mercado. Había 33 REITS hipotecarios que representaban el restante 19 por ciento. Como se observa en el gráfico anterior se suspende el 17 de diciembre de 2010 la cotización de los REITS híbridos.

Es importante destacar que la mayor implantación de los REITS patrimoniales es un fenómeno relativamente nuevo que surge en la llamada "era moderna del REIT". En los años anteriores, híbridos e hipotecarios jugaron un papel mucho más importante.

A finales del tercer trimestre de 2013, el índice *FTSE Nareit All Equity REITS*, aquellos con activos patrimoniales, poseía 141 REITS cotizados operando en Estados Unidos con un valor de mercado de más de 620 billones de dólares. Hoy en día, el sector está dominado por los REITS patrimoniales (Véase Anexo 8).

Según declaraciones de Brad Case, vicepresidente senior de NAREIT, el año 2014 ha tenido un "comienzo muy fuerte", señalando que el *FTSE Nareit All Index* ganó más de 3,3 por ciento durante el mes de enero.

Por lo que respecta a los dividendos repartidos por el conjunto de los REITS durante el ejercicio 2012, se alcanzó la cifra de 29 billones de dólares, que representa una Yield - rendimiento- del 4,34% sobre la capitalización de estos (Véase Anexo 9). Para ratificar la predisposición a la inversión en estas compañías es importante resaltar que los dividendos repartidos se obtienen de:

- Un 68% por los ingresos de la explotación ordinaria.
- Otro 13% por devoluciones del capital invertido.
- Y el 19% restante por resultados extraordinarios de las inversiones efectuadas.

Y en cuanto a política de inversión, los REITS en los últimos años la centran en el mercado residencial en alquiler, y ello por los siguientes motivos:

- Una tasa de vivienda en propiedad en declive por una alta morosidad.
- Una restricción en el crédito a particular.
- Dificultades en disminuir la tasa de desempleo.

También señalar que se han puesto en el mercado productos sobre índices de REITS, como por ejemplo el EPRA¹⁴, y se han lanzado ETFs (Exchange Traded Funds) sobre índices de REITS. Asimismo, numerosos fondos e incluso algunas gestoras de fondos se han especializado en la inversión en REITS.

Tipos de REITS.

Como hemos mencionado anteriormente, existen 3 tipos de REITS:

- **REITS patrimoniales o *Equity REITS*** – es el tipo más habitual. Poseen y operan con bienes inmuebles arrendados. El accionista recibe regularmente un dividendo obtenido por los diversos arrendamientos de los inmuebles del portfolio. Puntualmente puede obtener también un beneficio extraordinario generado por las plusvalías de enajenaciones de parte de la cartera. Operan con activos inmobiliarios que desarrollan distintas actividades, incluyendo el leasing, mantenimiento y desarrollo de la propiedad inmobiliaria y tenencia de servicios.
- **REITS hipotecarios o *Mortgage REITS*** – invierten en carteras bien de créditos hipotecarios o de titulaciones financieras enmarcadas bajo una estructura de cédulas o bonos hipotecarios, cuyo activo subyacente (garantía frente a terceros) es un préstamo hipotecario. En menor medida realizan préstamos directos para proyectos de promoción inmobiliaria que ofrecen financiación para la adquisición por terceros de inmuebles. Los accionistas recibirán el dividendo proveniente del pago de intereses.
- **REITS híbridos o *Hybrid REITS*** - aquellos que combinan las características de los dos modelos anteriores, invirtiendo tanto en propiedades como en préstamos hipotecarios.

La diversidad en los REITS.

La diversidad de estrategias de inversión de los REITS posibilita a los inversores participar de forma indirecta en diversidad de productos inmobiliarios. Como se ha comentado anteriormente, también permite la diversificación por tipo de uso que se da, pudiendo invertir en inmuebles de características totalmente diferentes.

La tipología de los REITS se divide en dos categorías – patrimonialistas e hipotecarios.

La mayoría de los REIT se especializan en un solo tipo de propiedades, aunque gozan de la facultad de adquirir y administrar todo tipo de activos inmobiliarios.

¹⁴ European Public Estate Association

Por otra parte algunos REITS invierten en todo Estados Unidos o, incluso en todo el mundo. Otros se especializan en una región específica.

Pasaremos a continuación a comentar los variados tipos de REITS patrimoniales, que en su mayor parte suelen operar en un área específica – por ejemplo inversión en Hoteles y Resorts-, y ello porque muchos vienen por la transformación de empresas privadas pequeñas o familiares en empresas de gran tamaño incluso cotizadas, donde los miembros del primitivo consejo de administración pasan a ocupar cargos de relevancia en la gestión del REITS.

Las tipologías mas nombradas son:

REITS Residenciales o Residential REITS

Este tipo de REIT se especializa en edificios de viviendas y apartamentos de uso residencial que alquilan a familias o particulares. Los pros de invertir en ellos es que en épocas de crecimiento la profesionalidad de los gestores actúa de forma beneficiosa propagando la abundancia de alquileres y por ello, al aumento de las rentas. Los aspectos negativos radican en que durante un declive económico (que puede no afectar a todas las áreas por igual) al existir una oferta mayor que la demanda las rentas, el nivel de ocupación y los ingresos totales se verán afectados.

REITS de Venta al por menor o Retails REITS.

La especialidad en el campo de los REIT *retails*-minoristas, se centra en los locales comerciales que pueblan cualquier área urbana y especialmente las grandes superficies comerciales. Estas concentran una gran diversidad de usos, desde los locales que albergan productos artesanales hasta las grandes franquicias, acogiendo en su oferta otros usos como la restauración y el ocio. Dada la importante inversión que requieren estas superficies comerciales, es un mercado para que tomen posición estos grandes inversores. Dada la diversidad de usos para los distintos locales, la demanda se contrapone a la elevada inversión que requiere su implantación y por ello la obtención de beneficios-dividendos hace que este tipo de REITS esté en expansión. Es en los países con mayor renta per cápita donde se han implantado con mayor éxito este tipo de REITS, así en Francia, Reino Unido y Estados Unidos se dan las compañías con mayor capitalización en el sector *Retail*.

REITS de Oficinas e Industriales u Office and Industrial REITS.

La inversión en el segmento de oficinas ha sido históricamente el más grande. El principal inconveniente es el hecho de que los contratos de alquiler se efectúan por lo general a plazo de mediana o larga duración lo que significa que en épocas de recesión y por ello de baja ocupación, la oferta que realizan los potenciales arrendatarios lo sea a tasas bajas por lo que la rentabilidad a medio plazo para el inversor estaría lastrada por muchos años. Podríamos decir que la inversión en los REITS de oficinas tiene un perfil muy cíclico.

Los REITS industriales, por otro lado, tienden a generar constantes flujos de caja ya que la inversión inicial se completa con la del usuario final que por el específico uso a que destinará la

superficie industrial efectuará igualmente una inversión en capital inicial que se complementará con un mantenimiento y renovaciones durante los años, y por ello sus rentas son estables en el tiempo.

REITS Sanitarios o Health Care REITS.

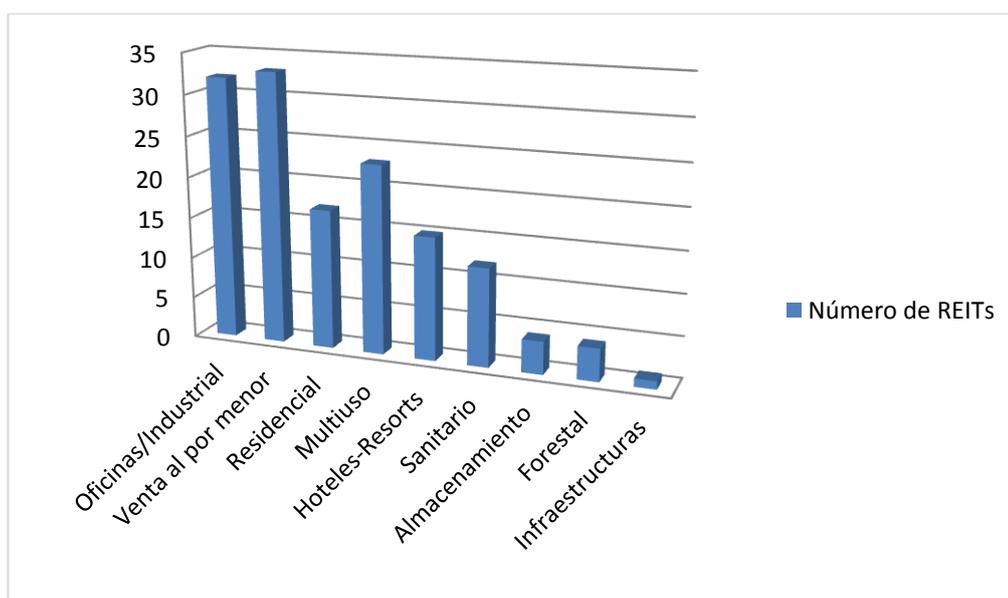
Estos REITS se especializan en edificios cuyo uso está destinado a centros hospitalarios, residencias de ancianos y centros asistidos. Este sector REIT es bastante inmune a la recesión, la salud es una de las grandes preocupaciones de las personas y en una sociedad cada vez más diríamos –impersonal- la implantación de residencias y centros asistidos se incrementa día a día.

REITS de Hoteles y Resorts.

El sector turístico tiene su máximo exponente en los complejos hoteleros. El descanso y el relax son necesarios para las personas. La inversión en este sector que como algunos otros, requiere una fuerte inversión y más teniendo en cuenta que las nuevas tendencias, hacen que el hotel se rodee de un resort que ofrece diversidad de servicios para el usuario. Estas inversiones aún en épocas de crisis ofrecen beneficios ya que el viaje de descanso aún en estos tiempos se realiza, si bien a costa de menos días o distancias más cortas. Por el contrario, sí que la incidencia es negativa en el segmento de los viajes de negocios.

Tras analizar las distintas tipologías de inversión de los REITS, se muestra en el gráfico siguiente una comparativa de estos, obtenida de los datos a 31 octubre 2013, que publica el NAREIT.

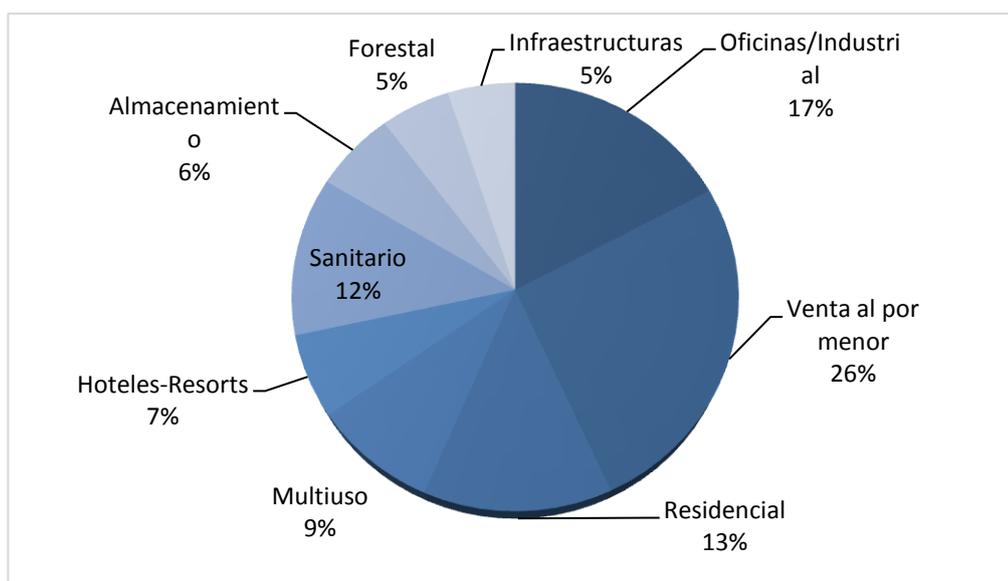
Gráfico 17. Distribución de REITS según tipo de uso.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

Esta composición es la que tiene el índice *FTSE Nareit All Equity REITS*, integrando a todos los activos patrimoniales. En esta fecha había 141 REITS cotizados. Se observa que los pesos de los sectores de ventas al por menor y de oficinas (33 y 32 respectivamente) son igualmente los más representativos por capitalización (el 26% en retail o ventas al por menor, y el 17% en oficinas/industrial), como señala el gráfico siguiente. Esta distribución no ha sufrido cambios significativos en los últimos años.

Gráfico 18. Sectores distribuidos por capitalización de mercado.

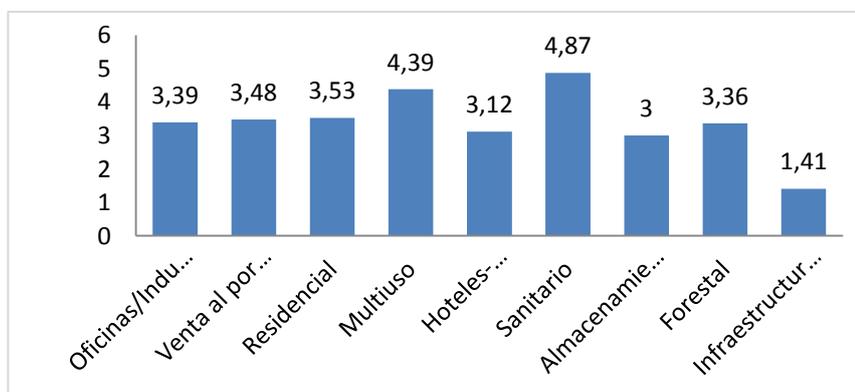


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

La capitalización total asciende a más de 624 billones de dólares, de los que unos 270 billones de dólares correspondían a los sectores antes citados (Véase Anexo 8).

Pese a tratarse de los sectores más representativos llama la atención el hecho de que no son los que más rendimiento ofrecen a los inversores: un 3,48% y 3,39%, frente al 4,87% que ofrece el sector sanitario.

Gráfico 19. Sectores según dividendo repartido(%).



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

Tras comentar la amplia diversidad de REITS patrimoniales, desarrollaremos la otra gran rama de REITS, los hipotecarios.

El distintivo de estos es que no construyen ni adquieren ningún tipo de activo inmobiliario. Su patrimonio se centra en invertir en hipotecas.

Su gestión se basa en adquirir a terceros, mayoritariamente entidades financieras, préstamos con garantía hipotecaria de activos de usos diversos. El beneficio que obtienen se genera en una doble vertiente, tanto por el pago del préstamo del deudor ya que aquel se lo habrá adquirido al tenedor del préstamo con una importante tasa de descuento, como por el cobro de los intereses que genera.

El riesgo que se asume proviene de que no se dispone de la posesión del activo inmobiliario afecto al crédito hipotecario.

Cabe mencionar, un último tipo de REIT: REIT híbrido o *Hybrid REIT*. La inversión que realizaban era una combinación entre activos de REITS hipotecarios y patrimoniales, es por ello, que no tuvo aceptación entre los inversores. Motivo por el que cesaron su cotización.

La Valoración de un REIT.

La valoración de una compañía sirve para facilitar punto de apoyo al fin último perseguido. Los REITS son entidades cuyo objetivo refrendado por la legislación aplicable es el reparto de dividendos de como mínimo el 90% de sus ingresos susceptibles de tributación para beneficiarse de la exención en el pago de impuestos. Ello es uno de los motivos principales del interés de muchos inversores en participar en el capital de los mismos, de aquí que el valor de una acción de cualquier REITS sea motivo de un análisis profundo tanto para los gestores de la compañía como para las autoridades económicas.

Por tanto, los métodos de valoración están claramente condicionados por los objetivos de valoración de una compañía. De este modo, hay que distinguir entre métodos aplicados para conocer el valor global de una sociedad o una participación mayoritaria y los utilizados para valorar una participación minoritaria. Sin duda alguna, el análisis de los REITS se situaría en esta primera opción.

Entre los métodos de valoración podemos distinguir los métodos estáticos y dinámicos. En cuanto a los métodos estáticos, son aquellos que valoran la situación actual de la empresa y son estimados para utilizar el valor patrimonial de una sociedad. Su gran inconveniente, razón por la que no suelen ser muy utilizados, es que se basan en el presente y en el pasado sin tener en cuenta el futuro de la sociedad. Por el contrario, los dinámicos se basan en los posibles rendimientos futuros de la misma. Buscan el valor de una sociedad basándose en la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtenga la empresa. El gran inconveniente de estos métodos es la incertidumbre que se crea, ya que los rendimientos futuros se obtienen a través de la creación de predicciones basadas en hipótesis, por lo que estas deben ser prudentes. (*Sanjurjo y Reinoso, 2003*).

Estos últimos son los más utilizados en la actualidad, hoy en día nadie pone en cuestión que el valor de una empresa se encuentre en su capacidad de generar beneficios o flujos de tesorería en el futuro. Si bien, hay que ser prudente en las hipótesis establecidas para las predicciones.

Existen en la práctica varios métodos de evaluación de empresas destacando como generalmente utilizados:

- Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow)
- Análisis de múltiplos de compañías cotizadas similares
- Análisis de múltiplos de transacciones similares
- Valor Neto de los Activo o Net Asset Value

Descuento de Flujo de Caja.

Se trata sin duda del método más utilizado para la valoración de empresas en general por su rigor y capacidad analítica.

Es el flujo de fondos operativos, es decir, el generado por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera.

Sus principales ventajas son posibilitar el examen de los factores que crean valor para la empresa y reconocer de forma explícita el valor temporal del flujo de fondos que genera el negocio.

Desde este enfoque, el valor de la empresa en el mercado, a largo plazo, no depende de sus resultados contables sino que se corresponde con la actualización de los flujos de caja netos de los que la empresa puede disponer para retribuir a los capitales propios y ajenos, una vez pagados los impuestos y efectuadas las inversiones de capital que se requieren para el mantenimiento de la explotación.

Tabla 3. Características principales del método del Descuento de Flujos de Caja

Características principales
Principio básico: Una empresa vale lo que es capaz de generar.
Sensible a pequeños cambios en las hipótesis de partida.
Tiene en cuenta la prima de riesgo aplicable al negocio.
Hipótesis de continuidad del negocio a través de la tasa de crecimiento de perpetuidad.

Fuente: Elaboración propia

Análisis de múltiplos de compañías similares.

Esta técnica de valoración resulta atractiva por su aparente sencillez y facilidad de aplicación.

Parte del supuesto de que los mercados de valores son, de alguna forma, eficientes y recogen en sus precios de mercado toda la información disponible sobre las empresas.

Por lo tanto, la mayor parte del trabajo de evaluación ya ha sido efectuada por el mercado y el único inconveniente es seleccionar un grupo de compañías comparables a las que se pretende valorar y que, además, cotice en bolsa en el caso de los REITS.

Análisis de múltiplos de transacciones similares.

El análisis de los precios a los que se hayan cerrado operaciones de compraventa de empresas pertenecientes a la misma industria o sector, puede proporcionar información sobre el rango de valores en el cual se establecerá la valoración de la empresa.

El valor sustancial representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones que la que se está valorando. Este método intenta calcular el valor de una empresa a través, de la simulación de la creación de una empresa en idénticas condiciones. Por tanto, se trata de un valor de sustitución o reposición, bajo el supuesto de la continuidad de la empresa.

Net Asset Value o Valor Neto de los Activos.

Según el US. Securities and Exchange Commission se trata del método más utilizado en Estados Unidos para la valoración de las compañías REITS.

Un esquema sencillo de cómo se realizaría este método se muestra a continuación:

Tabla 4. Esquema método NAV

+ Valor de mercado de todos los activos de la compañía
-Valor contable de las obligaciones
=Valor de los activos netos(NAV)

Fuente: Elaboración propia

Los inconvenientes de este método es el cálculo del valor de mercado de los activos de la compañía, es decir, precio que se puede esperar razonablemente obtener por una sociedad en una operación de venta en un mercado libre. Así, para el cálculo del valor de mercado se tienen en cuentas algunos aspectos “subjetivos” como son: la vida útil de explotación del inmueble, su mantenimiento, etc. Además, tal y como se ha señalado anteriormente un inmueble se revalorizará en el tiempo si está en buen estado de conservación.

Cotización de los REITS.

Con independencia del valor asignado al REITS en función de su capitalización, las acciones que representan su capital se pueden negociar de formas diversas.

La mayoría de los REITS, ya sean patrimoniales o hipotecarios, cotizan en Bolsa, y por tanto deben estar registrados -en EEUU el órgano regulador es la Securities and Exchange Commission (SEC)-, aunque se pueden dar casos de REITS registrados que por el contrario no cotizan en un mercado organizado.

El hecho de cotizar, primordialmente da tranquilidad al pequeño inversor porque su inversión será líquida en cualquier momento –siempre a precios de mercado- que recogerán en todo momento las previsiones del entorno económico con independencia de su valor patrimonial, aunque por el hecho de cotizar su volatilidad es más alta.

Por el contrario, las acciones que dependan de las normas que marque un mercado no regulado, a expensas de las decisiones del gestor de la compañía en función de circunstancias ajenas a la voluntad de desinversión del accionistas, en la mayoría de los casos no tendrán una buena acogida en el momento de la suscripción ya que la liquidez no estará en ningún caso asegurada.

Al igual que el valor del REITS se regula en un mercado organizado, el regulador exigirá la presentación de informes económicos y de gestión en base al cumplimiento de los estándar de numero de accionistas, limitación de participación a grupos de control, participación de filiales, etc.

La asociación en la que están representados los REITS en Estados Unidos es el NAREIT - Asociación Nacional de Bienes Raíces Investment Trusts- en la se integran tanto empresas cuyo objeto es la actividad de inversión inmobiliaria como profesionales que asesoran y prestan servicios a las mismas.

Al 30 Septiembre 2013, el total de empresas asociadas alcanzaban las 288, de las que listadas en mercados organizados había 193 compañías.

Los REITS cotizados lo hacen en diversos índices que publica el NAREIT. En la figura siguiente se muestra el listado de todos los índices registrados en la asociación NAREIT, con el correspondiente número de empresas que lo componen.

Figura 12. Índices registrados en la asociación NAREIT.

Index/Sector Name	Number of Constituents
"FTSE NAREIT Equity Diversified"	24
"FTSE NAREIT Equity Health Care"	15
"FTSE NAREIT Equity Self Storage"	4
"FTSE NAREIT Equity Industrial/Office"	34
"FTSE NAREIT Equity Industrial"	8
"FTSE NAREIT Equity Office"	20
"FTSE NAREIT Equity Mixed"	6
"FTSE NAREIT Equity Residential"	16
"FTSE NAREIT Equity Apartments"	13
"FTSE NAREIT Equity Manufactured Homes"	3
"FTSE NAREIT Equity Retail"	34
"FTSE NAREIT Equity Shopping Centers"	19
"FTSE NAREIT Equity Regional Malls"	9
"FTSE NAREIT Equity Free Standing"	6
"FTSE NAREIT Equity Lodging/Resorts"	16
"FTSE NAREIT Timber REITs"	5
"FTSE NAREIT Infrastructure REITs"	3
"FTSE NAREIT Mortgage Home Financing"	24
"FTSE NAREIT Mortgage Commercial Financing"	11
"FTSE NAREIT All REITs"	209
"FTSE NAREIT Composite"	186
"FTSE NAREIT All Equity REITs"	151
"FTSE NAREIT Mortgage REITs"	35
"FTSE NAREIT Real Estate 50"	50
"FTSE NAREIT Equity REITs"	143

Elaboración propia a partir de datos de NAREIT

En los que se incluyen respectivamente todos los REITS, tanto patrimoniales como hipotecarios.

También mencionar que las siglas FTSE, se toman de **F**inancial **T**imes **S**tock **E**xchange, en referencia al periódico financiero de igual nombre y a los índices de valores cotizados en la bolsas de valores que el mismo publica.

Es el NAREIT Index el índice de referencia para las compañías cotizadas, mientras que el resto de compañías no cotizadas se agruparían en The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries -NCREIF-, que es una asociación de profesionales y gestores del sector inmobiliario, el NCREIF publica distintos índices trimestrales en base a los datos que facilitan los miembros de dicha asociación. En el cuarto trimestre de 1977, se publica por primera vez el NCREIF Property Index -NPI-, en la actualidad al índice aportan datos 7.099 activos inmobiliarios con una capitalización de 336 billones de dólares, entre los datos se facilitan los de Valor de Mercado, Estados Financieros, Deuda, Tipo de Propiedad, Ubicación, Unidades, Superficies, etc (Véase Anexo 10). Es interesante observar el distinto comportamiento de ambos- NCREIF y NAREIT All Equity- : los REITS cotizados ofrecen rentabilidad y volatilidades superiores al de los activos no cotizados. Son por tanto mucho más atractivos que los no cotizados. El retorno a un año es de un 33,81 por cien frente al 11 por cien que ofrece el NCREIF.

Gráfico 20. Retornos actuales, a un año y a tres años de los índices más destacados

Market Indices (%)			
Index Name	Current Qtr Total Return	1 Yr Total Return	3 Yr Total Return
Barclays Capital Govt Bond	0.59	2.95	5.15
T-Bills (90 day)	0.02	0.05	0.09
Barclays Capital U.S. Govt/Credit	1.73	5.66	6.5
NAREIT All Equity REITS Index	1.03	33.81	20.73
S&P 500 Index	6.35	30.2	13.2
Consumer Price Index	0.84	1.99	2.33
NCREIF Property Index	2.34	11	10.9
NFI-ODCE	2.82	14.7	4.1
NTBI	3.35	11.19	5.35
NAREIT Equity REITS Index	0.16	32.61	20.38

Fuente: NCREIF-NAREIT Executive Summary Report

3.1.3. Los REITS en el resto del mundo.

A principios de 1970 se inicia la expansión mundial del modelo REITS, tras el gran éxito de estos en Estados Unidos, pero no será hasta principios del siglo XXI, cuando el impulso tome auge en base a la diversa legislación que adoptan los distintos países europeos. Así encontramos estructuras REITS en cerca de una treintena de países.

Países como Holanda y Australia han contado desde hace bastantes años (1965 y 1985 respectivamente) con vehículos de inversión equiparables, contando en la mayoría de casos con una gran aceptación. Más recientemente, se han adoptado también en otras partes del mundo, principalmente en las principales economías desarrolladas del continente europeo, con el objetivo de satisfacer la creciente demanda de vehículos de elevada liquidez, transparencia y eficiencia fiscal que inviertan en activos inmobiliarios. También ha incorporado

la figura países asiáticos con mercados inmobiliarios maduros y desarrollados como Hong Kong, Singapur, Japón y Corea del Sur.

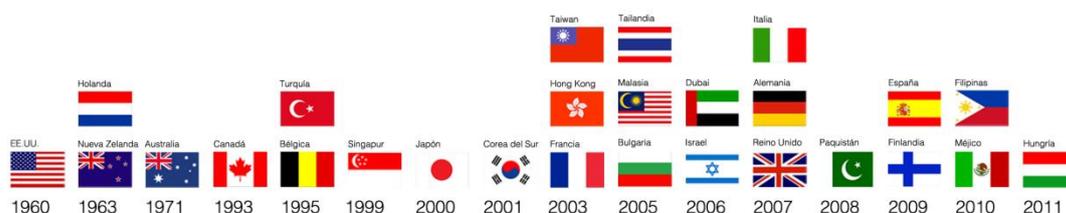
Ha sido su atractivo fiscal el que ha impulsado su expansión por el mundo, si bien ese motivo – obligación de repartir al menos el 90% de sus beneficios- es el que ha hecho que las políticas fiscales de los distintos países sean en cierto modo restrictivas a este producto en base a que el control impositivo se pierde por la exención -vía doble imposición de impuestos-, al inversor final.

En Diciembre del 2012, según la European Public Estate Association –EPPA-, organización fundada en 1999 en la que la misión de sus miembros es la de promover, representar y desarrollar el sector inmobiliario en Europa, existían más de 1500 compañías¹⁵ REITS en países desarrollados –no emergentes- repartidas por todo el mundo, siendo Alemania y Francia los países con mayor implantación en Europa si bien Japón les supera ampliamente con 272 Japanese Real Estate Investment Truts, o J-REITS(Véase Anexo 11)

En total 26 países que se han sumado, entre ellos España, y en los cuales las cifras de capitalización han ascendido a valores muy significativos. A parte de aquellos que ya se han incorporado al régimen REIT, existen 8 países considerando lanzar este vehículo de inversión inmobiliaria.

A continuación, observamos un eje cronológico en el tiempo, donde figuran los países por orden de incorporación al régimen REIT. Véase como, España se incorporó en 2009, por detrás de la mayoría de países europeos.

Grafico 21. Países con régimen REIT por orden de incorporación.

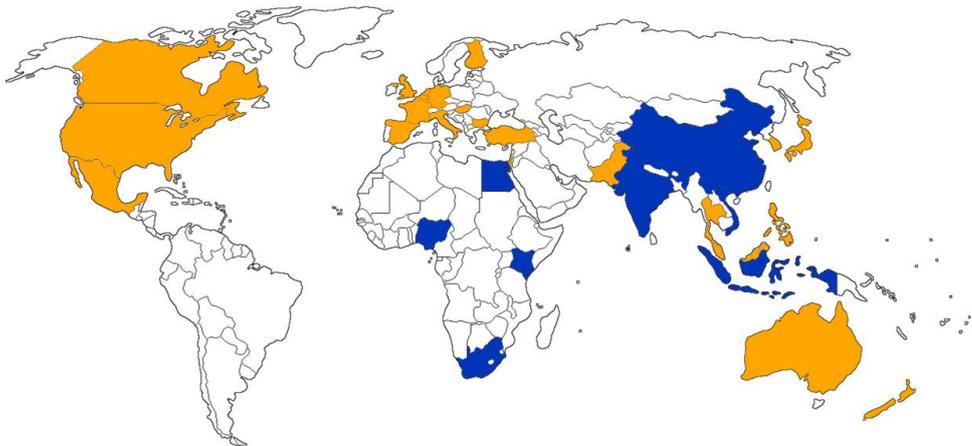


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de NAREIT.

A continuación en el mapa del mundo, en naranja aparecen los países que ya poseen régimen REIT, y en azul, aquellos que se incorporaran próximamente. Hasta ahora la mayoría de países desarrollados cuentan con un régimen REIT, siendo Europa y América del Norte los que concentra mayor número. Algunas de las nuevas incorporaciones al régimen REIT se corresponden con países emergentes como es el caso de India y China.

¹⁵ Este número de compañías son tanto las cotizadas como las no cotizadas.

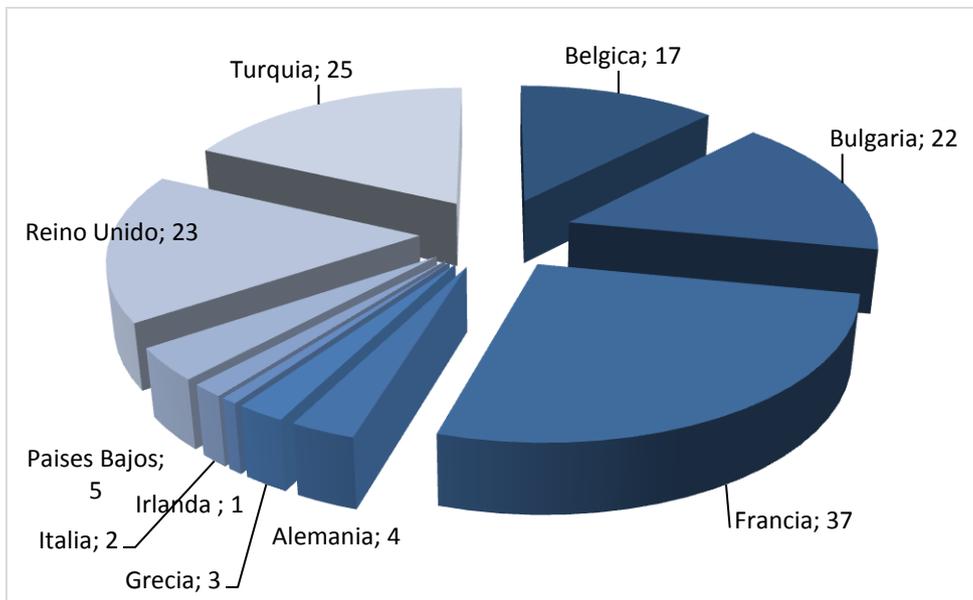
Grafico 22. Países con régimen REIT y próximos a su incorporación.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de NAREIT

Según el informe de Julio 2013 realizado por la EPRA, en su índice más representativo formado por REITS de países europeos – FTSE EPRA/NAREIT DEVELOPED EUROPE INDEX- en Europa el país con mayores REITS cotizados es Francia con 37 seguido por Turquía, con 25. En el señalado informe no figura España como país en el que se hayan constituido sociedades REITS.

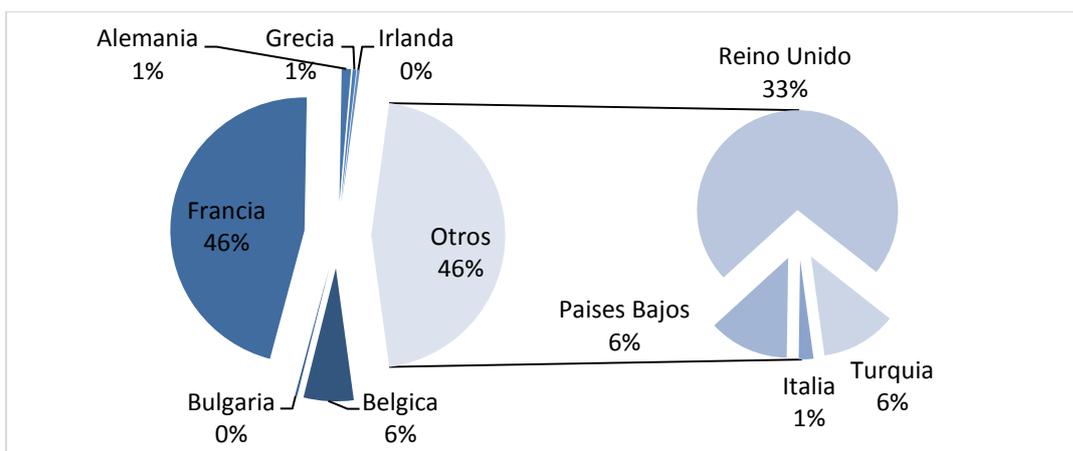
Grafico 23. Número de REITS. Europa.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Global REITSurvey 2013

En el siguiente gráfico se muestra la capitalización de mercado que alcanza la totalidad de los REITS cotizados en cada país, Francia continúa con la posición dominante, con un porcentaje del 46 por cien respecto al resto de Europa. En una misma línea encontramos a Reino Unido, que representa un 33 por cien del total.

Grafico 24. Capitalización de mercado según país



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Global REITSurvey 2013

Se aporta como anexo número 12 un cuadro resumen de algunos de los países con una estructura Reit, en la que se puede observar las diferencias entre las legislaciones vigentes.

3.2. Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMIS).

En fecha 27 de octubre de 2009 se publica la Ley 11/2009 que regula las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria-en adelante SOCIMI-, inspirándose en sus predecesores los REIT ya establecidos en otros países como Estados Unidos o Reino Unido. Así, España se suma a la tendencia de sus vecinos europeos creando un nuevo vehículo de inversión inmobiliaria, destinado al mercado inmobiliario, y más en concreto al mercado del alquiler.

El hecho de que no se constituyera ninguna sociedad al amparo de la expresada Ley, hizo que el 27 de diciembre de 2012 se modificara sustancialmente el régimen de las SOCIMI, provocando gran interés entre los inversores inmobiliarios, con efectos impositivos iniciados a partir de enero de 2013.

A continuación, se explicará con detalle las características de este nuevo régimen comparándose con el establecido previamente, su origen, y finalmente comentando cuáles fueron las razones del poco éxito en 2009.

3.2.1. Concepto.

Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria – en adelante SOCIMI- son aquellas sociedades anónimas cotizadas¹⁶ cuyo objeto social principal sea:

1. La adquisición y promoción¹⁷ de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Cabe mencionar que la actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones que reúnan lo requisitos establecidos en la Ley del IVA.

¹⁶ Se regirán por lo dispuesto en la normativa mercantil, así como por las disposiciones especiales previstas en la Ley 11/2009, reguladora de las SOCIMI.

2. Participar en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español – REITS no residentes.
3. Participar en SOCIMI no cotizadas o en REITS no cotizados, es decir, que la totalidad de su capital debe pertenecer a otras SOCIMI o REITS no residentes de las descritas en el apartado anterior.

Las entidades descritas en el apartado 3 anterior:

- No podrán tener participaciones en el capital de otras sociedades.
 - Las participaciones en el capital deberán ser nominativas.
 - Si son entidades residentes en territorio español, podrán optar por la aplicación del régimen fiscal especial en el Impuesto de Sociedades.
4. La tenencia de acciones o participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Se podrá realizar otras actividades accesorias siempre que las rentas de estas no representen, en su conjunto, más del 20 por cien de las rentas totales de la sociedad en cada periodo impositivo.

3.2.2. Origen. DE REIT a SOCIMI.

Durante los años de bonanza del mercado inmobiliario español, años 2005 y 2006, un grupo de empresarios agrupados en la Asociación de Inmobiliarias con Patrimonio en Alquiler (ASIPA), y preocupados por el elevado apalancamiento del sector en España, propusieron a la Administración del Estado impulsar un régimen REIT español que permitiera captar fondos propios entre los pequeños ahorradores. La realidad del sector inmobiliario y el planteamiento realizado por la asociación parecían razonables. Sin embargo, la adopción de un régimen REIT no era en aquellos momentos una prioridad para los gobernantes.

Durante esta época, España ya contaba con un vehículo de inversión inmobiliaria, que continúa en la actualidad, las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria, formadas por Sociedades de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Inversión Inmobiliaria, en adelante, “SII” y “FII”. Se trata de vehículos cuya finalidad es la inversión en inmuebles en alquiler orientados preferentemente al mercado residencial¹⁸, estas IIC inmobiliarias gozaban, y continúan, disfrutando de un régimen fiscal especial que guarda bastante similitud con el régimen tradicional de los REIT, comentado anteriormente.

A la existencia de un vehículo inmobiliario hay que añadirle la modificación del Impuesto de Sociedades, a finales de 2005, para ampliar el objeto de las IIC Inmobiliarias a la promoción de viviendas para su arrendamiento. Por lo que, con el sector inmobiliario en pleno hervor, no se percibía el lanzamiento de un régimen REIT como una necesidad urgente.

¹⁷ La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992

¹⁸ Para la aplicación del régimen fiscal especial de las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliarias se requería que las viviendas, residencias estudiantiles y de tercera edad representasen al menos el 50 por 100 del activo de los FII o de las SII.

A pesar del cierto parecido que guardaban ambos regímenes, cabe destacar que las Instituciones Colectivas Inmobiliarias no cumplían los requisitos básicos, ventajas para los inversores, de los REIT:

- La no tributación del vehículo inversor.
- La no obligación de distribuir a los inversores periódicamente una parte significativa de los beneficios obtenidos.

Una vez distribuidos los beneficios a los inversores, estos no gozaban de deducción para evitar la doble imposición, así con independencia de la tributación al 1 por cien¹⁹ en la IIC, el partícipe tributaría en el IRPF o IS al tipo vigente en la legislación del impuesto correspondiente, es decir, el hecho imponible se gravaría dos veces.

Si bien, a pesar de un régimen fiscal bastante atractivo, las IIC inmobiliarias nunca llegaron a triunfar en España. En la página Web de la CNMV podemos ver que, en fecha 27 de marzo de 2014, solamente operan 6 FII, dos de los cuales están en liquidación, y 10 SII. Las IIC Inmobiliarias se han visto también afectadas gravemente por la crisis inmobiliaria, en algunos casos suspendiendo el reembolso anual obligatorio provocado por la falta de liquidez.

Así pues, el relativo fracaso de las IIC Inmobiliarias, así como, la proliferación en 2006 y 2007 de regímenes REIT en países de nuestro entorno, constituían un buen escenario para impulsar un REIT español. Sin embargo, no es hasta mediados del año 2008, en plena crisis inmobiliaria, cuando se crea una alarma social y el lanzamiento de un régimen REIT que pueda reactivar el mercado inmobiliario se convierte en una de las prioridades del Estado.

El Proyecto de Ley es encargado al Ministerio de Economía y Hacienda, que acaba sacando a la luz tres Anteproyectos previamente al Proyecto de Ley 121/000015.

El texto que finalmente recogería la regulación de las SOCIMI experimentó numerosos cambios desde su primera presentación como ante proyecto de ley, muchas fueron las enmiendas propuestas por los grupos parlamentarios y otras asociaciones de interés, un régimen muy criticado que continuó siéndolo tras su aprobación en 2009. Finalmente se recogía un régimen fiscal con exención de las rentas obtenidas por el vehículo en el Impuesto de Sociedades y obligación anual de distribución de beneficios, con tributación de los dividendos por parte del inversor. Algunos de los principales aspectos modificados desde el primer anteproyecto son los que se detallan a continuación:

- Se añadió una condición que limitaba la participación máxima del 5 por cien para los inversores en las SOCIMI. Ello causó incertidumbre entre los inversores del sector inmobiliario español. Los empresarios españoles, en el caso de que decidieran por invertir en este vehículo de inversión, no estarían dispuestos a tener una participación minoritaria que les impidiera tener el control sobre sus inversiones. Asimismo, la entrada de socios de control y de grandes inversores, aportarían seguridad de cara a la inversión de pequeños accionistas. Finalmente, esta condición fue eliminada.
- El ratio de endeudamiento máximo fue incrementado desde el 55% hasta el 60%. De cara a la constitución de nuevas sociedades, favorece la consecución de condiciones

¹⁹ Tributación del 1% en el Impuesto de Sociedades – Instituciones de Inversión Colectiva

óptimas de coste, plazo y garantía. Si bien, constituye una barrera importante para las promotoras españolas, ya que sus niveles de apalancamiento son muchos mayores. En el Proyecto de Ley 121/000015 de fecha 19 de diciembre de 2008, se mantiene el requisito del 60%, pero en la Ley definitiva 11/2009 de fecha 27 de octubre, y ante las incesantes críticas, se eleva esta cantidad a 70%.

- En cuanto al requisito de obtención de beneficios procedentes de rentas de inmuebles en alquiler. En los primeros anteproyectos se establece en un 90 % pasando al 85% en el Proyecto de Ley 121/000015. Finalmente, en la Ley de 2009 se establece que el 80% de las rentas deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos de dichas participaciones.

Tabla 5. Evolución del Anteproyecto de Ley 11/2009

Cambios	Anteproyectos de Ley	Proyecto de Ley 121/000015	Ley 11/2009
Participación máxima	5%	-	-
Ratio máximo endeudamiento	55%	60%	70%
Mínimo % de rentas - arrendamiento	90%	85%	80%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Gobierno de España.

El proyecto de Ley vio la luz el 19 de diciembre de 2008, aprobándose por el Senado el 13 de octubre de 2009, y marcó los pilares básicos del régimen fiscal de las SOCIMI, a pesar del largo trámite parlamentario y de las numerosas enmiendas presentadas a su texto. A continuación se describen las características que poseían las SOCIMI:

- Las SOCIMI no se consideran sociedades transparentes ni tampoco exentas del Impuesto sobre Sociedades, sino que quedan sujetas al Impuesto si bien a un tipo privilegiado del 18 por cien.
- Los dividendos distribuidos a sus accionistas tendrán distinto tratamiento según la clasificación de estos:
 - Las personas físicas residentes en España, sujetos pasivos del IRPF, sus dividendos estarán exentos de tributar en el IRPF.
 - Las personas jurídicas residentes en España, sujetos pasivos del IS, tendrán la posibilidad de deducir del impuesto a pagar sobre el ingreso por dividendos un 18 por cien el impuesto satisfecho por la SOCIMI.
 - Personas físicas o jurídicas, no residentes en España, sujetos pasivos del IRNR, sus dividendos estarán exentos en España, excepto que resida en un país o territorio con el que no exista efectivo intercambio de información tributaria.
- Existe la obligación de distribuir anualmente el 90 por 100 de los beneficios procedentes de los ingresos por alquiler, y el 50 por cien de las ganancias patrimoniales obtenidas por la transmisión de inmuebles.

De los 4 pilares básicos mencionados, solo el relativo a la obligación de distribuir buena parte de los beneficios es característico de los regímenes REIT tradicionales.

Finalmente el 27 de octubre de 2009 nace la Ley 11/2009, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

Sin embargo, desde octubre de 2009 que se aprueba la Ley no se creó ninguna SOCIMI. Las causas del fracaso del régimen SOCIMI se relacionan con:

- **Factor económico.** En 2009 con el mercado en profunda crisis, no existían ahorradores dispuestos a entrar en el mercado inmobiliario.
- **Factor fiscal.** Tal y como se ha comentado previamente la regulación fiscal de los REIT españoles nada tenía que ver con los constituidos en otros países. En la mayoría de países europeos donde operaban formas jurídicas similares, estaban directamente exentas de tributación, mientras que en España la exención era únicamente para los dividendos percibidos.
- **Factor cultural.** El modelo de negocio de las SOCIMI parte de una gestión empresarial de un número de activos a través del arrendamiento comercial o residencial, mientras la tradición de la propiedad está mucho más arraigada que la del alquiler en España. En España, a pesar de la crisis, la mentalidad es la compra frente al arrendamiento, especialmente en la faceta residencial.
- **Características del régimen** que no fueron atractivas para los inversores, caben destacar:
 - El apalancamiento financiero no puede exceder el 70 por ciento del activo de la sociedad. Un ratio de endeudamiento máximo limita mucho las posibilidades de crecimiento de la compañía. La financiación óptima debe depender de las circunstancias particulares y del mercado.
 - El sistema de SOCIMI obligaba a reestructuraciones enormes en las sociedades ya existentes. Por ejemplo, muchas de estas compañías inmobiliarias están tan apalancadas que en caso de repartir los dividendos exigidos por Ley, no les quedaría capital para pagar las deudas que tienen. En estos casos, tendrían que hacer diversos ajustes en su sociedad, ampliaciones de capital, para poder pagar a sus acreedores.
 - El plazo exigido de permanencia en el activo para los bienes inmuebles de 3 años (7 para el caso de que sean inmuebles promovidos por la sociedad), hacían inviable que se pudiera desarrollar este tipo de actividad bajo ese régimen. El plazo de mantenimiento, introduce complejidad y rigidez en la toma de decisiones.

Ante el escaso éxito de las SOCIMI creadas en 2009, el Consejo de Ministros en fecha 11 de mayo de 2012 aprueba una serie de medidas encaminadas a incentivar la adquisición de viviendas y a mejorar el régimen de las SOCIMI, donde se incluían los siguientes objetivos:

- Fomento del mercado de alquiler de viviendas.
- Flexibilización del mercado del alquiler para lograr una dinamización del mismo.
- Mayor seguridad jurídica.
- Establecimiento de estímulos fiscales.

A finales de 2012 el actual gobierno decide modificar el régimen, hasta entonces establecido, en profundidad. Un año después ya se cuenta con una veintena de SOCIMI cotizando, tres en el Mercado Alternativo Bursátil y las demás en el mercado continuo español. Entre las que destacamos Hispania, Merlin, Lar España Real Estate y Entrecampos.

3.2.3. Requisitos.

La consideración de SOCIMI requiere una serie de requisitos que consideramos agrupar en los siguientes grupos, los cuales se comentaran a continuación:

- Requisitos mercantiles
- Requisitos de inversión

Requisitos mercantiles

Las SOCIMI han de ser sociedades anónimas cotizadas, se registrarán por lo dispuesto en la normativa mercantil, así como por las disposiciones especiales previstas en la Ley 11/2009 y Ley 16/2012 que regulan las SOCIMI. Deberán tener un capital social mínimo de 5 millones de euros que estará compuesto por solo una clase de acciones – de carácter nominativo²⁰. En su denominación social deberá incluirse “Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario, Sociedad Anónima” o “SOCIMI, S.A).

Si las aportaciones al capital social estuvieran constituidas por inmuebles, deberán ser objeto de tasación por una de las sociedades previstas en la legislación del mercado hipotecario. La obligación afectará tanto a las aportaciones de las SOCIMI como a las entidades no cotizadas que participen en estas.

Sus acciones deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado, permitiéndose como novedad de la Ley 16/2012 su negociación en un sistema multilateral de negociación español, el más conocido, el Mercado Alternativo Bursátil, de cualquier otro estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo o bien de cualquier otro país con el que exista efectivo intercambio de formación tributaria.

Conviene mencionar que no solamente las SOCIMI podrán acceder al régimen fiscal especial, sino que aparece la figura de SOCIMI no cotizada, antes comentada.

Requisitos de inversión y de mantenimiento

Las SOCIMI deberán tener invertido, al menos el 80 por cien del valor del activo²¹ en los siguientes elementos:

- Inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento.
- Terrenos para la promoción de dichos inmuebles siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición.

²⁰ El carácter nominativo de las acciones también es de obligado cumplimiento a los REIT no residentes que participen en SOCIMI no cotizadas.

²¹ Se calcula sobre el balance consolidado, en el caso de que la sociedad sea la dominante de un grupo de entidades, pudiendo optar la sociedad por sustituir los valores contables por el valor de mercado.

- Participaciones en el capital o en el patrimonio de las entidades mencionadas anteriormente, (SOCIMI o REIT no residentes, SOCIMI no cotizadas, entidades no residentes no cotizadas íntegramente participadas por SOCIMI o por REIT, IICI²²).

Para el cómputo del nivel mínimo de inversión los inmuebles adquiridos lo deberán ser en propiedad.

En lo relativo al volumen de rentas generadas, al menos el 80 % deberán de obtenerse de:

- Rentas derivadas del arrendamiento de inmuebles afectos al cumplimiento de su objeto social principal con personas o entidades respecto de las cuales no se produzca alguna de las circunstancias establecidas en el artículo 42 del Código de Comercio, con independencia de la residencia.
- Dividendos o Participaciones en beneficios de entidades aptas.

No se incluirán en el porcentaje anterior las rentas derivadas de la transmisión de participaciones o bienes inmuebles de la compañía.

Con el fin de conocer la renta disponible tanto de la actividad de la promoción inmobiliaria como la de arrendamiento, estas deberán contabilizarse por separado, y así conocer las rentas generadas por cada inmueble adquirido o promovido. Ya que las rentas que afectan al 80 por cien deberán ser solo las derivadas de arrendamiento.

Por otro lado al igual que los REIT de otros países, las SOCIMI deberán repartir un porcentaje elevado del beneficio que vayan obteniendo. Según la regulación española, deberán acordar la distribución de dividendos con cargo al beneficio obtenido en el ejercicio dentro de los seis meses posteriores al cierre, y pagarse dentro del mes siguiente al acuerdo de distribución. Se distribuirá:

- El 100% del beneficio procedente de dividendos y participaciones en beneficios en sociedades aptas.
- El 50% de los beneficios derivados de la transmisión de inmuebles y de participaciones, debiendo reinvertir el resto en activos aptos dentro de los tres años siguientes a su transmisión.
De no producirse la reinversión, el porcentaje restante del 50% se distribuirá en el tercer ejercicio.
- El 80% del resto de beneficios obtenidos.

Además, se establece que la reserva legal de las SOCIMI no podrá exceder del 20% del capital social, ni se podrán establecer estatutariamente otras reservas indisponibles.

En cuanto al requisito de mantenimiento, los bienes inmuebles de la SOCIMI deberán permanecer arrendados durante al menos 3 años, así como, las acciones o participaciones en otras entidades calificadas como inversión apta para el régimen. El plazo se computará:

- Desde la fecha en la que el inmueble es arrendado por primera vez.

²² Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria.

- Desde la fecha del inicio del periodo impositivo²³, si el inmueble ya hubiera sido arrendado.

3.2.4. Activos que pueden y no pueden formar parte de una SOCIMI.

Las SOCIMI estarán compuestas exclusivamente por inmuebles, quedando excluidos los que a continuación se detallan:

- Bienes inmuebles de características especiales regulados en el artículo 8 del Texto Refundido de la Ley de Catastro Inmobiliario.

Tabla 6. Inmuebles de características especiales.

Inmuebles de características especiales
Destinados a la promoción de energía eléctrica, gas, refino de petróleo y centrales nucleares
Presas, saltos de agua y embalses, excepto las destinadas exclusivamente al riego
Autopistas, carreteras y túneles de peaje
Aeropuertos y puertos comerciales

Fuente: Elaboración propia a partir de Ley de Catastro Inmobiliario

- Bienes inmuebles cuyo uso se cede a terceros mediante contratos de arrendamiento financiero según el Impuesto de Sociedades.

3.2.5. Destinatarios – propietarios inmobiliarios y gestores.

Entre los inversores que se espera que muestren mayor interés en este vehículo societario destacamos:

Tabla 7. Inversores interesados en invertir en SOCIMI.

Inversores
Inversores Privados – nacionales o extranjeros-
Family Offices
Clientes de Banca Privada –nacionales o internacionales-
REITS extranjeros
Multinacionales con inmuebles en España
Sociedades nacionales

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Informe elaborado por Garrigues “Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria”-Enero 2013-.

²³ En el caso en que la sociedad se acogiera al Régimen Fiscal Especial con posterioridad a su constitución.

3.2.6. Régimen de entrada y de salida.

Régimen de entrada

Para aquellas sociedades que estuvieran tributando en régimen general y pasen a tributar al régimen especial se establecen las siguientes condiciones:

- Los ajustes fiscales pendientes de incluir en la base imponible del IS se integrarán en la base imponible de la SOCIMI de acuerdo con el régimen general y el tipo de gravamen del impuesto. La Dirección General de Tributos hace aclaración de que este apartado se refiere exclusivamente en relación con los ajustes fiscales extracontables. Por lo que, la reversión de deterioros contables dotados antes de la entrada de la sociedad al régimen especial que hubieran sido fiscalmente deducibles (es decir, que no hubieran dado lugar a ajustes fiscales extracontables), en el momento que se reviertan tributarán a tipo 0%.
- Las bases imponibles negativas generadas en ejercicios anteriores y pendientes de compensación y las deducciones pendientes de aplicación podrán compensarse con las rentas positivas obtenidas por las SOCIMI que tributen bajo el régimen general.
- En caso de obtener una renta positiva por la transmisión de un inmueble poseído con anterioridad a la aplicación del régimen especial o por la transmisión de las participaciones en otras sociedades, la renta positiva se entenderá generada de forma lineal, salvo prueba en contrario, durante todo el tiempo de tenencia del inmueble transmitido. La parte de dicha renta imputable a los periodos impositivos anteriores se gravará aplicando el tipo de gravamen y el régimen tributario anterior a la aplicación del régimen fiscal especial.
- Se mantiene en el nuevo régimen la presunción de existencia de motivos económicos válidos en las operaciones de reestructuración que sean necesarias para la creación de una o varias sociedades susceptibles de acogerse al régimen especial de las SOCIMI.

Régimen de salida

Para aquellas SOCIMI que abandonen el régimen, la única especialidad será que la renta positiva por la transmisión de inmueble y/o de participaciones deberá entenderse de forma lineal, quedada gravada de acuerdo con el régimen fiscal que hubiera resultado aplicable.

3.2.7. Formalización de la opción por el régimen.

La opción para aplicar el régimen fiscal especial se ha de adoptar por junta general de accionista y comunicar a la Delegación de la AEAT del domicilio fiscal de la entidad antes de los **tres últimos meses previos** a la conclusión del periodo impositivo al que deba resultar de aplicación el régimen.

El régimen, será entonces de aplicación, en el primer ejercicio que finalice con posterioridad a dicha comunicación, la entidad deberá cotizar en un mercado regulado desde la fecha de la opción para aplicar dicho régimen. Si bien, esta condición se podrá cumplir en el periodo transitorio de dos años, así como todas las demás condiciones impuestas para acogerse a este régimen.

La aplicación provisional del régimen implica que, en caso de no cumplir finalmente los requisitos en el plazo establecido, la sociedad debe ingresar la diferencia entre la cuota que

habría resultado de tributar en régimen general y la realmente ingresada al aplicar el régimen especial de SOCIMI, junto con los intereses, recargos y sanciones que resulten procedentes.

En cuanto a los socios de la SOCIMI que sean personas físicas residentes o no residentes sin establecimiento permanente podrán aplicar el régimen especial si la SOCIMI cumple los requisitos previstos en la Ley en fecha de presentación de sus declaraciones del IRPF o de IRNR. Si la sociedad cumpliera los requisitos posteriormente, dentro del periodo transitorio de dos años, los socios podrán instar la rectificación en su declaración.

En el caso de socios personas jurídicas sujetos pasivos del IS o contribuyentes del IRNR con establecimiento permanente, funcionará a la inversa que en el anterior párrafo. Podrán aplicar el régimen previsto en la Ley de SOCIMI en cualquier caso y, de no cumplir las SOCIMI con los requisitos necesarios en el periodo transitorio podrán instar la rectificación de la declaración.

El régimen fiscal especial es incompatible con:

- El régimen de consolidación fiscal
- Cualquier otro régimen especial de los regulados en el título VII Texto Refundido de la Ley de Impuesto sobre Sociedades. Excepto con:
 - Régimen de neutralidad fiscal (fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores).
 - Régimen de transparencia fiscal internacional.
 - Régimen de determinados contratos de arrendamiento financiero.

3.2.8. Obligaciones de información de las SOCIMI.

Se establece la obligación de suministrar determinada información en la memoria de las SOCIMI en el apartado denominado “Exigencias informativas derivadas de la condición de SOCIMI, Ley 11/2009”. Esta condición también la deberán cumplir las SOCIMI no cotizadas. Estos son los puntos que se han de incluir en la memoria:

- Reservas procedentes de ejercicios anteriores a la aplicación del régimen especial.
- En cuanto a reservas y dividendos distribuidos, diferenciación de la parte que procede de rentas sujetas al tipo de gravamen del 0% y del 19%, respecto de aquellas que hayan tributado a un 30%.
- Fecha de acuerdo de distribución de dividendos.
- Fecha adquisición de los inmuebles y participaciones aptas para el régimen especial de las SOCIMI.
- Identificación del activo que computa para el requisito del 80% de volumen de activos.
- Reservas dispuestas para fines distintos de la distribución de dividendos y la compensación de pérdidas.

Además de la información a incluir en la memoria, las SOCIMI deberán facilitar toda la información si así lo exige la Administración sobre la distribución de gastos entre las distintas fuentes de rentas.

El incumplimiento de estas obligaciones puede dar lugar a la pérdida del régimen fiscal especial y de sanciones que oscilan entre los 1.500 euros hasta los 30.000 euros.

3.2.9. Pérdida del régimen fiscal especial.

Las entidades que apliquen el régimen especial pasarán a tributar en régimen general en el mismo periodo impositivo en el que se dé alguna de las siguientes circunstancias:

- Salida de los mercados regulados o del sistema multilateral de negociación.
- Incumplimiento sustancial de las obligaciones de información.
- Falta de acuerdo de distribución y pagos de los dividendos en los términos establecidos por la norma. En este caso el régimen se pierde en el ejercicio al cual corresponden los beneficios que debieran distribuirse.
- Renuncia
- Incumplimiento de cualquier otro requisito exigido en la norma salvo que se reponga la causa de incumplimiento dentro del ejercicio inmediato siguiente.

Una vez perdido el régimen, no podrá optarse de nuevo por el mismo hasta transcurridos tres años desde la conclusión del último periodo impositivo que resulte de aplicación al mismo.

3.2.10. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Tal y como hemos mencionado anteriormente, uno de los requisitos que impone la legislación a las SOCIMI es la obligación de que sus acciones, que siempre deberán ser de carácter nominativo, coticen en un mercado regulado o sistema multilateral de un país miembro de la Unión Europea. Uno de ellos es el Mercado Alternativo Bursátil. A continuación se analizará en qué consiste dicho mercado y las plataformas de negociación y liquidación donde se efectuarán operaciones de las SOCIMI.

3.2.10.1 ¿Qué es el MAB?

El Mercado Alternativo Bursátil es un sistema organizado de negociación autorizado por el gobierno español, que ofrece un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de las operaciones que en él se efectúen. Entre sus objetivos principales: proporcionar financiación, liquidez y transparencia.

El 21 de febrero de 2006 se constituye oficialmente el MAB.

En la actualidad, los valores que se cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil son:

- Empresas en expansión.
- Sociedades de Inversión de Capital Variables (SICAVs).
- Entidades de Capital Riesgo.
- Sociedades de Inversión Libre.
- Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI).

El MAB es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.

Como característica principal de este mercado alternativo destacamos la capacidad para “diseñar las cosas a medida”. El sistema con el que opera el MAB trata de adaptarse a cada una de sus empresas, peculiares por su tamaño y fase de desarrollo, que presentan amplias necesidades de financiación y que buscan mejorar su competitividad, así como, poner en valor su negocio. El MAB ofrece una alternativa de financiación para crecer y expandirse.

La entrada en este mercado implicará por contra la obligación de adaptar los procedimientos existentes para que estas empresas puedan cotizar en el mismo con todas las exigencias que impone cualquier mercado regulado. Para ello se introduce la figura del asesor registrado, cuya misión es ayudar a las empresas a que cumplan los requisitos de información.

Además, las compañías contarán con un proveedor de liquidez, cuya trabajo de intermediación será buscar el equilibrio entre el precio de cotización de las acciones con el correspondiente valor líquido de las mismas.

El MAB se caracteriza por ser:

- Un sistema de negociación de acciones a través de las Bolsas.
- Promovido por Bolsas y Mercados Españolas (BME), y supervisado por la CNMV.
- Incluye a valores de la Unión Europea y Latinoamérica.
- Destinado tanto a inversores institucionales como particulares.
- Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.
- Es la plataforma de aprendizaje o lanzamiento hacia la Bolsa para las empresas que alcancen la dimensión adecuada.

El BME aporta experiencia y tecnología en el diseño de este mercado y en los procedimientos operativos de contratación, liquidación y difusión de información.

3.2.10.2. Plataformas. SIBE e IBERCLEAR.

Las operaciones de contratación, tanto de compra como venta de acciones, deben realizarse a través de distintas entidades miembros de la Bolsa. Para ello debe de cursarse la correspondiente orden. Esta orden es un contrato entre el cliente que ordena la operación y la entidad que debe ejecutarla.

Los sistemas de contratación organizados mas implantados en las bolsas son:

- SIBE. Sistema de Interconexión Bursátil Español.
- Mercado de corros.

Dado que el Mercado Alternativo Bursátil, solo opera con el SIBE prescindiremos de analizar el mercado de corros.

La mayor parte de la negociación que tiene lugar en el mercado bursátil se realiza a través de la plataforma del Sistema de Interconexión Bursátil Español –SIBE-. En él se concentra la negociación de las acciones de las empresas más representativas de la economía española y con mayor volumen de contratación. Se trata de un sistema electrónico multilateral y automático, en el que el cierre de operaciones viene determinado por el precio y por el orden

de introducción de las órdenes de compra o venta. Si durante el período de mercado abierto existe contrapartida la orden se ejecuta automáticamente, si no permanece en un libro de órdenes en espera de contrapartida. La unidad de contratación es una acción o un derecho de suscripción.

La avanzada tecnología en la que se apoya el SIBE y sus prestaciones funcionales permiten gestionar un gran volumen de contratación con garantías de eficacia y transparencia.

El SIBE es un mercado dirigido por órdenes, con información en tiempo real de la información tanto de los precios de compra y venta como del volumen de negociación. Este sistema permite a los cuatro mercados españoles dirigir sus órdenes a través de terminales informáticos al mismo ordenador central.

El mercado tiene distintas modalidades de contratación, que son complementarias aunque los principios, normas, horarios y agentes que intervienen son distintos, las más usuales son:

- ❖ Modalidad de **Contratación General**, es la que se utiliza en más del 60% de las operaciones que se cierran en una sesión, se extiende en duración a lo largo de todo el periodo de contratación, y se divide en tres periodos denominados subastas de apertura y cierre con un periodo de mercado abierto y de contratación continuada.
- ❖ Modalidad de contratación con **Fijación de Precios Únicos o "Fixing"**, bajo esta modalidad de contratación se efectúan las operaciones de la mayor parte de las sociedades que operan bajo el marco del Mercado Alternativo Bursátil "MAB". Las operaciones se realizan en dos momentos del periodo de sesiones denominados, subasta de apertura y de cierre que abarca de las 8,30 a las 12,00 horas, y de las 12,00 a las 16,00 horas respectivamente. Las SOCIMI utilizarán esta modalidad como método de contratación.

Una vez comentadas algunas de las modalidades de contratación expondré brevemente la fijación del precio de las acciones en las fases de subasta. Durante las mismas se pretende obtener el precio de equilibrio que sirva para la negociación de títulos una vez cerrado el periodo de subasta durante el cual se podrán introducir, modificar y cancelar ordenes.

El precio en base a las órdenes recibidas se fijará teniendo en cuenta las siguientes reglas:

- Que permita negociar el mayor número de operaciones.
- Que el precio de la subasta produzca el menor desequilibrio entre oferta y demanda.
- Que el precio asignado deje fuera el menor volumen de negociación.

Finalmente las diversas formas en que se emiten las órdenes, son:

Orden Limitada. En el caso de que sea de compra se ejecutara al precio identificado o a uno inferior si hubiese contrapartida. Si la orden es de venta al precio señalado o al que existiera si ese fuera mayor.

Orden de Mercado. No fijan precio, y se ejecutara hasta completar la orden al mejor precio que ofrezca el mercado.

Orden Por lo Mejor. Tampoco fijan un precio límite, y se ejecutara si existe en el mercado al momento de su notificación una contrapartida a la oferta realizada, anulándose la orden en caso contrario.

IBERCLEAR

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. – **IBERCLEAR** -, es el Depositario Central de Valores Español.

Sus funciones, vienen reguladas por la ley 24/1988 del Mercado de Valores y el real-decreto 116/1992 que desarrolla su reglamento, entre las que se le asigna la llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación tanto en la Bolsa de Valores como en el Mercado Alternativo Bursátil, así como la gestión de la liquidación y compensación de valores y efectivo de las operaciones realizadas.

IBERCLEAR gestiona el registro y la liquidación de valores mediante dos sistemas:

- Servicios de Compensación y Liquidación de Valores – SCLV- para mercados bursátiles
- Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España –CADE- para los mercados de renta fija, tanto pública como privada.

3.2.10.3. Razones por las que cotizar en el MAB.

Las PYMES juegan un papel fundamental en el tejido empresarial español, según el Directorio Central de Empresas, estas representan el 99,88% a 1 de enero de 2012. La característica más notable de la PYME es su contribución a la generación de empleo, ocupando cerca del 63% total de los trabajadores.

Las PYMES son empresas que tradicionalmente han tenido dificultades para acceder a la financiación como consecuencia de sus reducidas dimensiones y por la exigencia de mayores garantías. Asimismo, ha sido ajena por completo a cualquier financiación que no fuese la del crédito bancario. Este hecho las hace más vulnerables a una contracción del crédito, como la que se está viviendo en estos años. En este entorno se necesitan fuentes alternativas de financiación para su expansión y crecimiento. Por ello, un gran número de compañías deciden incorporarse al Mercado Alternativo Bursátil. Según datos obtenidos del MAB a finales de junio de 2014, las empresas cotizadas por segmentos son:

- 22 Empresas en Expansión
- 3105 Sociedades de Inversión de Capital Variable
- 1 empresa de Capital Riesgo
- 8 Sociedades de Inversión Libre
- 3 SOCIMI

Aparte de lo mencionado anteriormente, hay otras razones de peso que alientan a muchas empresas a salir a bolsa:

- Aporta una mayor notoriedad a la compañía, particularmente ante clientes y proveedores financieros.

- Permite determinar el valor de la empresa, al fijar el mercado el precio de las acciones, incorporando en el precio las expectativas de negocio.
- Ofrece a los accionistas liquidez, al permitir convertir en dinero sus acciones. No implica perder el control de la empresa

Las ventajas que ofrecen los mercados alternativos son muy similares a las de estar en Bolsa. Tal y como se ha mencionado anteriormente, cotizar en el MAB significa tener una fuente de financiación para apalancar o aumentar los recursos propios, crecer o adquirir otras compañías, es decir, ser más competitivos. Se debe conseguir un equilibrio entre fondos propios y ajenos, siendo la vía más eficiente el mercado de valores.

Requisitos para cotizar en el MAB.

En la circular 5/2010 que se adjuntan en el anexo 17, se detallan todos los requisitos, documentación y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión de acciones emitidas a cotización de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria.

Los cinco puntos entorno a los que giran los requisitos de incorporación son los siguientes que aparecen numerados en la tabla 8, y aparecen con algunas de sus respectivas características.

Tabla 8. Resumen de las principales características para incorporarse al MAB.

Resumen de las principales características para incorporarse al MAB	
1. Características de las entidades emisoras	Emitidas por SA españolas y extranjeras.
	Capital Social totalmente desembolsado
	Acciones sin restricciones legales/estatutarias a la negociación y transmisibilidad.
	Régimen contable según: →País EEE ²⁴ : NIIF, estándar contable nacional del estado miembro. →País no miembro: NIIF o US GAAP.
2. Justificar la inclusión en sus Estatutos Sociales	Comunicación de participaciones significativas.
	Publicidad de los pactos parasociales ²⁵
	Solicitud de exclusión de negociación en el MAB
	Cambio de control de la sociedad
3. Acciones susceptibles de incorporación	Previamente objeto de una oferta de venta o suscripción.
	Previamente no hayan sido objeto de una oferta de venta o suscripción.
4. Designación de Asesor Registrado	Deberá designar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro especial al efecto por el Mercado
5. Presentación del contrato de liquidez	Suscripción con un intermediario financiero un contrato de liquidez

Fuente: Elaboración propia

²⁴ Espacio Económico Europeo

²⁵ Acuerdos adoptados entre los socios de una Sociedad que pretenden contemplar, concretar o modificar sus relaciones internas y las relaciones legales o estatutarias que las rigen.

3.2.10.4. Agentes independientes para la puesta en cotización de la SOCIMI.

Las SOCIMI que soliciten la admisión a negociación de sus acciones al Mercado Alternativo Bursátil deberán obligatoriamente contar con la asistencia de un asesor registrado y suscribir (la propia sociedad o algunos de sus accionistas de referencia) con un intermediario financiero un contrato de liquidez.

Asesor Registrado MAB.

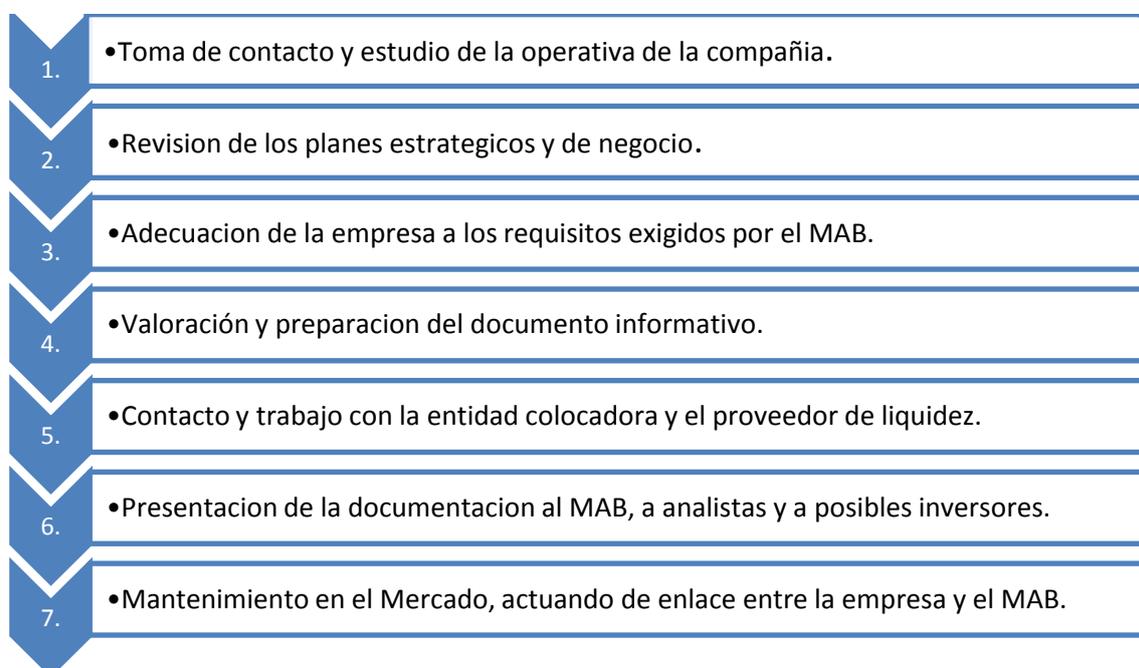
Las empresas que se incorporen al MAB deben ofrecer a los inversores que estén en ellas interesados una información transparente y adecuada. Asimismo, cumplir una serie de requisitos que el mercado exige.

Para ello, surge la figura del Asesor Registrado, que deberá valorar la idoneidad de la empresa interesada en incorporarse y asesorarla en el cumplimiento de las obligaciones que le corresponderán y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el mercado bursátil.

Por otro lado, en caso de incumplimiento de alguna de las condiciones, el asesor será el encargado de comunicárselo al MAB. En resumen, es el enlace entre la empresa y el Mercado Alternativo Bursátil.

Las funciones que deberá llevar a cabo el Asesor Registrado se pueden resumir en las siguientes:

Figura 13. Funciones del Asesor Registrado



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del MAB

Todo asesor registrado debe cumplir una serie de requisitos para poder ejercer como tal:

- Ser persona jurídica.
- Con experiencia en asesoramiento a compañías en actuaciones relacionadas con el mercado de valores.
- Con personal cualificado dedicado a la función de Asesor Registrado. Dedicará al menos 2 personas a cada actuación.
- Independiente con respecto a las compañías que asesoran.
- Sin conflictos de interés con otras actuaciones en el MAB.

Para obtener la cualificación de Asesor Registrado, será preciso que el solicitante sea evaluado por los órganos del MAB, en primer lugar por el Comité de Coordinación e Incorporaciones y seguidamente por el Consejo de Administración, y si la resolución es positiva el admitido será inscrito en el registro correspondiente dándose finalmente traslado de ello a la CNMV.

Proveedor de Liquidez.

El proveedor de liquidez ha de ser una entidad de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la sociedad cotizada o algún accionista de referencia de la sociedad hubieran concertado un contrato de liquidez.

El objeto de los contratos de liquidez será favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia de tendencia del mercado.

Existen una serie de condiciones que se han de cumplir según la circular 7/2010 del MAB:

- El contrato de liquidez prohibirá expresamente que el Proveedor de Liquidez solicite o reciba de la sociedad cualesquiera instrucciones sobre el momento, precio o demás condiciones de las operaciones que ejecute en virtud del contrato. Tampoco podrá solicitar ni recibir información relevante de la sociedad.
- El proveedor de liquidez deberá garantizar la independencia de actuación de su estructura interna, respecto a la sociedad cuyas acciones negocie.
- El contrato de liquidez fijará la retribución que deba percibir el Proveedor de Liquidez, estableciendo unas reglas de conducta al objeto de que su actuación no pueda influir sobre el precio o volumen de las transacciones.

3.2.11. Comparación de SOCIMI con otros vehículos de inversión.

A la hora de decidir el invertir en una SOCIMI se tendrán en cuenta otros vehículos de características similares. A continuación analizaremos las ventajas y los inconvenientes de cada alternativa.

Hemos seleccionado las siguientes inversiones, considerándolas similares a las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria:

- Fondo de Inversión Inmobiliaria.

- Sociedad de Inversión Inmobiliaria.
- Entidades de arrendamiento de viviendas.
- Sociedades anónimas.

Fondos de Inversión Inmobiliaria y Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

Los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria pertenecen a las Instituciones colectivas de carácter no financiero, en adelante llamadas IIC.

Según el Reglamento de la IIC, estos tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento. Los activos podrán ser:

❖ **Inmuebles finalizados.**

Estos activos se pueden encontrar en los siguientes tipos de sociedades:

- En Sociedades cuyo activo este constituido mayoritariamente por bienes inmuebles, siempre que los inmuebles sean objeto de arrendamiento.
- En Entidades de arrendamiento de viviendas.
- En Sociedades Anónimas de Inversión Inmobiliaria. (SOCIMI)

- ❖ **Otras IIC inmobiliarias**, cuyos reglamentos o estatutos no autoricen a invertir más de un 10 por cien del activo en otras IIC y con normas sobre régimen de inversiones, prevención de conflictos de interés y endeudamiento

❖ **Inmuebles en fase de construcción**

Incluidos los adquiridos sobre plano, siempre que la edificación a promover haya obtenido licencia de obras. Las inversiones en inmuebles a través de compra sobre plano no podrán representar más del 40 por cien del patrimonio.

- ❖ **Opciones de compra con prima**, siempre que el valor de la prima no supera el 5 por cien del precio del inmueble, y **Compromisos de Compra a Plazo de Inmuebles.**

- ❖ **Concesiones administrativas** que permitan el arrendamiento de inmuebles.

Tanto con los fondos como con las sociedades se pretende captar capitales en el mercado para su posterior inversión en bienes inmuebles que se cederán en alquiler.

Las Sociedades se diferencian de los Fondos en que las primeras adoptan la forma de Sociedades Anónimas que solo podrán adoptar la forma de capital fijo.

Los bienes integrantes del activo de las sociedades y los fondos no podrán enajenarse hasta pasados tres años desde su adquisición, salvo autorización de la CNMV.

Por otra parte estos instrumentos de inversión deberán cumplir ciertos requisitos, como son:

-Partícipes o Socios. Estos, no podrán ser inferior a 100 socios o partícipes según la forma que adopte la IIC. Ningún partícipe puede tener más de un 25 por cien del fondo.

-Patrimonio o Capital Mínimo. Será de 9 millones euros.

-Autorización y Registro. Comprende diversas fases hasta su inscripción en el registro de la CNMV.

-Límites y liquidez de las inversiones. La normativa establece unos porcentajes máximos y mínimos de inversión en función del patrimonio.

Tabla 9. Porcentajes máximos del patrimonio de la IIC según tipo de sociedad o valores

TIPO INVERSION	% Máximo s/Patrimonio de la ICC
En Entidades o Sociedades con Inmuebles terminados en su activo	15%
Compras sobre plano o compromisos de compra	40%
Opciones de compra	10%
Inmuebles arrendados a socios, partícipes o personas vinculados	25%
Inmuebles adquiridos a entidades del grupo de la IIC o Gestora	25%
Inversión en un solo activo o inmueble	35%
Inmuebles arrendados a entidades de un mismo grupo	35%

Fuente: Inverco. Características generales de las instituciones de inversión colectiva

Como se observa en el cuadro anterior, los inmuebles podrán ser arrendados a socios o partícipes, así como, a las personas o entidades que mantengan vínculos con éstos (máximo 25 por cien del patrimonio de la institución), siempre que esta situación no genere conflicto de intereses y se contrate a precios y en condiciones normales de mercado.

Por otra parte, las entidades del grupo de sociedades gestoras de los fondos y sociedades no podrán ser arrendatarios de los bienes que integren el activo de dichos fondos y sociedades de inversión colectiva. Si bien, las sociedades y fondos podrán adquirir inmuebles a entidades de un mismo grupo o del grupo de su sociedad gestora solo si son de nueva constitución y se cumplen una serie de requisitos. La venta no podrá dirigirse a estos en ningún caso. Los inmuebles adquiridos no podrán suponer más del 25% del patrimonio de la institución.

Finalmente, los bienes arrendados a entidades de un mismo grupo no podrán representar más del 35 por cien del patrimonio de la institución.

En cuanto a la liquidez de estos productos es más limitada en los fondos que en otros productos, ya que solo están obligados a permitir suscripciones y reembolsos una vez al año, y a calcular el valor liquidativo²⁶ con carácter mensual. Para un partícipe la recuperación de su inversión es un hecho muy significativo, en la actualidad muchos fondos inmobiliarios permiten ventanas de liquidez varias veces al año. Para garantizar el reembolso de las

²⁶ Valor liquidativo= Patrimonio/Número de participaciones

participaciones la norma exige un coeficiente mínimo de liquidez del 10 por cien del activo del mes anterior.

Los fondos y sociedades tendrán obligatoriamente que cumplir un mínimo de cifra de inversión de su balance en los distintos inmuebles que se le permitan. Los límites son:

Tabla 10. Porcentajes mínimo de inversión según fondo o sociedad.

IIC	% mínimo de inversión en inmuebles sobre el promedio anual de saldos mensuales del activo
Fondo de Inversión	70%
Sociedad de Inversión	80%

Fuente: Inverco. Características generales de las instituciones de inversión colectiva

Las sociedades invertirán como mínimo, el 80 por cien del promedio anual de saldos mensuales de su activo a inmuebles, el resto se destinará únicamente a valores de renta fija negociados en mercados secundarios especificados, y a valores de renta variable que pueda determinar el Ministerio de Economía y Hacienda.

En cuanto los FII, exigen un 10 por cien en liquidez, por lo que el activo restante se destinará únicamente a valores de renta fija negociados en mercados secundarios

Comisiones y gastos. Los límites máximos de ambos conceptos vienen igualmente fijados.

Tabla 11. Porcentajes máximos de comisiones.

Tipos de comisiones		Límites máximos
Comisiones de gestión	Sobre patrimonio	4% del patrimonio
	Sobre resultados	10% de los resultados
	Sobre patrimonio y resultados	1,5% del patrimonio y 5% de los resultados
Comisiones de suscripción y reembolso		5% del valor liquidativo de las participaciones
Comisiones de Depositario		4 por mil anual del patrimonio

Fuente: Inverco. Características generales de las instituciones de inversión colectiva

El Fondo Inmobiliario asumirá, al menos, los gastos de tasación, los de reparaciones, rehabilitación y conservación de inmuebles y los que, vinculados a la adquisición y venta de inmuebles, deban abonarse a un tercero por la prestación de un servicio.

Las cifras aplicadas por estos conceptos pueden en algún momento parecer excesivas que en parte se mitigan con la revalorización de los inmuebles en el tiempo sobre la base de un horizonte de inversión a medio o largo plazo.

Financiación. Las IIC podrán utilizar financiación hipotecaria para adquirir los diversos inmuebles que integren su patrimonio.

El importe pendiente de pago de las financiaciones ajenas en ningún momento podrá superar el 50 por cien del patrimonio de la IIC. Adicionalmente por un plazo no superior a 18 meses su endeudamiento podrá alcanzar hasta un 10 por ciento de su activo computable (Patrimonio neto + Plusvalías Latentes + Préstamos Participativos).

Tributación en el impuesto de sociedades. Todo fondo o sociedad tributa al 1 por cien.

Régimen Especial de Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas.

Definición

Es un régimen fiscal especial donde las sociedades tienen como actividad principal el arrendamiento de viviendas situadas en territorio español. No obstante, pueden desarrollar otras actividades complementarias y transmitir los inmuebles arrendados una vez transcurrido el periodo mínimo de mantenimiento.

El concepto de arrendamiento de vivienda es el que se desprende del art. 21 de la LAU-Ley de Arrendamientos Urbanos-: *se considera arrendamiento de vivienda aquel que recae sobre una edificación habitable cuyo destino primordial sea satisfacer la necesidad permanente de vivienda de arrendamiento.* Quedarían fuera, pues, los arrendamientos de temporada o de vacaciones.

Requisitos

Los requisitos que estas sociedades deben reunir para acogerse a los beneficios fiscales que el Impuesto de Sociedades ofrece, son:

- ❖ El número de viviendas arrendadas u ofrecidas en alquiler por la entidad en cada período impositivo debe ser de 8 como mínimo.
- ❖ Las viviendas deben permanecer arrendadas u ofrecidas en arrendamiento durante, al menos, 3 años. El cómputo de este plazo se hará del siguiente modo:
 - Si son viviendas que figuran en el patrimonio de la entidad antes del momento de acogerse al régimen, se cuenta desde la fecha de inicio del período impositivo en que se opte y se comunique la opción si es que la vivienda ya estaba arrendada.
 - Si la vivienda no estaba arrendada o si es comprada o promovida con posterioridad a la acogida del régimen, se estará a la fecha en la que fue arrendada por primera vez.
- ❖ Las actividades de promoción inmobiliaria y las de arrendamiento exigen una contabilidad separada por cada inmueble adquirido o promovido. Se trata de poder conocer la renta que corresponde a cada vivienda o finca registral independiente.
- ❖ Cuando se desarrollen también actividades complementarias a la actividad económica principal de arrendamiento, se exige que la renta que generan no supere el 55% de las rentas totales.

Las viviendas que integren el patrimonio de estas sociedades podrán haber sido promovidas y construidas por la misma o bien haberlas adquirido en el mercado a terceros.

El arrendador conjuntamente con la vivienda podrá arrendar igualmente, el mobiliario, los trasteros, las plazas de garaje con un máximo de dos, por ser elementos en su caso adscritos a la finca, quedarán excluidos los locales de negocio.

La opción por el régimen fiscal, ha de comunicarse a la Administración Tributaria y el mismo sólo se aplicará en el período impositivo que finalice con posterioridad a la realización de la misma. Para salir del régimen debe comunicarse también la renuncia.

Este régimen aplicable a las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas es incompatible conforme señala el Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades (Real Decreto 4/2004), con otros regímenes especiales previstos en el Título VII del citado texto, excepto los relativos a Consolidación fiscal, Transparencia fiscal internacional, Fusiones, escisiones, aportaciones de activo y canje de valores y el de determinados contratos de arrendamiento financiero. En ningún caso podrá aplicar los incentivos establecidos para las empresas de reducida dimensión ni el tipo de gravamen reducido del 25%.

Tributación en el impuesto de sociedades. Estas sociedades tributan a un tipo normal, es decir, un 30 por cien. Además tiene una serie de bonificaciones por rentas derivadas del arrendamiento, del 85 por cien o del 90²⁷ por cien, en determinados casos.

Sociedades Anónimas.

Las sociedades anónimas son sociedades de carácter mercantil cuyos titulares lo son en virtud de una participación en el capital social a través de títulos-acciones. Los accionistas no responden con su patrimonio personal de las deudas de la sociedad, sino únicamente hasta la cantidad máxima de capital aportado.

El capital mínimo de una sociedad anónima es de 60.000 euros. Este ha de estar desembolsado al menos en un 25%. Las aportaciones podrán ser de carácter dinerario o no dinerario.

Sin duda, este es el vehículo de inversión menos atractivo para los inversores. No solo la mayoría de inmobiliarias tienen un endeudamiento próximo al 90 por cien de sus activos, según datos obtenidos del Banco de España en 2011, sino que la mayoría están al borde de la quiebra técnica. Además, no ofrecen ningún incentivo fiscal ya que tributan en régimen general al tipo 20, 25 o 30 por cien, en el impuesto de sociedades, según las características de la compañía. Tratándose de empresa de nueva creación los tipos son del 15 o 20 por ciento.

²⁷ El 90% si arrendatario es discapacitado y en la vivienda se han realizado obras e instalaciones de adecuación.

Tras la descripción de los distintos vehículos de inversión, se refleja en el cuadro siguiente una tabla comparativa de los mismos, se incluye a su vez las características de una SOCIMI. La tabla establece la comparación para los parámetros siguientes:

- Capital mínimo.
- Endeudamiento.
- Requisitos propios. Respecto a accionistas, activos.
- Inmuebles. Tiempo de permanencia.
- Reembolsos/Dividendos.
- Fiscalidad IS.

Tabla 12. Comparación de los diferentes vehículos de inversión.

VEHICULO DE INVERSION	Capital Mínimo	Endeudamiento	Requisitos propios	Inmuebles activo	Reembolso/Dividendos	Fiscalidad IS
Fondo de Inversión Inmobiliaria	9.000.000 euros <ul style="list-style-type: none"> Capital dividido en participaciones. Totalmente desembolsado. Aportaciones dinerarias o inmuebles. 	Exigencia de un coeficiente mínimo de liquidez → 10% de los activos del mes anterior. -Endeudarse hasta un 10%	-Ningún partícipe represente más del 25% del fondo. - porcentaje mínimo de inversión → 70%	-Inmuebles permanecerán arrendados ≥ 3 años.	-Obligados a permitir la suscripción/ reembolso una vez al año	1%
Sociedad de Inversión Inmobiliaria	9.000.000 euros <ul style="list-style-type: none"> Capital dividido en acciones. Totalmente desembolsado. Aportaciones dinerarias o inmuebles. 	-Endeudarse hasta un 10%	-Ningún partícipe represente más del 25% del fondo. - porcentaje mínimo de inversión → 80%	-Inmuebles permanecerán arrendados ≥ 3 años.	No límites	1%
Sociedad Anónima	60.000 euros <ul style="list-style-type: none"> Capital: íntegramente suscrito y desembolsado al menos el 25%. Aportaciones dinerarias o no dinerarias. Capital dividido en acciones. 	No límites	No límites	No límites	No límites	15%, 20%, 25% o 30%
Sociedad Cotizada de Inversión Inmobiliaria	5.000.000 euros <ul style="list-style-type: none"> Capital íntegramente desembolsado. Representado mediante anotaciones en cuenta. Aportaciones dinerarias o inmuebles. Acciones exclusivamente nominativas 	No límites	-Mínimo del 80% <ul style="list-style-type: none"> Inmuebles Terrenos Participaciones en el capital de entidades 	-Inmuebles permanecerán arrendados ≥ 3 años.	-Obligatorio <ul style="list-style-type: none"> 100% del beneficio procedente de dividendos en otras sociedades. 50% beneficios derivados transmisión de inmuebles. 80% del resto de los beneficios obtenidos. 	0%
Entidades para el arrendamiento	-Adoptar cualquier forma jurídica, con sus respectivos requisitos de capital mínimo.	No límites	-Incompatible con regímenes especiales, con ciertas excepciones.	-Inmuebles permanecerán arrendados ≥ 3 años. -Número de viviendas ≥ 8	No límites	30%

Fuente: Elaboración propia

3.3. Régimen fiscal de SOCIMI.

Con el fin de equiparar el régimen fiscal de las entidades al de los REIT europeos se modifica este en la última Ley del gobierno sobre las SOCIMI. Cualquier entidad que desee aplicar el régimen fiscal especial deberá cumplir los requisitos previamente mencionados. Si bien, al no ser de obligado cumplimiento en caso de no querer acogerse en algún periodo a este régimen la SOCIMI tributará a régimen general del 30%.

3.3.1. Régimen fiscal especial.

Analizaremos el régimen fiscal desde la perspectiva tanto de la empresa como de los socios participes.

Tratamiento de las SOCIMI.

Impuesto de sociedades.

De forma similar a los REIT de nuestro entorno, las SOCIMI tributarán en el Impuesto de Sociedades al 0% en relación con las rentas que obtengan en el desarrollo de su objeto social.

No obstante, la SOCIMI estará sometida a un gravamen especial del 19%²⁸ sobre el importe de los dividendos que distribuya a sus socios cuya participación en el capital social de la entidad sea igual o superior al 5% y o estén exentos o tributen a un tipo inferior al 10%. Este último caso es, por ejemplo, el de las Instituciones de Inversión Colectiva que tributan a un 1 por cien. Otro ejemplo, entidades no residentes que en su normativa nacional estén exentas de gravamen por el dividendo percibido, Holanda. Los socios residentes personas física no se les será de aplicación esto ya que nunca tributarán a un tipo menor del 10 %. Por lo que serán muy pocos los socios a los que se les aplicará esta condición. Para entender este punto mejor, en el Anexo 13, se muestra un ejemplo práctico con dos sociedades.

Encontramos excepciones al párrafo anterior, donde este gravamen especial no será de aplicación en aquellos casos en los que la entidad perceptora de los dividendos sea una SOCIMI o sea un REIT no residentes.

En caso de aplicar este gravamen especial deberá ser satisfecho por la entidad en el plazo de dos meses desde la fecha de la distribución del dividendo.

En cuanto a la acreditación de la tributación de los dividendos a un tipo igual o superior al 10% se impone la obligación a los socios de la SOCIMI de notificar tal circunstancia a la entidad en el plazo de diez días a contar desde el siguiente a aquel en que los dividendos son satisfechos. En ausencia de esto, se entenderá como no cumplido el requisito y se aplicará el gravamen especial del 19%.

Por otro lado, de generarse bases imponibles negativas, a las SOCIMI no les serán compensadas ni podrán ser de aplicación el régimen de deducciones y bonificaciones.

²⁸ El gravamen deberá aplicarse sobre el beneficio contable distribuido.

En caso de incumplimiento de los requisitos mencionados a continuación, todas las rentas generadas por los inmuebles tributarán conforme al régimen general en el Impuesto de Sociedades, generalmente un 30%, en todos los periodos impositivos en los que hubiera resultado de aplicación el régimen especial.

- Incumplimiento del requisito de permanencia de tres años de los inmuebles arrendados.
- Incumplimiento del requisito de permanencia de tres años en el caso de acciones o participaciones.
- Si la sociedad pasa a tributar en otro régimen distinto en el IS antes de tres años.

Lo establecido en este apartado no afecta a la pérdida del régimen especial sino a la tributación de las rentas obtenidas de acuerdo con el régimen general.

Régimen fiscal aplicable a los socios de la SOCIMI.

Dividendos.

Inversor sujeto pasivo del IRPF

De conformidad con el artículo 25 de la Ley 35/2009, los dividendos tendrán la consideración de rendimientos íntegros de capital mobiliario.

Para el cálculo del rendimiento neto, el sujeto podrá deducir los gastos de administración y depósito, integrando en la **base imponible del ahorro** y tributando a un tipo del 19% para los primeros 6.000 y a un tipo del 21% en adelante. Si bien para el año 2013, la escala es la siguiente:

- 21% para los primeros 6.000 euros.
- 25% para el tramo de 6.000,01 a 24.000 euros.
- 27% para el exceso sobre los 24.000 euros.

Finalmente cabe señalar, no será de aplicación la exención de 1.500 euros anuales²⁹ a los percibidos por personas físicas residentes en España.

Inversor sujeto pasivo Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente

Los dividendos y demás participaciones en beneficios obtenidos por estos contribuyentes están sometidos a tributación por dicho impuesto a un tipo de gravamen del 19% (21% en el ejercicio 2013) sobre el importe íntegro percibido.

Finalmente cabe señalar, no será de aplicación la exención de 1.500 euros anuales³⁰ a los percibidos por personas físicas no residentes sin establecimiento permanente en España.

Los socios no residentes sin establecimiento permanente tributarán en España en régimen general por sus dividendos y plusvalías siempre que no sea de aplicación una exención³¹ o un

²⁹ Establecidos en la Nota Y del artículo 7 de la LIRPF.

³⁰ Establecidos en la Nota J del artículo 14 del Texto Refundido de la Ley de Impuesto sobre la Renta de no Residentes.

tipo reducido previsto en la normativa interna española o en virtud de un Convenio para evitar Doble Imposición, suscrito por España con el país de residencia del inversor.

Sujeto pasivo del Impuesto de Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España

De conformidad con el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, los sujetos pasivos integraran tanto el importe integro de los dividendos como los gastos inherentes a la participación, tributando a un tipo de gravamen general del 30%.

No será de aplicación la deducción por doble imposición interna³² a los dividendos obtenidos por entidades españolas o por no residentes en territorio español.

Retenciones practicadas en los dividendos distribuidos

Los dividendos distribuidos por las SOCIMI están sometidos al régimen general de retenciones que corresponda, con determinadas excepciones.

- Los dividendos distribuidos a los socios residentes fiscales en España – personas físicas o entidades – o a socios no residentes con establecimiento permanente en España estarán sujetos a un tipo de retención del 21 % (en el ejercicio 2013).
- Los dividendos distribuidos a los socios no residentes en España estarán sometidos a la normativa interna española y/o la aplicación de los convenios para evitar la doble imposición o Directivas Comunitarias que resulten aplicables. **No estarán sometidos a retención** los dividendos que se repartan a los REIT no residentes en España cuyo origen sea rentas gravadas al 0% en sede de la SOCIMI.

Es importante destacar que los dividendos de aquellos socios con una participación mayor del 5% que estén sometidos al gravamen especial del 19% **no** estarán sujetos a retención, si lo estará aquellos que tengan una participación menor del 5% o aquellos cuyas rentas estén gravadas a un 0% en el IS.

Rentas obtenidas de la transmisión o reembolso de las participaciones en las SOCIMI

A continuación, haremos una clasificación por tipo de socios ya que el tratamiento fiscal de estas rentas dependerá de ello.

Sujeto pasivo del Impuesto de Sociedades o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes con establecimiento permanente en España. Las ganancias obtenidas por su participación en la SOCIMI se integrarán en la **base imponible** del IS, tributando al tipo que les resulte aplicable (generalmente al 30%). No resultará de aplicación la deducción para evitar doble imposición interna por los beneficios obtenidos en periodos en los que se haya aplicado el régimen especial.

Las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones de las SOCIMI no están sometidas a retención a cuenta del Impuesto de Sociedades.

³¹ En particular la exención prevista en el artículo 14.1 (h) del “TRLIRNR”

³² Establecido en el artículo 30 del TRLIS

Sujeto pasivo del Impuesto sobre Personas Físicas. La ganancia patrimonial o pérdida patrimonial se determinará como la diferencia entre su valor de adquisición y el valor de transmisión, determinado por su cotización en la fecha de transmisión o por el valor pactado cuando sea superior a la cotización.

Las ganancias y pérdidas patrimoniales como consecuencia de la transmisión de las acciones de las SOCIMI, adquiridas con **más de un año** de antelación a la fecha de transmisión, se integrarán y compensarán en la **base imponible del ahorro** en el ejercicio que tenga lugar la alteración patrimonial, gravándose el saldo resultante a un tipo del 19% para los primeros 6.000 euros y a un tipo del 21% en adelante. Si bien para el año 2013, la escala es la siguiente:

- 21% para los primeros 6.000 euros
- 25% para el tramo de 6.000,01 a 24.000 euros.
- 27% para el exceso sobre los 24.000 euros.

Las ganancias y pérdidas patrimoniales puestas de manifiesto por la transmisión de acciones de las SOCIMI, que hayan sido adquiridas con **menos de un año** de antelación a la fecha de transmisión, se integrarán y compensarán en la **base imponible general** a un tipo máximo que, dependiendo de la Comunidad Autónoma de residencia del sujeto pasivo, puede llegar al 56%.

Las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones de las SOCIMI no están sometidas a retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Inversor sujeto pasivo Impuesto sobre la Renta de no Residentes sin establecimiento permanente

Las ganancias patrimoniales obtenidas por inversores no residente en España sin establecimiento permanente, están sometidos a tributación por dicho impuesto a un tipo de gravamen del 19% (21% en el ejercicio 2013) sobre el importe íntegro percibido.

No les será de aplicación la exención establecida en la letra i) del apartado 1 del artículo 14 del TRLIRNR:

“Las rentas derivadas de las transmisiones de valores o el reembolso de participaciones en fondos de inversión realizados en alguno de los mercados secundarios oficiales de valores españoles, obtenidas por personas físicas o entidades no residentes sin mediación de establecimiento permanente en territorio español, que sean residentes en un Estado que tenga suscrito con España un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información”.

Las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de las acciones de las SOCIMI no están sometidas a retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de No Residentes.

El régimen fiscal anteriormente previsto, será de aplicación siempre que no sea aplicable una exención o un tipo reducido previsto en virtud de un Convenio para evitar la Doble Imposición, suscrito por España con el país de residencia del inversor.

Imposición indirecta en la adquisición y transmisión de las acciones de las SOCIMI.

Con carácter general, la adquisición y, en su caso, ulterior transmisión de las acciones de las SOCIMI, estará exenta del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y del Impuesto sobre el Valor Añadido.

Imposición sobre el patrimonio.

En el ejercicio 2013 las personas físicas residentes en España están sometidas al Impuesto sobre el Patrimonio por la totalidad del patrimonio neto de que sean titulares a 31 de diciembre de dicho año, con independencia del lugar donde estén situados los bienes o puedan ejercitarse los derechos, siempre que el valor del mismo supere 700.000 euros (después de descontar un valor máximo de 300.000 euros de la vivienda habitual). Por tanto, deberán declarar las acciones de las SOCIMI atendiendo a las normas del Impuesto sobre el Patrimonio, que junto con el resto del patrimonio neto del contribuyente, una vez deducidas las cargas y gravámenes pertinentes y las deudas u obligaciones del sujeto pasivo y practicadas las reducciones y deducciones aplicables, tributarán a un tipo de gravamen de entre el 0,2% y el 2,5%.

Lo mencionado en el párrafo anterior se aplica también a inversores personas físicas no residentes en España, excepto la deducción por vivienda habitual.

Impuesto de Transmisiones Patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD).

Se consideran exentas en la modalidad de operaciones societarias del ITP y AJD las siguientes:

- Operaciones de constitución
- Aumento de capital social
- Aportaciones no dinerarias

Asimismo gozan de una bonificación del 95% de la cuota del impuesto por adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y por la adquisición de terrenos para la promoción de viviendas destinadas al arrendamiento con exigencia de mantenimiento de 3 años.

En el Anexo 14, encontramos un resumen de las principales novedades fiscales.

3.3.2. Comparación Ley 16/2012 con la anterior Ley 11/2009.

Ha habido muchos cambios legales y fiscales que han hecho más atractivo el nuevo régimen de las SOCIMI. Pero sin duda alguna la que más efecto ha causado sobre inversores es la de tributación 0% en el Impuesto de Sociedades. A continuación vamos a explicar detalladamente cada uno de los cambios que ha sufrido la Ley 11/2009.³³

Modificación artículo 2 apartado 1.

³³ Tomaremos como referencia la modificación publicada 2 meses después del texto original Ley 16/2009. La modificación fue publicada en fecha 24 de diciembre de 2009 y entró en vigor a partir del 13 de enero de 2010.

En la Ley de 2012 se exige que las acciones sean nominativas, mientras que en la Ley anterior no se especificaba nada al respecto.

Modificación artículo 3. Requisitos de inversión.

1. Para el cómputo del 80% del origen de las rentas, en la Ley 11/2009 todos los arrendamientos se tenían en cuenta en el cómputo para ese 80%. Con la nueva reforma quedan excluidos aquellos arrendamientos procedentes de entidades que formen parte del grupo del artículo 42 del Código de Comercio, es decir, tanto dominantes como dependientes.
2. Todos los inmuebles que integren el activo de la sociedad deberán permanecer arrendados durante al menos tres años con la nueva reforma, mientras en la legislación de 2009 el plazo para aquellos inmuebles en arrendamiento **promovidos** por la entidad era de 7 años.
3. En la Ley del 2009 para garantizar una adecuada diversificación la entidad deberá tener al menos tres inmuebles en su activo sin que ninguno de ellos pueda representar más del 40% del activo de la entidad – en el momento de la adquisición. Este requisito es eliminado en la Ley 2012, siendo necesario tan solo un inmueble.

Modificación artículo 4. Obligación de negociación.

4. La obligación de cotización ahora a partir de 2013 será posible en mercado regulado o sistema multilateral de negociación, mientras que anteriormente solo era posible en el primero de ellos.

Modificación artículo 5 apartado 1.

5. El capital social mínimo requerido desciende de 15 millones de euros a 5 millones de euros.

Modificación artículo 6. Distribución de resultados.

6. El porcentaje obligatorio de distribución que da la siguiente manera:
 - a. El porcentaje de beneficios procedentes de dividendos o participaciones se mantiene igual.
 - b. El 50% de los beneficios derivados de transmisión de inmuebles o participaciones se mantiene igual.
 - c. El porcentaje procedente de beneficios derivados del arrendamiento disminuye del 90% al 80%.

Derogación del artículo 7. En la Ley 16/2012 la financiación ajena no podía superar el 70 por cien del activo de la entidad.

Modificación el artículo 8 apartado 1.

La obligación de negociación establecida se exigía desde la fecha de la opción por aplicar dicho régimen, en esta nueva reforma hay un periodo transitorio de 2 años.

Modificación del artículo 9.

7. El impuesto de sociedades se reduce del 19% al 0%, en este último caso sin aplicar bases imponibles negativas ni deducciones en la base imponible. Si bien se incluye una excepción relacionada con la composición del accionariado que podrá llegar a tributar a un 19%.
8. Los dividendos distribuidos a los socios no estaban sometidos a retención, en la Ley de 2012 si que estarán obligados a retener un 19% (21% en 2013).

Modificación del artículo 10.

En lo relativo a los dividendos, estas son las modificaciones que se han dado:

9. En la Ley del 2009 cuando el perceptor era contribuyente del IRPF, el dividendo percibido se consideraba renta exenta de dicho impuesto. En cambio ahora no solo no se considera sino que tampoco se aplicaba la exención de los 1.500 euros.
10. En la Ley del 2009 cuando el perceptor era contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente, al igual que en el caso anterior, también se consideraba renta exenta. En la Ley actual no se considera renta exenta ni se le aplicará la exención de los 1.500 euros.
11. En la Ley del 2009 cuando el perceptor era contribuyente del IS o del IRNR con establecimiento permanente se podía aplicar la deducción por doble imposición mientras que en la nueva Ley no es posible.

En lo referido a las ganancias patrimoniales estas son las modificaciones que se han dado:

12. En la Ley del 2009 cuando el perceptor era contribuyente del IRPF una parte de dicha ganancia patrimonial estaba exenta. Sin embargo, en la redacción de la nueva Ley no existe ningún tipo de exenciones.
13. En la Ley del 2009 cuando el perceptor era contribuyente del IRNR sin establecimiento permanente una parte de dicha ganancia patrimonial estaba exenta. Sin embargo, en la nueva Ley esto se elimina no existirá ningún tipo de exenciones.

En el Anexo 15 se muestra un cuadro comparativo de ambos regímenes.

3.3.3. Ventajas fiscales de las SOCIMI

Tal y como se observa en el Anexo 16 el régimen fiscal aplicado por las SOCIMI es mucho más favorable que el régimen general, alcanzando un ahorro significativo tanto para los socios como para la propia sociedad.

En el caso de socios con personalidad jurídica que no alcance una participación de menos del 5 por cien es indiferente la adopción de un régimen u otro. En cambio sí que supone un ahorro importante tanto en entidades con más del 5 por cien de la participación y para inversores particulares, llegando a alcanzar un ahorro de 10,5% y 10,2% respectivamente.

4.CONSTITUCIÓN DE UNA SOCIMI Y SU IMPLANTACIÓN EN EL MAB. CASO PRACTICO: PROMOCIONES ALSIA S.L

4.1.Descripción de la empresa.....	98
4.2.Análisis de la estructura accionarial, estatutos y órganos de gobierno de la sociedad	104
4.3.Razones por las que se ha decidido solicitar la incorporación al MAB	105
4.4.Información financiera de los ejercicios 2010,2011, 2012 y 2013	105
4.5.Valoración de los Fondos Propios de la Sociedad	141
4.6.Condiciones de la Oferta Pública de Suscripción y la Oferta Pública de Venta.....	156
4.7.Descripción de los activos inmobiliarios.....	160
4.8.Factores de riesgo	177
4.9.Contratación del Proveedor de Liquidez	179
4.10. Estrategias futuras	181

4. Constitución de una SOCIMI y su incorporación al MAB. Caso práctico: Promociones Alsia S.L.

En este apartado desarrollaremos un caso práctico. Se trata de una Sociedad Limitada de carácter familiar, que decide convertirse en una Sociedad Cotizada de Inversión Inmobiliaria. Desarrollaremos todo el proceso desde que se transforma en SOCIMI hasta su cotización en el Mercado Alternativo Bursátil.

En primer lugar, y siguiendo el guión del Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil que tiene que presentar cada una de las sociedades que quiera acogerse a este régimen (Véase Anexo 17), analizaremos la sociedad y los hitos más relevantes que en ella han acontecido. Luego pasaremos al análisis de la estructura accionarial de la compañía y los órganos de la sociedad.

Tras esta primera introducción, se enumeraran las razones por las que la sociedad ha decidido incorporarse al Mercado Alternativo Bursátil. A continuación, se realizará por el método de Descuento de Flujos de Caja la valoración de la compañía con el fin de obtener un precio por acción estimado de la compañía. Asimismo, analizaremos el valor de la compañía desde diversos escenarios para poder tener una visión más realista.

Una vez determinado el valor de la compañía, sacaremos parte de ella a cotización, con una serie de condiciones que analizaremos más adelante, y que permitirá la entrada de nuevos inversores.

Finalmente, haremos el análisis económico-financiero de la compañía y detallaremos los factores de riesgo de la compañía con el objetivo final de dar a conocer a posibles inversores la situación en la que se encuentra la compañía y los riesgos que hay al adquirir acciones de esta.

Antes de comenzar a desarrollar el Documento Informativo de Incorporación al MAB se ha creído conveniente hacer un preámbulo a efectos de clarificar mejor el desarrollo de los acontecimientos.

La sociedad Promociones Alsia S.L. es una sociedad de responsabilidad limitada que se dedica al arrendamiento de inmuebles. Los socios de Promociones Alsia S.L. tras conocer las modificaciones aplicadas a la Ley 11/2009 de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria, deciden contactar con su asesor personal que les informa de todas las ventajas fiscales de las que podría beneficiarse la sociedad (Véase Anexo 16), así como, la oportunidad de crecer, y por tanto poder abarcar mayores proyectos, con la entrada de nuevos inversores. Pero para ello, en primer lugar, se tienen que conocer todos los requisitos que establece la ley para convertirse en SOCIMI con el fin de adaptar aquellos que no se cumplan en la nueva regulación.

A continuación se ha elaborado una tabla con los requisitos que establece la Ley 16/2012 con los correspondientes artículos.

Tabla 13: Verificación de cumplimiento de la Ley 16/2012 para acogerse al régimen fiscal especial.

Artículo 1	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Se regirán por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989 y por la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.		X	
Artículo 2	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Adecuación al Objeto Social.		X	
Acciones nominativas		X	
Artículo 3	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Al menos el 80% de sus activos deben ser inmuebles o terrenos para la promoción de naturaleza urbana dedicados al alquiler o participaciones en otras SOCIMI o REIT.	X		
Número mínimo de inmuebles uno.	X		
Artículo 4	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Obligación de negociación en mercado regulado o sistema multilateral.		X	
Artículo 5	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Capital Social mínimo de 5.000.000 euros	X		
Artículo 6	Sí cumple	No cumple	No aplicable
Obligación reparto de dividendos: <ul style="list-style-type: none"> Al menos el 80% de los beneficios obtenidos por rentas de alquiler. Al menos el 50% de los beneficios por ventas de sus activos. El 100% de los dividendos obtenidos de otras SOCIMI o REIT, 		X	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Ley 16/2012 de 27 de diciembre

Véase que no se cumplen todos los requisitos que exige la Ley para optar a ser un régimen SOCIMI, en concreto no se cumplen el artículo 1, 2, 3 y 4. Por ello y una vez aprobado en Junta General por unanimidad de todos los socios la decisión de **acogerse al régimen fiscal especial de las Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria**, la sociedad adopta los siguientes acuerdos:

- Por acuerdo de la Junta Universal de socios celebrada el **1 de Marzo de 2013** estos adoptaron el acuerdo por unanimidad, del cambio de denominación social y modificación de estatutos, pasando la razón social a denominarse “Promociones Alsia SOCIMI S.A.”, y modificándose igualmente el artículo 2º -Objeto-, de los estatutos, que queda redactado de la siguiente manera:

Artículo 2 – La Sociedad tiene por objeto:

1.- La adquisición y promoción de bienes de naturaleza urbana para su arrendamiento. La actividad de promoción incluye la rehabilitación de edificaciones en los términos establecidos en la Ley 37/1992 del Impuesto sobre el Valor Añadido.

2.- La tenencia de participaciones en el capital social de otras SOCIMI o en el de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social que las SOCIMI y que estén sometidas a un régimen similar que al establecido para éstas en cuanto a política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios.

3.- 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 de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen que al establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y cumplan con los requisitos de inversión establecidos en la normativa aplicable a SOCIMI.

4.- La tenencia de acciones o participaciones en Entidades de Inversión Colectiva Inmobiliaria reguladas en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre.

5.- La realización de actividades accesorias al arrendamiento de inmuebles, tales como construcción de inmuebles, aseguramiento, mantenimiento, vigilancia, limpieza, arrendamiento de inmuebles por cuenta de terceros y el de asesoramiento legal, administrativo y fiscal de la actividad de arrendamiento de inmuebles. Todas estas actividades las podrá realizar también mediante la titularidad de participaciones en sociedades con idéntico o análogos objetos sociales.

- En fecha **2 de abril de 2013** se decide en Junta General de accionistas solicitar, mediante el escrito oportuno que se adjunta en el Anexo 18, la condición para acceder a cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil para poder cotizar. Asimismo, se adjunta el Documento Informativo correspondiente que se presenta a partir del epígrafe 4.1 de este TFC.
- En **5 de mayo de 2013** se solicita a la Agencia Tributaria, y que fue resuelto favorablemente por esta según comunicación de fecha 29 de noviembre de 2013. Se adjunta en el Anexo 19, el modelo de solicitud para acogerse al régimen fiscal especial. Y con ello se compromete a cumplir todos los requisitos que la presente Ley establece.

Figura 14. Eje cronológico



Fuente: Elaboración propia

4.1. Descripción de la empresa.

4.1.1. Constitución y régimen legal.

La denominación social de la Compañía es “Promociones Alsia SOCIMI S.A.”, y consta inscrita en el Registro Mercantil de Valencia desde su constitución.

Se constituyó el 27 de Octubre de 1977, con la denominación de Promociones Alsia S.L., por dos miembros de una misma familia, con la finalidad conforme señalaban los estatutos sociales de promover y construir viviendas mayormente de protección oficial, siendo su área de influencia inicial la de Valencia capital y los municipios limítrofes.

4.1.2. Hitos más relevantes de la sociedad.

Durante el periodo 1977 a 1997, promueve cerca de 1000 viviendas la mayoría de protección oficial (VPO y Grupo 1º), si bien a partir de la aprobación del Plan General de Urbanismo de Valencia de 1988 la promoción se dirige al mercado de vivienda residencial en general.

Ya en el presente siglo y hasta la entrada en vigor del euro como moneda en la Unión Europea la promoción y construcción se dirige también hacia municipios de marcado carácter turístico de la provincia de Alicante, donde durante el periodo 1998-2002, se promueven y venden más de 1500 viviendas tanto con el carácter de primera como de segunda residencia.

En el mes de Octubre de 2002, los administradores de la compañía toman la decisión de modificar la estrategia de inversión en base a que consideran que el mercado residencial está alcanzando unos precios muy elevados que van desde la compra del suelo hasta el precio final de una vivienda. Así, el 1 de Agosto de 2003 la Compañía adquiere un inmueble ya construido cuyo uso es el de aparcamiento. El mismo se sitúa dentro de un Complejo Comercial en la ciudad de Valencia, ocupa tres plantas con una superficie conjunta en total de 74.387 m², y una capacidad para 2.600 vehículos.

Correlativamente en base al acuerdo adoptado la Compañía decide promover sobre uno de los solares propios en una población turística de la provincia de Alicante, un establecimiento hotelero. Así tras la redacción del proyecto oportuno, los trámites administrativos necesarios al objeto de obtener las licencias correspondientes y la construcción del mismo, se apertura el mismo Julio de 2005. El establecimiento hotelero tiene la categoría de 4 estrellas, consta de 193 habitaciones dobles distribuidas en 15 plantas altas. Además, el hotel cuenta con una suite presidencial. Cuenta con instalaciones complementarias como piscinas exterior e interior, gimnasio, salones, restaurante y bar y garaje para vehículos. La superficie total construida alcanza los 14.161,75 m². La gestión del mismo esta encomendado a uno de los grandes cadenas de hoteles con implantación tanto nacional como internacional.

4.1.3. Evolución del Capital social de la Sociedad.

El 27 Octubre de 1977, los dos miembros de la familia, constituyen una sociedad mercantil de responsabilidad limitada, con la denominación de Promociones Alsia S.L., domiciliada en Valencia. El capital social fundacional estaba representado por 10.000 participaciones sociales de 10.000 pesetas de valor nominal cada una.

Por escritura de fecha 26 de septiembre de 2001, ante el Notario de Valencia, se eleva a público el acuerdo social de redenominación del capital social en euros, quedando fijado en la cifra de 601.000 euros representado por 10.000 participaciones sociales de 60,10 euros de valor nominal cada una de las mismas, y acordándose por los socios la reducción de capital social en 12,10 euros creándose al efecto la correspondiente reserva indisponible.

Como consecuencia de la decisión de los administradores de Octubre de 2002, los socios en Junta General Universal de 28 Octubre 2002, toman los acuerdos de redenominar el capital social que quedará compuesto por 120.200 participaciones sociales de 5 euros de valor nominal cada una de ellas, y simultáneamente acordaron la ampliación de capital social en

9.399.000 euros mediante la emisión de 1.879.800 nuevas participaciones sociales, cuyo desembolso se efectuaría en cuanto a un 25% en el plazo máximo de diez días naturales y el resto en los plazos e importes que en Consejo determinara, señalándose como límite temporal para que el capital estuviese totalmente desembolsado el del 3 Junio 2004. Con la toma de dichos acuerdos el capital social quedó establecido en diez millones de euros distribuido en 2.000.000 participaciones sociales de 5 euros cada una de ellas de valor nominal.

Y finalmente el 1 de Marzo de 2013, la totalidad de los socios tenedores de todo el capital social desembolsado por unanimidad deciden la celebración de Junta General Universal fijando el orden de día en los puntos de. (I) Cambio de denominación social. (II) Modificación de los Estatutos Sociales. Los socios acordaron por unanimidad:

La estructura accionarial de la Sociedad en el momento de su constitución en 1977 era la siguiente:

Tabla 14. Accionistas en fecha de constitución

Accionista	Nº Participaciones	%
Vicente Simarro	De la 1 a 5.000	50%
Manuel Martínez	De la 5.001 a la 10.000	50%

Fuente: Elaboración propia

Los dos hermanos fundadores decidieron participar en el capital de forma igualitaria, asignándose el 50 por cien de las participaciones a cada uno.

A la fecha de la presentación del presente Documento Informativo, la estructura accionarial de la Compañía, compuesta por 2.000.000 acciones nominativas de 5 euros de valor nominal cada una, es la siguiente:

Tabla 15. Accionistas en fecha previa a incorporación SOCIMI.

Accionista	Número Acciones	%
TEPLODAR Inversiones S.L.	700.000	35,00%
Promociones MAESTAN S.L.U.	700.000	35,00%
Inversiones Río Turia S.L.	340.000	17,00%
Urbanizadora Costa Cálida S.A.	200.000	10,00%
Desarrollos del Sudeste S.L.	60.000	3,00%

Fuente: Elaboración propia

4.2. Análisis de la estructura accionarial, estatutos y órganos de gobierno de la sociedad.

4.2.1. Características del órgano de administración.

En el epígrafe destinado al Órgano de Administración dentro de los actuales Estatutos Sociales de la Sociedad se regula la administración y funcionamiento del Consejo de Administración. Las principales características del Consejo de Administración son:

Constitución del Consejo de Administración y régimen de mayorías.

El Consejo de Administración quedará válidamente constituido cuando concurren la mitad más uno de sus miembros; si el número de éstos fuera impar, será necesario que el número de consejeros presentes personalmente o por representación sea mayor que el de consejeros ausentes y no representados.

El Consejo de Administración tomará sus acuerdos por mayoría absoluta de los consejeros presentes y representados en la reunión, salvo que la Ley de Sociedades de Capital exija una mayoría superior. En todo caso, el Presidente del Consejo tendrá voto dirimente. Todas las decisiones que no hayan sido atribuidas por los Estatutos Sociales o legalmente a la Junta General de accionistas corresponderán al Consejo de Administración de la Sociedad.

Duración.

El cargo de consejero tendrá una duración de cinco años, con posibilidad de ser reelegidos para el mismo cargo, por una vez más, por periodo de igual duración máxima.

Remuneración.

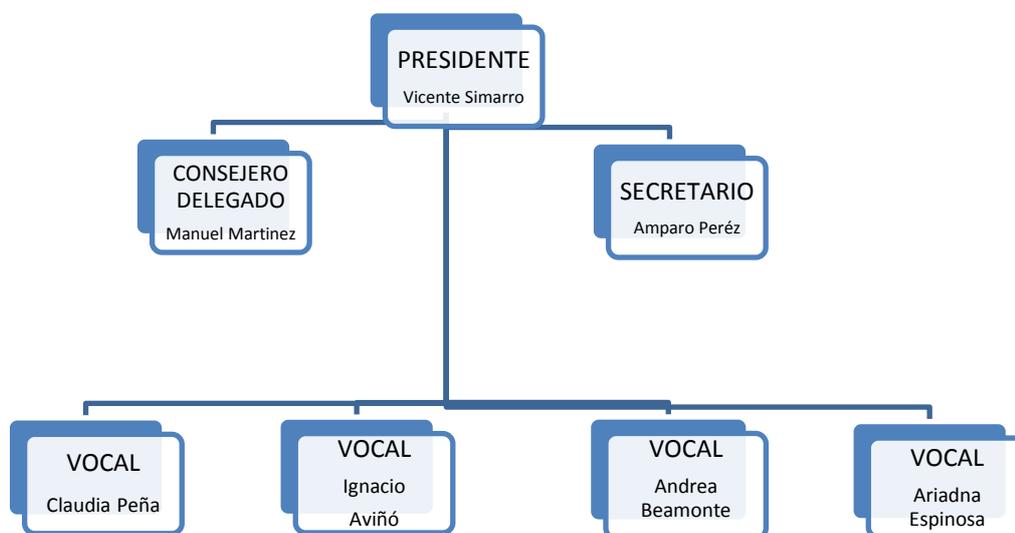
Sin perjuicio de la posibilidad de acordar en el futuro otros sistemas retributivos referenciados al valor de la acción, con carácter general, la asistencia a los consejos de Administración por los consejeros de la Sociedad no será retribuida con prima alguna.

Composición.

El Consejo de Administración estará compuesto por un mínimo de tres y un máximo de nueve miembros, elegidos por la Junta General de Accionistas, no siendo necesaria la condición de accionista para ser consejero.

El Consejo de Administración de la Sociedad está actualmente compuesto por los siguientes siete miembros:

Figura 15. Composición del Consejo de Administración de Promociones Alsia SOCIMI S.A.



Fuente: Elaboración propia

4.3. Razones por las que se ha decidido solicitar la incorporación al MAB.

Las razones que han llevado a Alsia a solicitar incorporación al Mercado Alternativo Bursátil son las siguientes:

- Cumplir con los requisitos exigidos para beneficiarse del régimen previsto para las SOCIMI en la Ley 11/2009 de 26 de octubre, recientemente modificada por la Ley 16/2012.
- Permitir la captación de recursos propios para el futuro crecimiento de la sociedad y con el fin de financiar algunos de los proyectos futuros.
- Diferenciar y posicionar la imagen de transparencia y profesionalidad de la sociedad, así como, potenciar el prestigio de cara a socios, clientes, proveedores e inversores.

4.4. Información financiera de los ejercicios 2011,2012 y 2013.

La información financiera incluida en este apartado se expresa en euros y hace referencia a las cuentas anuales de la Sociedad correspondientes a los ejercicios anuales que finalizan el 31 de diciembre de 2011, 2012 y2013. La información ha sido elaborada partiendo de los registros

contables de la Sociedad, de las cuentas anuales auditadas y de los diversos sistemas de información de la Sociedad, en coordinación con la dirección de la Sociedad.

Las cuentas de los señalados ejercicios han sido auditadas por Deloitte S.L. designación efectuada a tal efecto por la Junta de la sociedad.

Con fecha 5 de mayo de 2013 la Sociedad comunicó a las Autoridades Tributarias la opción por el régimen fiscal especial del Impuesto sobre Sociedades aplicable a las SOCIMI, establecido en la Ley 11/2009.

Las cuentas anuales se han preparado a partir de los registros contables de la Sociedad y se presentan de acuerdo con la legislación mercantil vigente y con las normas establecidas en el Plan General de Contabilidad vigente, con objeto de mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la Sociedad.

En el Anexo 20. se adjunta el Balance de Situación de la compañía Promociones Alsia SOCIMI S.A. , donde se reflejan cada una de las partidas de activo y de pasivo.

Balance de Situación de los ejercicios 2011, 2012 y 2.013.

Pasaremos seguidamente a reflejar las variaciones más significativas de las principales magnitudes financieras del Activo y Pasivo de la Sociedad correspondiente a los ejercicios 2011, 2012, 2013:

a) Activo no Corriente.

El activo no corriente supone a 31 de diciembre de 2013 más del 91% del activo total. Éste prácticamente se ha mantenido sin cambios en el periodo 2011-2013. Esto es debido a que el grueso del Activo no Corriente está compuesto por la partida de inversiones inmobiliarias y que la sociedad no ha realizado variaciones de su activo inmobiliario en este periodo de tiempo, salvo las procedentes de la amortización de las señaladas inversiones.

Inmovilizado intangible.

El inmovilizado intangible de la Sociedad es poco relevante en cuanto a la partida relativa a la inversión en aplicaciones informáticas para los sistemas de gestión tanto del aparcamiento como del hotel. Por el contrario merece destacar la magnitud financiera que representa el fondo comercio que surge por la diferencia entre el importe satisfecho en la adquisición del parking y la suma de los valores identificables de los activos individuales adquiridos menos los pasivos asumidos en la adquisición.

El inmovilizado intangible de la Sociedad se valora inicialmente por su precio de adquisición o coste de producción. Posteriormente se valora a su coste minorado por la correspondiente amortización acumulada y, en su caso, por las pérdidas por deterioro si las hubiera.

Al cierre de cada ejercicio, la Sociedad procede a estimar mediante un test de deterioro la posible existencia de pérdidas de valor que reduzcan el valor recuperable de dichos activos a un importe inferior al de su valor en libros. El importe recuperable se determina como el mayor importe entre el valor razonable menos los costes de venta y el valor en uso.

Al cierre de los ejercicios analizados, los Administradores de la Sociedad no han registrado ningún deterioro de valor referente a su inmovilizado intangible.

Inmovilizado material.

El inmovilizado material se valora inicialmente por su precio de adquisición o coste de producción, y posteriormente se minora por la correspondiente amortización acumulada y las pérdidas por deterioro, si las hubiera.

Los gastos de conservación y mantenimiento de los diferentes elementos que componen el inmovilizado material se imputan a la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio en que se incurren. Por el contrario, los importes invertidos en mejoras que contribuyen a aumentar la capacidad o eficiencia o a alargar la vida útil de dichos bienes se registran como mayor coste de los mismos.

La Sociedad amortiza el inmovilizado material siguiendo el método lineal, aplicando porcentajes de amortización anual calculados en función de los años de vida útil estimada de los respectivos bienes.

La Sociedad evalúa, al menos al cierre de cada ejercicio, si existen indicios de pérdidas por deterioro de valor de su inmovilizado material, que reduzcan el valor recuperable de dichos activos a un importe inferior al de su valor en libros.

Inversiones inmobiliarias

Dada la actividad que desarrolla la Sociedad, ésta es la partida más importante, representa casi el 90% del activo total de la sociedad, Cumpliendo por ello lo que exige la normativa de las SOCIMI establecida en la Ley 11/2009, respecto a que más de un 80% de su activo lo compongan activos inmobiliarios. La Sociedad clasifica como inversiones inmobiliarias aquellos activos no corrientes que sean inmuebles de su propiedad destinados a la obtención de rentas, plusvalías o ambas.

Terrenos y construcciones de inversión.

En la valoración de este tipo de inversiones inmobiliarias se aplican los siguientes criterios:

- Se utilizan los criterios del inmovilizado material para la valoración de los terrenos y las construcciones.
- Los solares sin edificar se valoran por su precio de adquisición más los gastos de acondicionamiento.
- Las construcciones se valoran por su precio de adquisición, incluyendo aquellas instalaciones y elementos que tienen carácter de permanencia, por las tasas inherentes a la construcción y los honorarios facultativos de proyecto y dirección de obra.

Se aplica el criterio de amortizar por el método lineal, aplicando porcentajes de amortización anual en función de los años de vida útil estimada de los respectivos bienes. Respecto a las inversiones realizadas en activos inmobiliarios usados, el límite de amortización se establecerá aplicando el coeficiente de amortización lineal máximo multiplicado por 2. Si se producen correcciones valorativas por deterioro de carácter reversible se realiza el correspondiente

apunte a las cuentas de deterioro y se reconocerán como un gasto o un ingreso, respectivamente, en la cuenta de pérdidas y ganancias.

La amortización aplicada para la totalidad de los elementos del activo inversiones inmobiliarias durante el periodo de los últimos tres años es:

Tabla 16. Amortizaciones ejercicios 2011-2013.

		Parking	2011	2012	2013
Inmovilizado Inmaterial	Aplicaciones informáticas		0,00	281,82	1.690,92
Inmovilizado material	Mobiliario		1.084,00	900,84	568,39
	Equipo proceso informático		2.310,90	1.647,14	669,32
Inversiones inmobiliarias	Construcciones		660.213,36	656.002,02	653.150,14
Total			663.608,26	658.831,82	656.078,77

		Hotel	2011	2012	2013
Inmovilizado Inmaterial	Aplicaciones informáticas		0,00	0,00	0,00
Inmovilizado material	Equipo proceso informático		3.082,64	1.673,28	1.673,28
Inversiones inmobiliarias	Construcciones		923.850,84	411.501,74	362.881,90
Total			926.933,48	413.175,02	364.555,18
Total Amortización Inmovilizado			1.590.541,74	1.072.006,84	1.020.633,95

Fuente: Elaboración propia

El valor del balance en fecha 31 de diciembre del 2013, asciende a 23.428.469,42 euros. Este valor está formado por los terrenos y las construcciones de los dos inmuebles de la empresa.

Por un lado, el desglose de la cuenta de "Terrenos" al cierre del ejercicio del 2013 es el siguiente:

Tabla 17. Valor de los terrenos -en euros-, diferenciados por clase de activo.

Activo	Valor en fecha 31.12.13
Aparcamiento Público	8.363.586,95
Establecimiento Hotelero	591.524,80

Fuente: Elaboración propia

Y el detalle por activos en relación a la cuenta de “Construcciones” de los 3 últimos ejercicios es:

Tabla 18. Valor de las construcciones - en euros-, diferenciadas por clase de activo.

Activo	Valor Neto		
	2013	2012	2011
Aparcamiento Público	5.743.024,83	6.389.501,82	7.044.193,84
Establecimiento Hotelero	8.730.432,84	9.508.020,73	9.505.137,33

Fuente: Elaboración propia

Patrimonio neto y pasivo.

Patrimonio neto.

El patrimonio neto de la sociedad tiene un crecimiento sostenido en los últimos 3 ejercicios, en la banda de un 3% - 5%, cifra que se considera muy satisfactoria. El capital social a 31 Diciembre 2013, está representado por 2.000.000 acciones de 5 euros de valor nominal cada una de ellas.

En relación a los accionistas, aquellos que titulan una participación igual o superior al 5% son los siguientes:

Tabla 19. Composición accionarial a 31.12.2013.

Accionista	Participación
TEPLODAR Inversiones S.L	35,00%
Promociones MAESTAN S.L.U	35,00%
Inversiones Rio Turia S.L.	17,00%
Urbanizadora Costa Cálida S.A	10,00%

Fuente: Elaboración propia

Reservas.

Conforme la legislación a la Ley de Sociedades de Capital y muy en especial a la Ley 11/2009, la sociedad tiene constituida con carácter de indisponible la correspondiente reserva legal por importe del 20% del capital social.

El exceso de las mismas, incluida la que se constituía como consecuencia del fondo de comercio de la sociedad, no tendrán en ningún caso la consideración de indisponibles.

Pasivos financieros.

Las deudas y créditos a pagar se clasifican en el balance en función de sus vencimientos, así se consideran deuda corrientes aquella con vencimiento igual o inferior a doce meses, por el contrario serán consideradas como deuda no corrientes, las de vencimiento mas allá de los indicados 12 meses.

Así la composición de los saldos mantenidos con entidades de crédito a 31 de Diciembre de 2.013 es la siguiente:

Tabla 20. Deudas a corto plazo y a largo plazo con entidades de crédito, en euros.

Ejercicio 2013	Cuantía		
	Corriente	No Corriente	Total
Préstamos	1.847.714,00	9.411.251,20	11.258.965,20
Deudas por intereses	52.460,74	5.060,00	57.520,74
Total	1.900.174,74	9.416.311,20	11.316.485,94

Fuente: Elaboración propia

La totalidad de la deuda reflejada en el cuadro anterior, mantiene una garantía hipotecaria sobre activos inmobiliarios de la sociedad.

Al 31 Diciembre 2.013, el detalle por vencimiento de la partida que conforman en epígrafe de "Deudas a Largo Plazo", es el siguiente:

Tabla 21. Cantidad de deudas pendientes, en euros.

Ejercicio 2013	Cuantía				
	2015	2016	2017	Resto de Años	Total
Préstamos	1.904.958,76	1.963.977,08	2.024.823,87	3.517.491,49	9.411.251,20

Fuente: Elaboración propia

La totalidad de la deuda mantenida con entidades financieras devenga un tipo de interés de mercado. El tipo de interés medio de la financiación de la Sociedad es del 3,055% aproximadamente.

A continuación, se analiza más al detalle los préstamos para cada uno de los inmuebles de los años 2010 a 2013:

Tabla 22. Composición del préstamo para el Parking.

	Enero	Amortización Año	Diciembre	Tipo Interés	Intereses Año
2.010	11.071.155,86	1.054.051,89	10.017.103,97	3,7510	397.280,25
2.011	10.017.103,97	1.084.105,25	8.932.998,72	4,0040	381.333,29
2.012	8.932.998,72	1.112.998,56	7.820.000,16	4,4370	373.903,92
2.013	7.820.000,16	1.206.350,63	6.613.649,53	3,0430	221.229,86

Fuente: Elaboración propia

Tabla 23. Composición del préstamo para el Hotel.

	Enero	Amortización Año	Diciembre	Tipo Interés	Intereses Año
2.010	6.795.367,41	508.690,88	6.286.676,53	3,7510	246.207,91
2.011	6.286.676,53	521.724,82	5.764.951,71	4,0040	242.213,09
2.012	5.764.951,71	533.066,08	5.231.885,63	4,4370	245.037,01
2.013	5.231.885,63	586.569,96	4.645.315,67	3,0430	151.070,23

Fuente: Elaboración propia

Siendo el Euribor entre el año 2010 y el 2013 el que se detalla a continuación.

Tabla 24. Tipo de interés según años.

	EURIBOR	DIFERENCIAL	TOTAL
Enero 2.010	1,25	2,50	3,75
Enero 2.011	1,50	2,50	4,00
Enero 2.012	1,94	2,50	4,44
Enero 2.013	0,54	2,50	3,04

Fuente: Elaboración propia

Administraciones Públicas y Situación Fiscal.

La composición de los saldos con las Administraciones Públicas al cierre del ejercicio 2.013 es la siguiente:

Tabla 25. Saldos con la Administración Pública.

Saldos Acreedores	Importe
Hacienda Pública, Acreedor por IVA	48.110,20
Hacienda Pública, Acreedor, por IRPF	14.530,90

Fuente: Elaboración propia

No existen saldos deudores con las Administraciones Públicas al cierre del ejercicio.

En relación a la situación fiscal la sociedad hace mención a que debido a que determinadas operaciones tienen diferente consideración desde un punto de vista tributario, la base imponible de los ejercicios puede variar respecto del resultado contable.

El impuesto diferido o anticipado surge de la imputación de gastos e ingresos en periodos diferentes a efectos de la normativa fiscal vigente y de la relativa a la preparación de las cuentas anuales.

Las diferencias temporales se pueden originar, principalmente, por la existencia de amortización aceleradas y provisiones de morosos practicadas en exceso con respecto a las deducibles fiscalmente.

Las declaraciones provisionales e ingresos a cuenta de tributos se efectúan regularmente y en base a las transacciones de los registros contables pero no se consideran definitivas hasta que las autoridades fiscales las inspeccionen o transcurra el período de prescripción, que es de cinco años para el Impuesto sobre Sociedades y de cuatro años para el resto de impuestos que le son de aplicación. Los administradores de la Sociedad no esperan que se devenguen pasivos adicionales como consecuencia de posibles inspecciones.

Dividendos sociales.

La Sociedad no ha efectuado en los cuatro últimos ejercicios pago alguno en concepto de dividendos. El importe total de los resultados ha sido reinvertido en la compañía.

Cuentas de Pérdidas y Ganancias de los ejercicios 2011, 2012 y 2.013.

En el Anexo 21 se adjunta la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de Promociones Alsia SOCIMI S.A, donde se reflejan cada una de las partidas de ingresos y gastos.

Se debe hacer mención en relación a las cuentas de Pérdidas y Ganancias, de los ejercicios del 2.011 a 2.013, lo siguiente:

Ingresos.

La cifra de ingresos proviene en exclusiva de los alquileres de su activo inmobiliario.

El descenso en la cifra de negocio es consciencia de la crisis que afecta al consumo en general y por ello, tanto el estacionamiento de vehículos como el de pernoctaciones o estancias en un establecimiento hotelero.

Gastos.

En cuanto a la cifra de gastos es patente el descenso a lo largo de ejercicios analizados, ello es debido a varias causas, la primera por el descenso de ingresos que aunque no sea proporcional si tiene una relación causa-efecto; y la segunda por la gestión realizada por la administración de la sociedad en la contención de la cifra de gastos, ello es patente en que dicha contención no ha sido posible en la partida de “Tributos”.

Impuesto Sociedades.

Durante los tres ejercicios analizados, el impuesto devengado sobre los beneficios, la ha sido al tipo general del Impuesto de Sociedades.

Para el ejercicio fiscal que se inicie para el próximo 1 Enero 2014, en base a la opción ejercida por la sociedad, le será aplicado el régimen fiscal de las SOCIMI, tanto en cuanto al tiempo impositivo como en lo relacionado a la obligatoria necesidad de repartir los beneficios procedentes de dividendos, transmisión de activos u otros beneficios procedentes de operaciones enmarcadas dentro del objeto social.

4.4.1. Análisis de la situación patrimonial.

En los siguientes apartados se realizará un análisis de la evolución de Promociones Alsia SOCIMI S.A – en adelante Alsia o Promociones Alsia -a partir de los datos económicos-financieros reflejados en sus Cuentas Anuales. Para analizar la evolución económica de la sociedad y en concreto la de los últimos cuatro años, se va a estudiar el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo de los ejercicios 2010 a 2013. Se adjuntan el Balance y las Cuentas Anuales en los anexos 20 y 21, respectivamente.

4.4.1.1. Estudio del Balance de situación.

En primer lugar, se estudia la estructura patrimonial de la sociedad cuyos balances de los últimos cuatro ejercicios se han resumido de la siguiente manera:

Tabla 26. Resumen de las masas patrimoniales del ejercicio 2010 a 2013.

	2010		2011		2012		2013	
	Euros	%	Euros	%	Euros	%	Euros	%
Activo no corriente	28.407.584,55	93,17%	26.872.122,76	92,37%	25.812.394,09	90,76%	24.833.044,81	91,17%
Existencias	80.245,32	0,26%	37.733,04	0,13%	47.463,52	0,17%	49.656,04	0,18%
Realizable	980.623,53	3,22%	1.243.700,02	4,27%	1.606.325,27	5,65%	1.080.344,96	3,97%
Tesorería	1.021.603,80	3,35%	938.880,76	3,23%	974.638,96	3,43%	1.275.053,50	4,68%
Total activo	30.490.057,20	100%	29.092.436,58	100%	28.440.821,84	100%	27.238.099,31	100,00
Patrimonio neto	13.373.365,54	43,86%	13.783.379,26	47,38%	14.546.746,91	51,15%	15.280.946,31	56,10%
Pasivo no corriente	14.711.471,43	48,25%	13.059.985,79	44,89%	11.263.540,20	39,60%	9.416.311,20	34,57%
Pasivo corriente	2.405.220,23	7,89%	2.249.071,53	7,73%	2.630.534,73	9,25%	2.540.841,80	9,33%
Total PN y pasivo	30.490.057,20	100%	29.092.436,58	100%	28.440.821,84	100%	27.238.099,31	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Los datos de los últimos años revelan una disminución en el tamaño de la empresa, pasando de 30 a 27 millones de euros. Asimismo, presenta un aparente desequilibrio patrimonial, por cuanto las fuentes de financiación a largo plazo en el ejercicio 2012 representan un 39,60% tienen un volumen muy inferior en comparación con el activo no corriente que es superior a un 90 por cien, este último debido a la gran cantidad de inmovilizado material que dispone la empresa. Por el lado del activo, la principal variación durante el periodo de análisis se ha dado en el activo no corriente que ha disminuido 2 puntos porcentuales desde 2010, debido a las amortizaciones fruto de las propiedades pertenecientes a la empresa. Si bien, la mayor disminución en 2013 ha sido la del realizable compuesto mayoritariamente por deudores comerciales.

Para entender lo expresado en el párrafo anterior, señalar que el inmovilizado material de la compañía se compone de 2 activos. El primero de los mismos adquirido a un tercero es un aparcamiento público con capacidad para 2.600 vehículos ubicado en el centro de Valencia. El segundo inmueble es un hotel vacacional, promocionado por la compañía, que cuenta con 194 habitaciones y situado en una población de gran atractivo turístico de la Comunidad Valenciana.

Con respecto a los datos de la amortización del inmovilizado se aplica para el inmueble de uso hotelero los porcentajes que fija la legislación. Por otro lado, el aparcamiento se adquirió a un tercero ya en uso, por lo que la amortización del mismo se realiza al doble de lo establecido por la norma.

En relación al volumen del realizable, este constituye un importe poco significativo ya que en un aparcamiento el sistema de pago es al contado, y por tanto el saldo de clientes es prácticamente inexistente. En el caso de la explotación hotelera, resulta más elevado por la incidencia que pueden tener las agencias y los turoperadores turísticos con los que se mantienen relaciones comerciales.

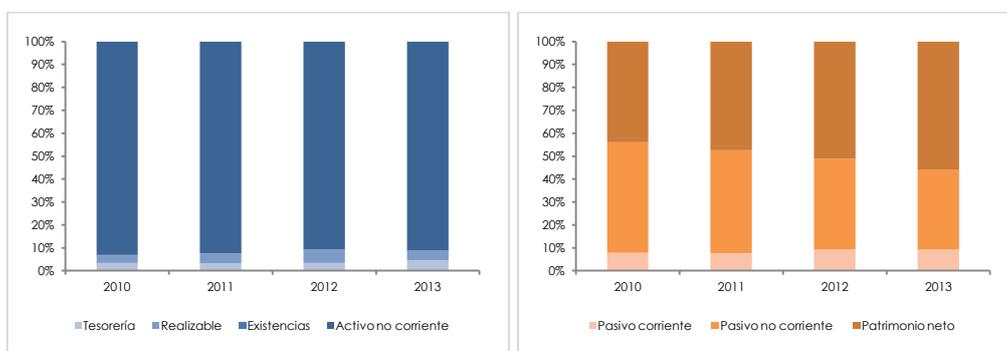
En cuanto al pasivo, la principal variación entre los ejercicios 2010 y 2013 radica en la disminución del pasivo no corriente más en concreto una reducción de las deudas a largo plazo

como consecuencia de la amortización anual de las deudas de la sociedad con Deutsche bank y CaixaBank , (pasando de 14,7 millones a 9,4 millones).

Es lógico lo mencionado del pasivo no corriente anteriormente, ya que la compañía en base a unos ingresos estables, pese al impacto de la crisis global que afecta a todos los sectores productivos, cumple con el calendario de pagos establecido para cada uno de los préstamos hipotecarios que gravan los indicados activos, indicando al respecto que al 31 Diciembre 2013, restarán 5 y 7 años respectivamente para su amortización total.

En cambio, la financiación a corto plazo repunta ligeramente y ello es debido a la obtención de más ventajosas formas de pago de los proveedores y acreedores por la compañía, y al incremento del pasivo bancario a corto ya que el capital amortizable aumenta en cada cuota a medida que se aproxima el vencimiento de la operación ayudado ello por la bajada sensible en los tipos de interés en los últimos años, ya que el préstamo está contratado a tipo variable.

Grafico 25. Desglose del Activo y Pasivo por masas patrimoniales.



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

A continuación y a lo largo del presente capítulo, compararemos en todo momento a Promociones Alsia con las empresas del sector. Para hacer la comparativa se han tomado los datos de las dos únicas SOCIMI que se hallan a fecha de Junio cotizando en el Mercado Alternativo Bursátil, están son Promociones, Renta y Mantenimiento SOCIMI S.A- en adelante Promorent- y Entrecampos Cuatro, SOCIMI S.A – en adelante Entrecampos. Se ha procedido a la agregación de los saldos y al cálculo de la media de ambos Balances y Cuentas de Explotación. La razón de escoger los datos de estas dos empresas para hacer la comparativa sectorial, en vez de extraer de la Central de Balances del Banco de España los Balances y Cuentas de Explotación correspondientes a empresas dedicadas a la Actividad Inmobiliaria, no es otra que la mayor rigurosidad a la hora de hacer el análisis. La mayoría de inmobiliarias que se recogen en los datos del Banco de España y en general las inmobiliarias españolas, tienen o han tenido una fuerte vinculación al sector constructor y ello se refleja en la importancia de la partida de existencias. Si bien, Alsia SOCIMI S.A. es lo que se consideraría una “inmobiliaria pura” que tan solo se dedica al arrendamiento de dos inmuebles, lo que impide la comparación con el grupo señalado. En los Anexos 22 y 23, se adjuntan las Cuentas Anuales de Promorent y Entrecampos, respectivamente.

Para comenzar el análisis sectorial, presentamos en la tabla 2 la composición de las masas patrimoniales en el sector. La tendencia es la misma seguida por Promociones Alsia:

- **Fuerte predominio del Activo no corriente frente al Activo Corriente.** Dentro del Activo no Corriente, la mayor partida la representan las Inversiones Inmobiliarias. Tal y como estipula el Plan General Contable, las inversiones inmobiliarias son todos aquellos activos no corrientes que sean inmuebles y que se posean para obtener rentas, plusvalías o ambas. Por lo que en esta partida formarían parte todos los activos que tiene la compañía.
- **La falta de existencias.** Como se ha comentado en párrafos anteriores, se trata de sociedades que no tienen activos inmuebles en stock para proceder a su venta, ya que no tienen esa condición de promotoras y/o constructoras, sino que tienen sus activos arrendados o con fines de arrendamiento. Si bien, Alsia si que tiene un porcentaje aunque muy reducido de existencias, estas son exclusivamente las relacionadas con el hotel (existencias para el acondicionamiento de las habitaciones, de comida y bebida) como se explicará en otros apartados.
- **Capitalización frente a endeudamiento.** Tanto Alsia como las empresas del sector se tratan de empresas con una financiación propia mayor a la financiación ajena, en las empresas del sector esta acentuación es mayor (un 60% frente al 30% de pasivos, mientras que Alsia se mantiene en valores más equilibrado en torno al 56% en 2013).
- **Fuerte predominio del Pasivo no Corriente frente al Pasivo Corriente.** Dentro de la partida de Pasivo no Corriente existe mayor número de deudas con coste que sin coste, aspecto lógico ya que este tipo de sector ha estado muy vinculado a las entidades bancarias. El predominio del Pasivo no corriente tiene lógica ya que la financiación principal será de los activos inmobiliarios de la sociedad.

Tabla 27. Composición de las masas patrimoniales del sector. Datos 2012.

	Euros	%
Activo no corriente	48.769.963,39	95,67%
Existencias	0,00	0,00%
Realizable	1.166.210,85	2,29%
Tesorería	1.041.725,97	2,04%
Total activo	50.977.900,20	100,00%
Patrimonio neto	30.602.743,57	60,03%
Pasivo no corriente	19.371.309,06	38,00%
Pasivo corriente	1.003.847,58	1,97%
Total PN y pasivo	50.977.900,20	100,00%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de las Cuentas Anuales de Promorent y Entrecampos.

Tras este primer análisis superficial, la situación económica financiera de la sociedad a fecha del ejercicio 2013 es similar a la presentada en años anteriores, las masas patrimoniales mantienen una composición bastante parecida y sin ninguna variación significativa. Se

identifica una importante política de capitalización, debido a la progresiva disminución de las deudas que tiene la sociedad contraída con las entidades bancarias, esto provoca un mayor equilibrio económico-financiero con posible aumento de rentabilidad por la disminución de los gastos financieros que repercutirá en una mejora de beneficio después de impuestos. En la siguiente tabla se recoge el fondo de maniobra obtenido en los periodos analizados.

Tabla 28. Fondo de maniobra de la compañía. Datos en euros.

	2010	2011	2012	2013
Fondo de Maniobra Activo Corriente - Pasivo Corriente	-322.747,58 €	-28.757,71 €	-2.106,98 €	-135.787,30 €

Fuente: Elaboración propia a partir del Balance de Promociones Alsia Socimi S.A

Se puede apreciar como el Fondo de Maniobra ha sufrido un grave deterioro en el último ejercicio presentado, sin llegar a alcanzar los valores de 2010. A pesar de que haya indicios de la existencia de problemas de liquidez ($FM < 0$), la empresa dista bastante de una suspensión de pagos técnica. Tal y como se observa en el resumen de las masas patrimoniales, la partida mayoritaria del activo corriente es en el último ejercicio la partida de *Efectivo y otros activos líquidos equivalentes*. La sociedad se dedica al arrendamiento de dos inmuebles los cuales obtienen la mayoría de sus ingresos a través del pago al contado, tanto los clientes que acceden al parking y pagan para poder marcharse como en el caso del hotel que se deja una cuenta vinculada de la que se cargará el importe al final de la estancia. Por lo que sobre lo inicialmente observado, no cabe alarma posible. Si bien, podría afirmarse que la sociedad posee una significativa cantidad de deudas a corto plazo en relación a su activo corriente.

A continuación, con los datos obtenidos se ha efectuado un análisis de ratios e indicadores, habiéndose dividido el mismo en cuatro bloques:

- **Solvencia y liquidez**
- **Endeudamiento.**
- **Cuenta de resultados.**
- **Gestión del capital circulante.**
- **Rentabilidad.**

4.4.1.2. Análisis de la situación de liquidez.

También se incluye un **análisis comparado** con datos de empresas del sector. Los indicadores se completan con representaciones gráficas de los mismos a efectos expresar de forma más ilustrativa el análisis realizado.

Solvencia y liquidez. Este conjunto de ratios indican cuál es la situación de la compañía en relación con su liquidez y solvencia, a partir de cálculos realizados sobre las partidas fundamentales que lo determinan. Estos ratios se comparan con los de su sector, puesto que la actividad que desempeña la compañía es un determinante de su estructura patrimonial.

Mediante el cálculo de los ratios de liquidez se evalúa la capacidad existente en el sector para hacer frente a las deudas más inmediatas – pasivo a corto plazo.

Tabla 29. Ratios de solvencia, liquidez y endeudamiento. Datos en porcentajes.

1. Ratios de solvencia, liquidez y endeudamiento		2010	2011	2012	2013
Ratio de liquidez	Activo Corriente	0,87	0,99	1,00	0,95
	Pasivo Corriente				
Test Ácido	Deudores + IFT + Efectivo	0,83	0,97	0,98	0,93
	Pasivo Corriente				
Ratio FM	Fondo de Maniobra	(0,01)	(0,01)	(0,00)	(0,01)
	Activo				
Ratio de endeudamiento	Pasivo total	0,56	0,53	0,49	0,44
	Total PN y pasivo				
Ratio Fondos Propios / Pasivo	Patrimonio Neto	0,78	0,90	1,05	1,28
	Pasivo Total				
Ratio de Reservas / Activo	Reservas	0,45	0,49	0,53	0,58
	Activo				
Cobertura de intereses	EBITDA	6,50	5,03	4,38	6,57
	Intereses				
Capacidad de endeudamiento	EBITDA	0,24	0,20	0,20	0,20
	Pasivo total				

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **ratio de liquidez** presenta en todos los ejercicios analizados un ratio inferior a 1, excepto en 2012 que si que toma el valor 1. Los valores que presenta la empresa a priori pueden parecer bastante ajustados para hacer frente a las deudas más inmediatas pero dada la actividad a la que se dedica la sociedad, tal y como se ha comentado anteriormente la empresa no presenta problemas de liquidez. El incremento producido en 2012 deriva de un mayor ritmo de crecimiento del activo corriente con respecto al de la deuda a corto, derivado principalmente por el aumento producido en deudores comerciales. En 2013 pese a reducirse la deuda a corto plazo, la caída del activo corriente es más intensa provocada otra vez por la partida de deudores comerciales y también de periodificaciones. Como se puede ver, la partida de deudores comerciales es la partida que más fluctuaciones está teniendo, de ahí que en los últimos años se estén empezando a tomar medidas, por ejemplo, en el sector hotelero, donde al realizar una reserva de una habitación esta se vincule a una tarjeta de crédito para evitar el impago de los usuarios del establecimiento.

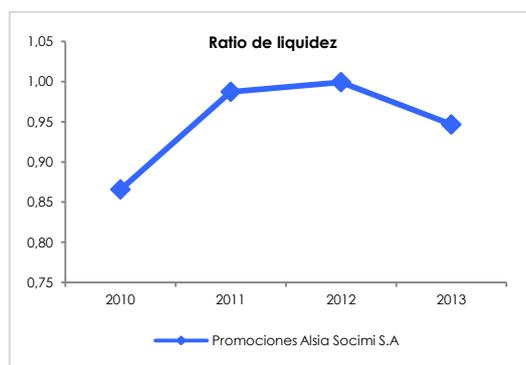
Tabla 30. Ratios de solvencia, liquidez y endeudamiento sector. Datos en porcentajes.

Ratios sector	2012
Ratio liquidez	2,20
Test ácido	2,20
Ratio FM / A	0,02
Endeudamiento	0,40
Ratio PN / Pasivo	1,50
Ratio Reservas / Activo	0,61
Cobertura de intereses	-17,43
Capacidad de endeudamiento	0,30

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El valor presentado por las empresas del sector es bastante más elevado que el de Alsia, esto es debido principalmente al volumen tan reducido de pasivo corriente que poseen, pese a que los valores del Activo Corriente sean más elevado en Alsia no compensan la partida de pasivo corriente que en Alsia tiene mayor peso. Este valor del ratio tan excesivo, podría suponer a priori un exceso de liquidez en las empresas del sector.

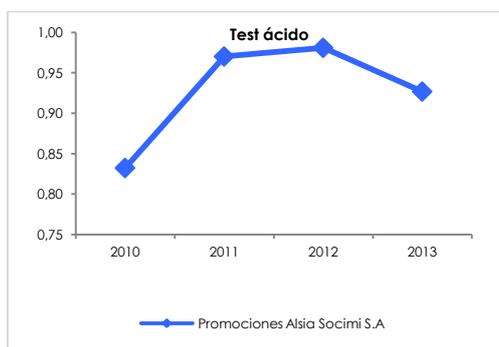
Gráfico 26. Evolución del ratio de liquidez de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **test Ácido** ratifica lo comentado en el ratio de liquidez, pues al eliminar el efecto de las existencias se aprecian valores que indican la capacidad para hacer frente a las obligaciones de la compañía. El ratio de las empresas del sector, no ha sufrido variación alguna debido a la inexistencia de la partida "existencias". De este indicador se deduce que la empresa no depende de la realización de las existencias para hacer frente a los pagos, sino que con sus activos más líquidos son suficientes. La cuenta que mayor peso tiene dentro del activo corriente de la compañía es la de *Efectivo y otros activos líquidos equivalentes* por lo que la situación de liquidez está completamente garantizada. Si bien, la partida de deudores también representa un porcentaje importante del activo corriente, aspecto que no nos preocupa en absoluto por la gran realización de los mismos.

Gráfico 27. Evolución del test ácido de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

4.4.1.3. Análisis de la situación de endeudamiento.

A continuación analizaremos la situación y nivel de endeudamiento tanto a nivel del sector como el de Alsia. Quedan recogidos en la siguiente tabla los valores obtenidos por los ratios de endeudamiento para Alsia:

Tabla 31. Ratios de endeudamiento de Alsia SOCIMI S.A.

	2010	2011	2012	2013
Ratio de Solvencia	1,75	1,88	2,02	2,25
Ratio de Calidad	0,14	0,15	0,19	0,21

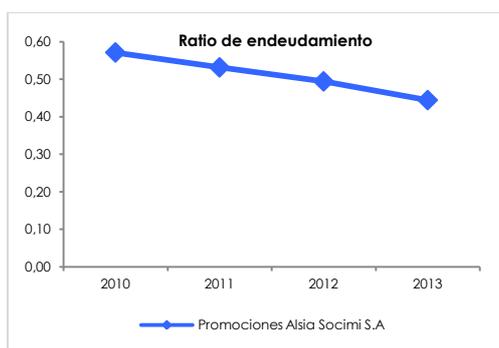
Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

En cuanto a la cantidad de deuda existente, ya se observó en la tabla 1, a través de la representación gráfica y cálculo de pesos relativos de las masas patrimoniales básicas que conformaban la estructura financiera de la compañía, que era bastante equilibrado sin dar lugar a exceso de capitalización ni a un grado de endeudamiento elevado. Véase en los siguientes ratios el nivel o cantidad de endeudamiento.

El **ratio de endeudamiento** de media es del 50 por cien durante los cuatro años analizados. En base a los valores que adopta dicho ratio en cada uno de los ejercicios analizados, la empresa muestra un adecuado volumen de deuda en comparación a sus fondos propios, por lo que se puede afirmar la existencia de una estructura financiera óptima y adecuada en todos y cada uno de ellos. Conforme el transcurso de los años, los fondos propios han ido aumentando en detrimento de las deudas de la sociedad, principalmente de la deuda a largo plazo. La proporción de endeudamiento nos lleva a pensar que la empresa podría continuar

endeudándose ligeramente para acometer proyectos. No obstante, para poder corroborar esta afirmación se complementará este análisis con los ratios de rentabilidad y apalancamiento financiero. Por su lado, las empresas del sector presentan valores ligeramente inferiores a los de Alsia, esto se debe como ya se ha comentado en la introducción al gran predominio de Fondos Propios frente a la financiación ajena que tienen los balances de las compañías del sector.

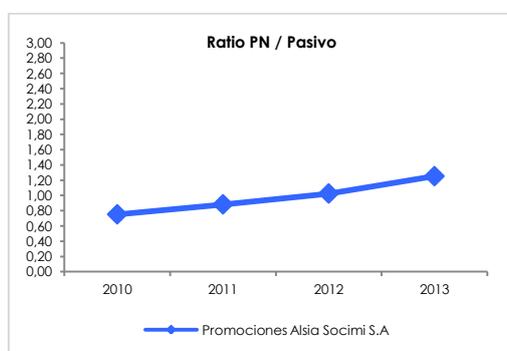
Gráfico 28. Evolución del ratio de endeudamiento de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **ratio de fondos propios/pasivo o autonomía financiera** tiene una relación inversa con el ratio de endeudamiento. Anteriormente se veía como el nivel de endeudamiento medio dado se consideraba adecuado por no ser excesivo y que iba decreciendo conforme el transcurso de los periodos analizamos, la autonomía de la que goza para la toma de decisiones es amplia y poco a poco va siendo mayor, por lo que las decisiones tomadas en el ámbito financieros están menos condicionadas por tercero.

Gráfico 29. Evolución del ratio de autonomía financiera de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **Ratio de Solvencia** muestra la capacidad que se tiene para afrontar la totalidad de las deudas. Dados los valores del ratio en todo el periodo analizado queda descartada la existencia de problemas de solvencia en la empresa, puesto que el volumen de activo existente permite hacer frente a la totalidad de deudas contraídas y de manera holgada. La tendencia que sigue el ratio es creciente, siendo el mayor crecimiento producido entre el año 2012 y 2013. A pesar del descenso experimentado por la totalidad del activo, el decrecimiento de la financiación ajena ha sido mayor.

Una vez analizado la cantidad de deuda existente es necesario analizar la composición que presenta la misma con objeto de observar su calidad. A partir de la fórmula del Ratio Calidad, la evaluación de la calidad dependerá de su plazo de exigibilidad.

El **Ratio de Calidad de la Deuda**, muestra la proporción existente de deuda a corto respecto al pasivo total. Véase la proporción existente de deuda a corto plazo, siendo el valor más elevado (0,21) el del periodo 2013, representando un total de 21,25%. que es prácticamente insignificante con respecto a la deuda a largo plazo. Por lo que con independencia de los fondos propios existentes la fuente de financiación mayoritaria para la empresa es la financiación ajena a largo plazo. Si bien, esta proporción de deuda a corto plazo sobre el volumen de deuda total existente va incrementándose de manera progresiva, y ello es a causa de que independientemente de estar produciéndose una reducción en el nivel de endeudamiento, dicha reducción total deriva en su mayor parte de la deuda a largo plazo, una reducción en 2013 del 16,40% frente al 3,41%, de la deuda a corto plazo. Por otro lado, tiene coherencia que la financiación mayoritaria sea a largo plazo ya que la mayoría de las inversiones de la compañía son a largo plazo, predominio del activo no corriente.

Para concluir, del importe de volumen de deuda a corto plazo registrado, si nos fijamos en la proporción de la misma que tiene coste y la que no tiene, se identifica un predominio por parte de aquellas que si tienen coste (Deudas a corto plazo con entidades de crédito) que representan un 75%, respecto a aquellas que no tienen coste (Acreedores comerciales). Por su lado, la deuda a largo plazo está compuesta en su totalidad por deudas con coste.

4.4.1.4. Análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y Estado de Flujos de Efectivo.

En este apartado se recoge el análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto de Alsia de los cuatro últimos ejercicios, que comprenden de 1 de enero a 31 de diciembre.

El valor del patrimonio neto en euros al cierre de los años analizados es el siguiente:

Tabla 32. Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos. Datos en euros.

ESTADO DE INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS	2010	2011	2012	2013
A) Resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias	1.192.139,44	644.651,43	727.752,79	732.265,42
Ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto	0,00	0,00	0,00	0,00
B) Total ingresos y gastos imputados directamente al patrimonio neto	0,00	0,00	0,00	0,00
Transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias	0,00	0,00	0,00	0,00
C) Total transferencias a la cuenta de pérdidas y ganancias	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL INGRESOS Y GASTOS RECONOCIDOS	1.192.139,44	644.651,43	727.752,79	732.265,42

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Tabla 33. Estado Total de Cambios en el PN.

	Euros	% Saldo Inicial
ESTADO TOTAL DE CAMBIO EN PN		
SALDO FINAL AÑO 2010	13.589.620,00	
Ajustes por errores	(727.171,36)	
SALDO AJUSTADO, INICIO 2011	12.862.448,64	100,00
Total Ingresos y Gastos Reconocidos	644.651,43	5,01
Operaciones con Socios o Propietarios	0,00	0,00
Otras Variaciones del PN	0,00	0,00
SALDO FINAL AÑO 2011	13.507.100,07	105,01
Ajustes por errores	0,00	0,00
SALDO AJUSTADO, INICIO 2012	13.507.100,07	105,01
Total Ingresos y Gastos Reconocidos	727.752,79	5,66
Operaciones con Socios o Propietarios	0,00	0,00
Otras Variaciones del PN	0,00	0,00
SALDO FINAL AÑO 2012	14.234.852,86	110,67
Ajustes por errores	0,00	0,00
SALDO AJUSTADO, INICIO 2013	14.234.852,86	110,67
Total Ingresos y Gastos Reconocidos	732.265,42	5,69
Operaciones con Socios o Propietarios	0,00	0,00
Otras Variaciones del PN	0,00	0,00
A) SALDO FINAL AÑO 2013	14.967.118,28	116,36

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

En primer lugar, a partir del Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos es posible determinar que a fecha de cierre de cada uno de los ejercicios analizados, el total de ingresos y gastos provienen en su totalidad del resultado del ejercicio.

En segundo lugar, en el Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto quedan recogidos todos los cambios producidos en el patrimonio. De este análisis podemos deducir que la compañía no ha repartido dividendos entre sus accionista en estos últimos años, situación normal debido a la crisis económica.

Finalmente, el saldo final del año 2013 permite identificar a fecha de cierre un incremento del neto patrimonial de 1.377.498,28 euros, lo que viene a representar un 16% del saldo inicial. Por tanto la compañía Promociones Alsia muestra un crecimiento positivo, a un ritmo dinámico y que depende en su totalidad de la capacidad de generar beneficios, la que se vio mermada en 2011 pero que poco a poco va recuperándose. Si bien dista de los niveles alcanzados en 2010. No obstante, teniendo presente la grave situación que atraviesa el sector inmobiliario y la debilidad de la demanda que siga mostrando un crecimiento positivo es una buena señal.

A continuación, se muestra la composición del neto patrimonial, para poder observar más detalladamente cuáles son las principales partidas que lo configuran.

La cifra de Patrimonio Neto que presenta la sociedad a cierre de 2013 refleja una mejora con respecto a 2010, como consecuencia de la generación de resultados positivos de la sociedad, aumentando en el periodo analizado en torno a un 14% sus fondos propios.

Tabla 34. Composición del Patrimonio Neto de la compañía Promociones Alsia Socimi S.A. Datos en euros.

	2010	2011	2012	2013
Capital	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00
Prima de emisión	0,00	0,00	0,00	0,00
Reservas	1.670.309,20	2.862.448,64	3.507.100,07	4.234.852,86
Resultados de ejercicios anteriores	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado del ejercicio	1.192.139,44	644.651,43	727.752,79	732.265,42
Ajustes por cambios de valor	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL PATRIMONIO NETO	12.862.448,64	13.507.100,07	14.234.852,86	14.967.118,28

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Posteriormente, se analizan las variaciones de las masas patrimoniales que han tenido lugar en el balance de la mercantil, calculadas a partir de las cuentas anuales de las páginas anteriores, con el fin de determinar la estructura de la generación de caja y la política de financiación-inversión que ha seguido la compañía en los últimos ejercicios. Para este análisis se emplea el Estado de Flujos de Efectivo (EFE), el cual se estructura en tres grandes partidas (explotación,

inversiones y financiación), que son las tres áreas con las cuales la empresa genera o consume efectivo.

La interpretación del mismo se centra en determinar la flexibilidad financiera de la compañía, definida como la capacidad de hacer frente a sus deudas recurriendo únicamente a los fondos generados con su actividad.

Se ha confeccionado el Estado de Flujos de Efectivo resumido de ALSIA SOCIMI S.A con el fin de corroborar lo mencionado anteriormente sobre que no existe ningún problema de liquidez pese a presentar a priori un fondo de maniobra negativo.

Tabla 35. Estructura E.F.E de la compañía Promociones Alsia Socimi S.A. Datos en euros.

	2011	2012	2013
Beneficio Antes de Impuestos	920.930,62	1.039.646,84	1.046.093,45
Ajustes del Resultado	2.147.222,15	1.691.788,23	1.619.170,99
Recursos Procedentes de las Operaciones (RPO)	3.068.152,77	2.731.435,07	2.665.264,44
Variaciones Capital Corriente	-540.929,36	-37.088,03	331.917,37
Otros Flujos Efectivo de Explotación	-2.423.501,34	-2.003.682,28	-1.932.999,03
Flujos Tesorería Ordinarios (FTO)	103.722,07	690.664,76	1.064.182,78
Cobros por desinversiones	1.300.824,08	1.095.343,53	987.757,61
Cobros por inversiones	0,00	(27.461,61)	0,00
Flujos Tesorería Inversión (FTI)	1.300.824,08	1.067.881,92	987.757,61
Cobros por aportaciones de socios y similares	0	0	0
Pago dividendos pagados y similares	0	0	0
Flujos Tesorería Financiación Propietarios (FTF-P)	0,00	0,00	0,00
Cobros por instrumentos de patrimonio	164.216,45	73.657,11	95.703,15
Pagos por instrumentos de patrimonio	(1.651.485,64)	(1.796.445,59)	(1.847.229,00)
Flujos Tesorería Financiación Ajena (FTF-A)	(1.487.269,19)	(1.722.788,48)	(1.751.525,85)
Flujos Tesorería Financiación (FTF)	(1.487.269,19)	(1.722.788,48)	(1.751.525,85)
Aumento/Disminución Efectivo	(82.723,04)	35.758,20	300.414,54
Saldo inicial de caja	1.021.603,80	938.880,76	974.638,96
Saldo final de caja	938.880,76	974.638,96	1.275.053,50

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

En la estructura representada en la tabla anterior podemos observar la agrupación del conjunto de cobros y pagos por categorías. Si nos fijamos detenidamente, se observa que la mercantil solo ha conseguido generar líquido mediante su actividad de explotación (FTO > 0) y su actividad de inversión (FTI). A continuación, analizaremos cada uno de los flujos que compone el Estado de Flujos de Efectivo.

Flujos de Tesorería de la Actividad de Explotación.

La sociedad Alsia es capaz de generar líquido durante el periodo analizado, con su actividad ordinaria, aspecto muy positivo. Los ingresos por arrendamiento de los inmuebles es la

principal fuente de ingresos y por tanto, juega un papel fundamental en la situación de liquidez de la empresa.

Si entramos en un nivel mayor de detalle en los flujos de la actividad de explotación, podemos diferenciar entre la capacidad potencial y la capacidad real para generar efectivo.

- Recursos Procedentes de las Operaciones (RPO)

Partiendo de la capacidad de generar beneficios en el ejercicio ($BAI > 0$), ante la deducción de un importante volumen de gastos que se registran contablemente, pero que nunca se convertirán en pagos, la compañía muestra capacidad potencial de generar líquido ($RPO > 0$). No obstante al estar hablando en términos potenciales y no reales, este primer diagnóstico puede que diste de la realidad ya que se está contemplando la hipótesis de que, finalmente, se consigue cobrar y pagar todo.

- Flujos de Tesorería Ordinarios

Si consideramos ya lo que realmente se ha cobrado y pagado durante los ejercicios analizados, se obtiene en todo ello el Flujo de Tesorería Ordinario positivo ($FTO > 0$). La empresa si tiene capacidad real de generar líquido con su actividad de explotación, síntoma de la buena situación de liquidez que presenta la mercantil.

Si analizamos esta situación más detenidamente, se debe únicamente al resultado obtenido en los recursos procedentes de operaciones, ya que su variación en capital corriente es negativa en los ejercicios 2011 y 2012. En relación con todo esto, la capacidad de la sociedad para generar líquido con su actividad ordinaria está fuertemente condicionada por la gestión de los plazos de cobro. Tal y como se ha comentado anteriormente, la compañía no suele tener problemas en el cobro de los clientes. Por un lado, en el caso del uso de las plazas del aparcamiento el pago es al contado. Si bien, existen otros conceptos de ingresos como son el alquiler de espacios menores y las vallas publicitarias en las que sí que existe mayor riesgo de retrasos en los cobros. Por otro lado, en el caso del hotel las posibilidades de cobro son menores debidos a la participación de tour operadoras y agencias de viajes que aparecen como elementos de intermediación. En el periodo 2013 se ha mejorado el saldo de deudores se ha visto reducido en un 32%, fruto de la mejora económica.

Flujos de Tesorería de la Actividad de Inversión (FTI).

Una vez analizado los pagos y cobros corrientes, pasamos a analizar los flujos de efectivo que derivan de la actividad de inversión. En primer lugar, observando las partidas que integran dicha categoría cabe destacar que los movimientos de efectivo producidos atienden en su mayoría a desinversiones en inmovilizado (material e inmobiliario). Los cobros realizados por desinversiones han sido superiores a los pagos obtenidos por las inversiones en activo y ello ha dado lugar a la generación de líquido ($FTI > 0$). La generación de líquido por este flujo es un aspecto positivo, se han vendido elementos que no repercutían en una mejora de la actividad o incremento de las ventas. Al desprendernos de estos elementos intentamos sacar un

beneficio con la venta para poder reinvertir en nuevos equipos que aumenten la productividad.

El sector hotelero es un sector muy dinámico que requiere de continuas adaptaciones tecnológicas para la prestación de sus servicios y para la mejora de la calidad ofrecida a sus clientes, es por ello que cada cierto tiempo sea necesario la enajenación de inmovilizado obsoleto.

Flujos de Tesorería de la Actividad de Financiación (FTF).

Por último, se realizará el análisis de los flujos de financiación. En la tabla anterior se diferencia entre los flujos provenientes de financiación propia y aquellos otros de financiación ajena. No obstante, en el concepto de financiación propia no se ha realizado ningún movimiento hasta la fecha y por tanto, el flujo de tesorería global obtenido depende en su totalidad de la financiación ajena. La actividad de financiación es la única que no genera líquido (FTF<0) debido a la cancelación de deudas de la empresa a largo plazo por la amortización de la deuda con las entidades con Deutsche Bank y Caixabank con las que se tiene una hipoteca.

Una vez hecho el análisis de los flujos de tesorería producidos por cada uno de los conceptos, se contempla la variación o flujo global de tesorería que ha tenido lugar durante los tres ejercicios analizados. Se observa que desde 2011 hasta 2013 se ha seguido un mismo patrón en la generación de efectivo, siendo los flujos de explotación e inversión los generadores de fondos, mientras que el flujo de financiación ha consumido parte del líquido. Si bien, el resultado ha sido diferente. En 2011 se obtiene una disminución de efectivo de 82.723,04 euros. En cuanto al origen del mismo, destacamos que los beneficios antes de impuesto no han sido suficientes para cubrir el efecto negativo de las actividades de financiación, por lo que finalmente se ha producido una reducción del total de la tesorería de la mercantil. No obstante, en los ejercicios 2012 y 2013, se produce un aumento de efectivo de 35.758,20 euros y 300.414,54 euros, respectivamente, dotando a la empresa de una partida de efectivo holgada con la que poder hacer frente a algunas de sus obligaciones más inmediatas. La principal causa del aumento en estos dos ejercicios radica en la mejora de la cuenta de explotación, que como se ha mencionado en un primer momento es la principal fuente de ingresos y por tanto de generación de tesorería que tiene Alsia SOCIMI S.A.

Como se indicaba anteriormente, el análisis de la estructura del E.F.E permite una evaluación más real de la situación de liquidez de la empresa, el principio de caja permite una visión más exacta del verdadero y efectivo líquido del que se dispone. A través del resumen de las masas patrimoniales que presentaba la sociedad ya se auguraba una buena situación de liquidez y más teniendo en consideración el sector económico en el que la empresa centra su actividad. No obstante, profundizaremos más en los siguientes epígrafes con el análisis de liquidez y de la gestión de cobros y de pagos.

4.4.1.5. Estudio de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

Una vez analizada la situación económica-financiera de la compañía se realiza el análisis de la gestión de la Cuenta de Resultados. El objetivo del análisis es contemplar la cantidad de

resultado obtenido y como este se genera. Los ratios de resultados recogen las partidas más importantes de la cuenta de pérdidas y ganancias de la compañía, y se relacionan con las cifras de ventas en el ejercicio considerado, a partir de la confección de la cuenta de resultados analítica.

Tabla 36. Cuenta analítica de explotación. Datos en euros y en %.

2. Cuenta de resultados analítica	2010	2011	2012	2013	% s/ventas			
					2010	2011	2012	2013
Ventas	8.706.616,06	7.551.469,64	7.097.972,55	6.775.972,31	100,0	100,0	100,0	100,0
Consumos	792.420,41	694.473,25	728.499,65	729.522,75	9,10	9,20	10,26	10,77
Margen Bruto	7.914.195,65	6.856.996,39	6.369.472,90	6.046.449,56	90,90	90,80	89,74	89,23
Otros Ingresos	86.809,43	16.987,10	25.897,97	34.576,68	1,00	0,22	0,36	0,51
Gastos de personal	1.849.057,61	1.803.953,92	1.749.662,27	1.788.377,69	21,24	23,89	24,65	26,39
Gastos generales	1.966.791,13	2.209.256,57	2.233.528,41	2.149.283,20	22,59	29,26	31,47	31,72
EBITDA	4.185.156,34	2.860.773,00	2.412.180,19	2.143.365,35	48,07	37,88	33,98	31,63
Amortizaciones	1.793.650,66	1.590.541,74	1.072.006,84	1.020.633,95	20,60	21,06	15,10	15,06
Deterioros	3.788,37	(276.279,19)	(311.894,05)	(313.828,04)	0,04	(3,66)	(4,39)	(4,63)
Otros resultados	(51.133,99)	(2.457,32)	8.389,82	(17.603,86)	(0,59)	(0,03)	0,12	(0,26)
EBIT	2.336.583,32	1.544.053,13	1.660.457,22	1.418.955,58	26,84	20,45	23,39	20,94
Ingresos financieros	86.807,75	3.764,99	22.862,47	895,93	1,00	0,05	0,32	0,01
Gastos financieros	643.488,16	623.546,38	621.399,51	373.758,06	7,39	8,26	8,75	5,52
BAI	1.779.902,91	924.271,74	1.061.920,18	1.046.093,45	20,44	12,24	14,96	15,44
Impuestos	510.916,90	276.279,19	311.894,05	313.828,04	5,87	3,66	4,39	4,63
BDI	1.268.986,01	647.992,55	750.026,13	732.265,42	14,57	8,58	0,11	10,81

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

La cifra de ventas es la principal fuente de ingresos y presenta una tendencia decreciente, la cual presenta cada vez un descenso menos pronunciado, pasando de un decrecimiento del 13,26% del periodo 2010 al 2011 y siendo el decremento presentado de 2012 a 2013 de un 4%. Los consumos por su parte siguen una tendencia similar al de las ventas, tiene sentido que los costes de ventas al verse estas disminuidas también disminuyan. Si bien, esta reducción es menor porcentualmente (decremento del 12% del periodo 2010 a 2011 y decremento del 0,14% del periodo 2012 a 2013). Asimismo, representan un porcentaje muy reducido respecto a las ventas (entre el 9% y el 11%) de la compañía. Cabe señalar que pese a la disminución de los consumos, estos incrementan en el peso que representan respecto a las ventas.

La conclusión a la que se puede llegar y teniendo en cuenta los sectores en los que se encuentran los dos inmuebles que posee la mercantil, es que esta reducción de las ventas viene dada por la contracción de la demanda nacional, con una tendencia negativa tanto en el número de clientes nacionales que se pueden permitir alojarse en un hotel de cuatro estrellas, como de aquellas personas que puedan seguir usando el coche como medio de

desplazamiento. Si bien, la caída no es tan drástica debido a la demanda internacional que consigue que los ingresos generados en el hotel se mantengan.

Tabla 37. Ingresos generados por el hotel y por el aparcamiento.

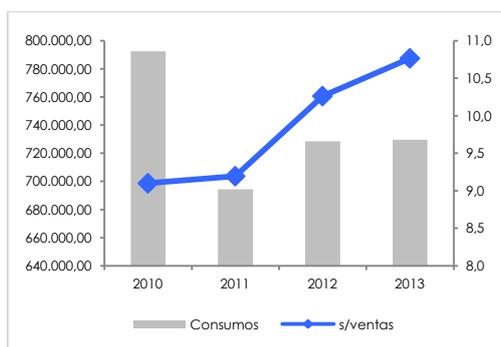
Ingresos generados por el Hotel. Datos en euros		Ingresos generados por el Aparcamiento. Datos en Euros.	
Años Variación Anual	2.013	Años Variación Anual	2.013
Alojamiento	2.544.439	Ingresos por rotación	2.480.306
Restaurante y Cafetería	1.514.458	Abonados	99.000
Varios	50.000	Alquiler espacios menores	14.148
Parking	40.000	Publicidad	15.120
		Otros ingresos	18.501
TOTAL	4.148.897	TOTAL	2.627.075

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Si nos fijamos en los ingresos que genera cada uno de los inmuebles, observamos que el hotel genera más de la mitad de los ingresos totales, en parte debido a que este inmueble no se ha visto tan afectado por la situación económica como el parking. Según el informe de valoración turística empresarial para 2013 y las perspectivas para 2014 realizado por la Alianza para la Excelencia Turística- Exceltur- la actividad turística ha crecido en los últimos años debido exclusivamente al crecimiento la demanda internacional. Por lo que podemos asociar los mayores ingresos de la actividad del hotel en parte a la demanda extranjera.

Los **Consumos** disminuyen ligeramente a lo largo del periodo analizado. Esto se debe principalmente a que el establecimiento hotelero ha obtenido menos ingresos por comida, bebida, restauración, cafetería y banquetes; y ello por la general bajada de ingresos en su conjunto, hecho que conlleva al menor consumo de mercancía y materias primas. Además, desde la gestión del hotel se están intentando ajustes los costes al máximo con el fin de poder ofrecer costes más competitivos.

Gráfico 30. Evolución de los consumos de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Como consecuencia de la reducción de ambas partidas, tanto la de ventas como la de costes directos, el margen bruto se ve reducido. Si bien, tiene en todos los ejercicios analizados una cobertura suficiente para hacer frente a los costes fijos (Margen Bruto >0). Cabe añadir, en relación a los pesos relativos obtenidos, el elevado valor que muestra esta partida respecto a las ventas, dándose una tendencia decreciente en su peso sobre la estructura económica.

En cuanto a los **Gastos de Personal** cabe destacar el importante peso que tiene sobre la estructura económica (21-26% de la cifra de ventas). Los inmuebles explotados necesitan de una gran cantidad de profesionales para llevar a cabo la actividad. En el caso del hotel se cuenta con 47 empleados, entre directores, recepcionistas, cocineros, etc. En cambio, en el parking tan solo se necesitan 17 empleados que vigilen el buen funcionamiento de este. Además, se cuenta con 5 empleados en la oficina central para gestionar todas las operaciones.

Tabla. 38. Gastos de personal generados. Datos en euros.

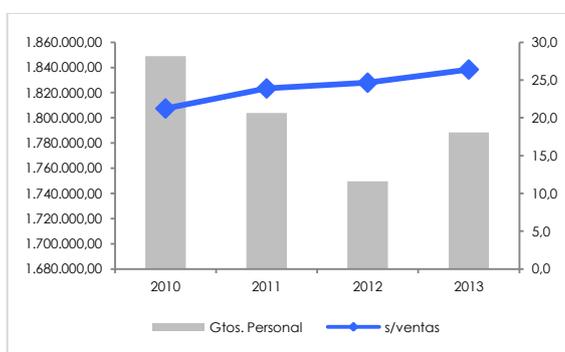
Años Variación Anual	2.014	%
Personal del Hotel (Sueldos + SS)	1.226.700	69
Personal del Aparcamiento (Sueldos + SS)	324.000	18
Personal de las Oficinas (Sueldos + SS)	237.678	13
TOTAL	1.788.378	100

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Véase como el gasto de personal de hotel es el mayor de las tres partidas, representando un 69 por cien del total de gastos de personal. Un hotel requiere de mucho personal para que la calidad del servicio sea buena.

En cuanto a la evolución de esta partida, se han reducido ligeramente en los últimos años, a excepción de en 2013 donde han vuelto a aumentar, debido a que producto de la crisis se han efectuado diversas bajas en el personal laboral de la compañía. En el último año 2013, se han producido algunas contrataciones aumentando así el gasto de personal. Los gastos de personal para las empresas del sector suponen solo un 8% respecto a las ventas, por lo que distan bastante de los de Alsia, las razones son las siguientes, tras haber analizado el Documento Informativo que tanto Promorent como Entrecampos han adjuntado al MAB se observa la tipología de inmuebles que tienen en activo, en su mayoría se trata de pisos, plazas de aparcamiento y oficinas, en ningún caso, inmuebles que necesiten un gran número de personal para su actividad.

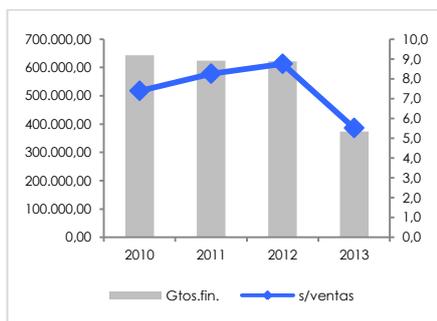
Gráfico 31. Evolución de los gastos de personal de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

La cobertura existente para hacer frente a las cargas derivadas de la actividad financiera (EBIT) es cada vez menor. En la actividad financiera se da una superioridad de los gastos financieros con respecto a los ingresos generados, pero dado que no conlleva a pérdidas en el resultado antes de impuesto no es problema relevante. Cabe destacar una reducción muy significativa en el año 2013 de esta partida de gastos, fruto de la cancelación al pago de las cuotas de amortización conforme al calendario de pagos fijados en las respectivas escrituras de hipoteca viéndose ello incrementado con el efecto positivo que conlleva la bajada generalizada de los tipos de interés en el periodo.

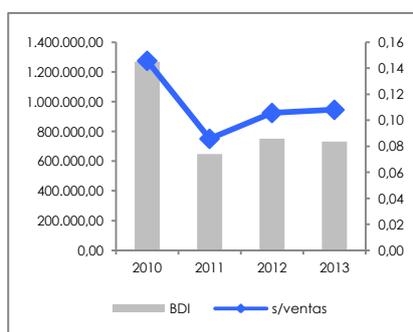
Gráfico 32. Evolución de los gastos financieros de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **BAI o resultado antes de impuesto** obtenido en cada uno de los ejercicios analizados se va reduciendo conforme transcurren los ejercicios, se ve bastante disminuido con respecto a la actividad ordinaria debido principalmente a las amortizaciones del ejercicio y los gastos financieros.

Gráfico 33. Evolución del resultado antes de impuestos de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El **Resultado del ejercicio** generado en los cuatro años analizados es positivo. Podemos decir que la tendencia decreciente del resultado se debe principalmente a la disminución continuada de las ventas, como es lógico, por el parón de la actividad económica en estos últimos tres años. Se espera una mejora de los resultados en este 2014. En cuanto los datos del sector, estos se vieron muy perjudicados en 2011 alcanzó incluso cifras negativas. La razón principal es el resultado negativo que ha tenido la sociedad Entrecampos en el ejercicio 2012, pese a que el resultado de Promorent sí que es positivo pero no llega a ser suficiente. Por todo ello, se obtiene una rentabilidad negativa de entorno al 6%. Si analizamos, brevemente las causas que han llevado a Entrecampos a tener unos resultados negativos, a la vista de la Cuenta de Explotación que presentan – Anexo 23 – observamos como el gran determinante es

el aumento de la partida “Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizado”. Si leemos la nota 5, para obtener mayor explicación, este deterioro se ha debido a las correcciones valorativas de algunos de los activos que componen la partida inversiones inmobiliarias. En la nota dice así:

“En cumplimiento de la normativa contable, la sociedad al final del ejercicio procede a la revisión del valor del inmovilizado para adecuarlo al valor de mercado”.

4.4.1.6. Estudio de la gestión del capital circulante.

Con este análisis se determinan los plazos medios de cobro a deudores y los plazos de financiación con que cuenta la empresa, para construir con ello los ciclos de maduración y de caja. El resultado de dicha gestión se manifiesta en el Fondo de Maniobra y en las Necesidades Operativas de Fondos.

Tabla 39. Gestión del activo circulante. Datos en euros.

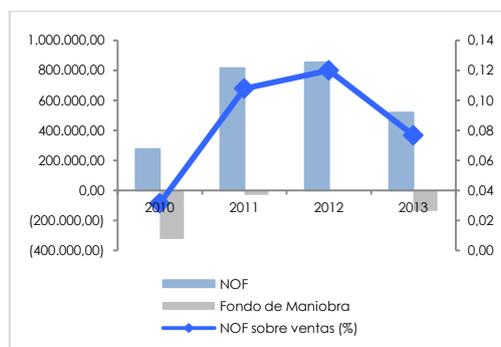
3. Gestión del capital circulante		2010	2011	2012	2013	2011/ 2010	2012/ 2011	2012/ 2012
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	Existencias+Clientes- Proveedores	273.628,66	814.558,02	851.646,05	519.728,68	540.929,36	37.088,03	(331.917,37)
NOF sobre ventas (%)	NOF / Ventas	0,03	0,11	0,12	0,08	0,08	0,01	(0,04)
Fondo de Maniobra	Activo Corriente - Pasivo Corriente	(322.747,58)	(28.757,71)	(2.106,98)	(135.787,30)	293.989,87	26.650,73	(133.680,32)
Pe: Periodo de Existencias (días)	$\frac{\text{Existencias} \times 365}{\text{Consumos}}$	36,96	19,83	23,78	24,84	(17,13)	3,95	1,06
Pc: Periodo medio de cobro (días)	$\frac{\text{Clientes} \times 365}{\text{Ventas}}$	35,44	51,82	68,81	47,16	16,38	16,98	(21,64)
Pp: Periodo medio de pago (días)	$\frac{\text{Proveedores} \times 365}{\text{Gastos y compras}}$	53,71	33,15	54,46	40,83	(20,56)	21,31	(13,63)
Ciclo de maduración (días)	Pe + Pc	72,40	71,65	92,59	72,00	(0,75)	20,93	(20,58)
Ciclo de caja (días)	Ciclo de maduración - Pp	18,69	38,50	38,12	31,17	19,81	(0,38)	(6,95)

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Las **Necesidades Operativas de Fondos**, son los fondos necesarios para financiar las operaciones corrientes de la empresa, presentan valores positivos debido a que la cifra de clientes es mayor que el volumen de deuda con proveedores. Aunque positivos, empeoran en 2013 como consecuencia de la gran disminución de los deudores comerciales, por lo que la situación de liquidez se ve ligeramente perjudicada. Tal y como hemos mencionado anteriormente el **Fondo de maniobra** este es negativo en todo el periodo analizado, en 2013 empeora respecto a 2012 debido a como se ha comentado al analizar la estructura patrimonial se han modificado al alza el periodo de pago a proveedores, incrementándose igualmente ligeramente el corto plazo del pasivo bancario. Por lo que, el activo fijo esta financiándose con exigible a corto plazo. Es de interés comparar el Fondo de Maniobra con las Necesidades

Operativas de Fondos. Cuando el $FM < NOF$, la empresa se encuentra teóricamente en una situación de escasez de liquidez. Si bien, como se ha visto a lo largo de todo el análisis, este no es el caso de Alsia SOCIMI S.A.

Gráfico 34. Evolución del NOF y Fondo de Maniobra de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

También es conveniente estudiar no sólo la relación entre el activo corriente y las deudas a corto plazo (fondo de maniobra) sino también las velocidades a las que se mueven estas masas patrimoniales (ciclo de maduración y de caja).

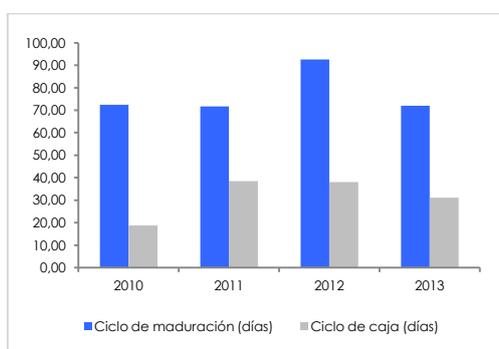
El número de días que la compañía tiene las existencias en el almacén (**Pe**) es de 25 y a priori parece un tanto excesivo para el tipo de existencias de las que se tratan. El tipo de existencias de la sociedad son exclusivamente las relacionadas con el hotel como por ejemplo alimentos y bebidas que se van a ofrecer en los diferentes restaurantes y cafeterías, en ningún caso se trata de inmuebles ya que como hemos comentado la empresa tan solo se dedica al arrendamiento, es por ello el valor tan insignificante que representa esta partida dentro de la estructura patrimonial. Una vez explicada la composición de las existencias, comentar que las existencias son tanto productos congelados que pueden estar más de un mes en almacén o de productos frescos que necesitan una rotación mayor.

El **periodo medio de cobro (Pc)** adquiere unos valores moderados a lo largo del periodo analizado. En 2013 los clientes tardan en pagar de media 48 días aproximadamente, plazo adecuado al tratarse cómo hemos señalado por una parte de un aparcamiento de rotación con una modalidad de pago prácticamente –contado–, y por otra de un establecimiento hotelero que en gran medida tiene una forma de pago similar, salvo como se ha señalado en otros puntos por la incidencia de turoperadores o agencia de reservas on line.

El **periodo medio de pago (Pp)** presenta valores similares a los del periodo medio de cobro. En 2012 se establece en 40 días, es decir, la empresa paga antes a sus proveedores que lo que tarda en cobrar de sus clientes. Si bien, al tratarse de una semana de diferencia, no se trata de una situación preocupante.

Al agregar el Pe y el Pc se calcula el **ciclo de maduración**, que toma valores positivos en todo el período de análisis, aumentando en 2012 debido al significativo aumento del periodo medio de cobro por el aumento de los clientes. En todo el periodo de análisis es positivo, lo que significa que el tiempo que transcurre desde que se compra la materia prima hasta que se efectúa el cobro de la venta es de 72 días en 2013. Si al ciclo de maduración le restamos el período medio de pago obtenemos el **ciclo de caja**, este se sitúa entre 19 y 32 días en el periodo analizado. Si analizamos este indicador con el Fondo de Maniobra todo parece indicar a priori que la empresa tiene problemas de equilibrio financiero (Ciclo de caja >0 y FM<0). No obstante, se lleva comentando a lo largo de todo el análisis que esto no refleja la realidad que vive la empresa.

Gráfico 35. Evolución del Ciclo de Maduración y Ciclo de Caja de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

4.4.1.7. Análisis de los ratios de rentabilidad

Para concluir con el análisis económico- financiero de Alsia SOCIMI S.A. se analizarán los rendimientos medios de las inversiones realizadas (Rentabilidad Económica), así como la rentabilidad de los capitales propios (Rentabilidad Financiera). El resultado obtenido de dicho análisis servirá como valor de referencia para los accionistas que deseen incorporarse a la sociedad una vez esta cotice en el Mercado Alternativo Bursátil.

Rentabilidad Económica.

Con la **rentabilidad económica** quedan relacionados los resultados económicos generados con las inversiones realizadas, determinando así el rendimiento del activo. En la tabla 10 quedan recogidos los valores de la rentabilidad económica obtenida para cada uno de los ejercicios analizados, así como la descomposición de la misma y los valores que toman cada uno de sus componentes (Rotación del Activo y Margen de Ventas) con objeto de determinar la estrategia seguida por Promociones Alsia SOCIMI S.A.

Tabla 40. Rentabilidad financiera y económica. Datos en porcentaje.

4. Ratios de rentabilidad		2010	2011	2012	2013	2011/2010	2012/2011	2012/2012
Rentabilidad financiera (%)	EBIT	9,27	4,77	5,11	4,89	(4,50)	0,34	(0,22)
	Patrimonio Neto							
Rentabilidad económica (%)	EBIT	7,79	5,36	5,90	5,27	(2,44)	0,54	(0,63)
	Activo total							
Margen	Resultado	0,27	0,20	0,23	0,21	(0,06)	0,03	(0,02)
	Ventas							
Rotación (x)	Ventas	0,29	0,26	0,25	0,25	(0,03)	(0,01)	(0,00)
	Activo total							
Apalancamiento financiero (x)	Activo / F.Propios	1,78	1,28	1,26	1,33	(0,50)	(0,01)	0,06
	BAI/EBIT							

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

En primer lugar, se observa como todo el periodo de análisis que el ratio que mayores valores presenta es el de rotación. Si bien, sigue una tendencia decreciente, ajustándose cada vez más al ratio del margen. Podemos afirmar pues que la empresa no sigue una estrategia definida ya que el ratio de rotación es solo ligeramente superior al margen. En su momento ya se comentó que tanto el hotel como el parking siguen en los últimos años una política de ajuste de precios para poder incentivar la demanda, con el fin de acoger al mayor número de clientes aunque se gane menos por unidad monetaria vendida.

En cuanto la evolución, la **rentabilidad económica** ha sufrido un fuerte desgaste desde 2010 hasta 2013, pasando de un 7,79% a tan solo un 5,27%. La causa principal de esta caída de la rentabilidad no es otra que la caída de las ventas del ejercicio. En 2010 se registraban valores entorno a los 8,7 millones de euros siendo en 2013 de 6,7 millones de euros. Esta caída tan acentuada de las ventas anula cualquier posible efecto que pudiera tener la menor cifra de activo registrada.

Como conclusión, pese a que rentabilidad económica haya ido disminuyéndose con el paso de los ejercicios esta sigue siendo mayor al coste de la deuda que hemos establecido como 3,055%. Véase apartado 4.5.1.4. Cálculo de la tasa de descuento, por lo que podemos concluir que la rentabilidad económica es adecuada para el coste medio ponderado del que dispone la empresa.

Rentabilidad Financiera.

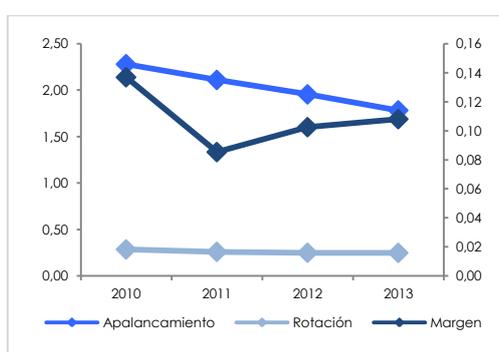
A continuación analizamos la rentabilidad financiera con la que se relacionan los resultados generados y las inversiones de socios. Al igual que en el ratio anterior, se descompone la rentabilidad financiera en el grado de apalancamiento. En la tabla x se recogen los valores obtenidos de la rentabilidad financiera para cada uno de los ejercicios analizados.

Vemos como la rentabilidad financiera en todos y cada uno de los ejercicios analizados es positiva, debido a la inexistencia de pérdidas en los resultados de los correspondientes ejercicios. No obstante, se sigue una tendencia decreciente que cada vez es mayor, la cual

deriva principalmente de las reducciones que se están produciendo en los resultados económicos, siendo la capacidad para generar resultados menor. Nos llama la atención, como en el año 2012 sufre una mejora de un 0,34% debida a la mejora del EBIT, ocasionado por una disminución de las amortizaciones.

Con independencia de las reducciones del EBIT que se dan a excepción del año 2012, el aumento del patrimonio neto también ha contribuido a la disminución de de la rentabilidad financiera. Parece extraño pensar que si los resultados después de impuesto son cada vez menores, el patrimonio neto siga aumentando. La única causa de este hecho es la base solida de reservas con la que cuenta la empresa, y la destinación integra de los resultados de cada uno de los ejercicios analizados a su aumento.

Gráfico 36. Evolución Apalancamiento, Rotación y Margen Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Atendiendo al **apalancamiento financiero**, toma un valor superior a la unidad en todos y cada uno de los ejercicios analizados pese a estar decreciendo progresivamente, excepto en 2013 que aumentado debido a la mejora de los efectos de gastos financieros. En base a los valores que este ratio toma se puede considerar la posibilidad de conseguir un efecto favorable en la rentabilidad financiera a través del endeudamiento. Para dar fuerza a esta hipótesis, realizaremos un pequeño análisis, viendo la estructura financiera y los costes y cargas existentes. En la tabla 11 se recoge el desglose del apalancamiento financiero a partir del cual se observa la relación existente entre deuda y los fondos propios, además del efecto que la carga financiera tiene sobre el resultado neto de explotación.

Tabla 41. Descomposición por conceptos del Apalancamiento Financiero.

	2010	2011	2012	2013
Cantidad de deuda: Activo/F.P	2,33	2,13	1,98	1,80
Efecto de G. Financieros: BAI/EBIT	0,76	0,60	0,64	0,74
TOTAL	1,78	1,28	1,26	1,33

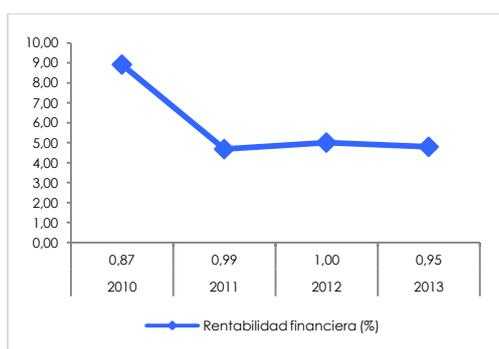
Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

El nivel de endeudamiento ya fue comentado en apartados anteriores llegando a la conclusión de que poseía un buen nivel de endeudamiento. Si nos centramos, pues, en el análisis del efecto de la carga financiera, derivada de parte de la deuda existente- aquella con coste – el resultado antes de impuestos tiene una buena cobertura para hacer frente estas deudas. Existe carga financiera en todos los ejercicios analizados y tiene su mayor efecto en 2011. No obstante el año que menor cobertura se tiene es en 2012, debido a la gran disminución de activo en la sociedad, a pesar de que los pasivos con coste se vieron reducidos. En 2013 se recupera parte de la cobertura que se había perdido durante 2011 y 2012. La mayor cobertura se debe en exclusiva a la gran contención de los gastos financieros en el último periodo que se han visto reducidos a la mitad.

Por último, pasaremos a comparar la rentabilidad financiera ofrecida por nuestra empresa en comparación con la rentabilidad de los activos financieros con riesgo. (Véase epígrafe 4.4.1.4. Cálculo de la tasa de descuento para más detalle). Se ha realizado una media del índice bursátil IBEX-35 en un periodo que abarca desde 1993 a 2013, y la rentabilidad media obtenida es de 7,74%. Si comparamos esta rentabilidad con la ofrecida por nuestra compañía, se observa como esta última es dos puntos porcentuales inferior a la mostrada por los activos con riesgo. Es normal que la rentabilidad que hemos obtenido a partir del IBEX sea mayor ya que este índice está formado por 35 compañías de diversos sectores económicos, siendo tan solo 9 de ellas relacionadas con el sector de la construcción (Abengoa S.A, Acciona S.A, ACS S.A, Arcelormittal, S.A entre otras).

Ahora bien, si consideramos las rentabilidades financieras de Promorent y Entrecampos., la rentabilidad alcanza valores negativos. La única razón de ello, es como hemos explicado en el epígrafe anterior los resultados negativos de Promorent que han visto muy perjudicada su rentabilidad financiera.

Gráfico 37. Evolución de la rentabilidad Financiera de Promociones Alsia SOCIMI S.A



Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Finalizado ya el correspondiente análisis económico-financiero de Promociones Alsia SOCIMI S.A., se consigue tener conocimiento de la situación en la que se encuentra la empresa objeto de estudio, así como, de las características de las empresas similares, en este caso las dos

únicas Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria en el Mercado Alternativo Bursátil. Para proceder a la conclusión de este capítulo, se expondrán las principales conclusiones extraídas:

Evolución de la compañía

A través de la representación gráfica del activo y del pasivo de la compañía se aprecia un crecimiento de 2010 a 2011, momento en el que la compañía se estanca y comienza su tendencia decreciente. El sector inmobiliario es un sector muy ligado a la economía, y dada la situación en la que se encuentra esta ahora, es de esperar que las **masas patrimoniales se vean afectadas negativamente**. No obstante, se espera que en 2014 se mejoren los valores del año anterior y comience un periodo de crecimiento sostenido.

Es importante destacar que pese a la situación que atraviesa el sector, Alsia ha conseguido mantener unos **resultados del ejercicio positivos**, y ello en parte a su correcta política de inversión en los activos que posee. Sin duda, la vinculación de uno de sus activos al sector turístico ha permitido sostener la cifra de ingresos.

Situación económico-financiera

En cuanto al análisis realizado sobre los Balances de Situación presentados hay que señalar en primer lugar como la empresa ha ido evolucionando hacia un mayor equilibrio económico-financiero. La capacidad para ir haciendo frente a las amortizaciones de los préstamos y la no necesidad de recurrir, por ahora, a mayor financiación ajena, hace que Alsia tienda hacia una estructura más capitalizada.

Observando los diferentes ratios calculados para el análisis de liquidez, a priori da la impresión de que la situación de liquidez de la empresa es ajustada y una parte significativa dependerá de la capacidad de los pago de los deudores. Si bien, las características del negocio hace que la gran parte de clientes que usen los servicios de la compañía paguen en el momento de la finalización del servicio – clientes que abandonan el hotel o el parking. Por lo que, Alsia no tendrá problema en hacer frente a sus obligaciones a corto plazo con sus activos más líquidos.

Por otro lado, la magnitud que representa la financiación ajena sobre la estructura financiera decrece conforme el transcurso de los años. La compañía presenta una estructura muy equilibrada con un predominio del pasivo no corriente que financia a la partida más importante de su activo a largo plazo – las inversiones inmobiliarias, todo ello en concordancia con el sector que sigue la misma tendencia. Por tanto, la situación de endeudamiento es favorable y se descarta la existencia de problemas de solvencia por parte de Promociones Alsia.

Otro aspecto a destacar es que la cifra de ventas es la principal fuente de ingresos y aunque esta presenta una tendencia decreciente en los últimos años, por la contracción de la demanda nacional sigue siendo suficiente para cubrir todos los gastos financieros y de explotación que genera la compañía. Si entramos en mayor detalle, nos llama la atención el porcentaje tan elevado que representan los gastos de personal de la compañía, siendo la media del sector mucho más inferior (un 26% frente al 8%). Esto se debe a una sencilla razón, la tipología de activo que se tiene en arrendamiento, que para el caso de Alsia presenta unas necesidades de personal mucho más elevadas.

La política comercial de Promociones Alsia, está siendo adecuada. Pese a que el periodo medio de cobro sea inferior al periodo medio de pago, no es preocupante ya que la diferencia es de 8 días y como se ha comentado a lo largo de todo el análisis la compañía no presenta problemas en el cobro final a sus clientes. En cuanto al periodo medio de existencias, a priori resulta ligeramente elevado para el tipo de compañía de la que se trata, pero como se explico en el correspondiente apartado se tratan exclusivamente de existencias relacionadas con el hotel – alimento, bebidas y otros productos para el acondicionamiento de las habitaciones.

Por otro lado, la empresa no sigue una estrategia definida ya que el ratio de rotación es solo ligeramente superior al margen. Matizamos que ambos activos inmobiliarios siguen en los últimos años una política de ajuste de precios para poder incentivar la demanda, así atraer a un mayor número de clientes y usuarios.

Por último, la rentabilidad obtenida por Alsia se encuentra entre la calculada para los activos con riesgo pertenecientes a las compañías del IBEX 35 y la de las compañías SOCIMI cotizadas. Consideramos que se trata de una rentabilidad muy buena para los tiempos que corren, teniendo muchas de las empresas resultados negativos de ejercicios, tal y como ha ocurrido con las SOCIMI- Promorent y Entrecampos.

A partir de este breve resumen queda recogido el diagnóstico completo que finalmente se ha obtenido de la situación de PROMOCIONES ALSIA SOCIMI S,A, junto con la situación que presentan las empresas del sector. Con ello se constituye la base que facilitará información a aquellos potenciales inversores que tengan inquietud por invertir en la compañía.

4.5. Valoración de los Fondos Propios de la Sociedad

El objeto del siguiente apartado es manifestar una opinión del valor de mercado, del precio razonable del mercado, de los fondos propios y las correspondientes acciones de la sociedad mercantil ALSIA S.A., en fecha 31 de diciembre de 2013.

La Sociedad ha encargado a Empresa X. una valoración independiente del negocio de la Sociedad con el fin de que sirva de orientación para determinar un primer precio de referencia para el inicio de la negociación de las acciones de la sociedad en el segmento de SOCIMIS del Mercado Alternativo Bursátil.

La valoración se fundamenta en metodologías generalmente aceptadas, con el conocimiento de que se trata de un valor teórico, aproximado al precio de mercado de las acciones, que no considera los componentes subjetivos y especulativos, entre otros, que intervienen en la composición del precio de cierre de cualquier operación de compraventa.

Se lleva a cabo bajo los principios de prudencia valorativa y de empresa en funcionamiento o gestión, considerando que el negocio tiene prácticamente una duración ilimitada. Por lo que, esta valoración no está llevada a cabo para determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su enajenación global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación.

Consideraciones.

Con la finalidad de encontrar un precio de adquisición de la empresa Promociones Alsia es necesario realizar una valoración de la compañía. La complejidad de determinar este valor requiere que se deban analizar los factores esenciales que afectan a su valor de mercado, considerando entre otros:

- Situación general de la economía y la situación específica del sector.
- Los resultados históricos de la empresa y su potencial para generar beneficios futuros.
- La estructura del capital de la empresa y su situación financiera.
- El riesgo implicado en la inversión, relacionado con: la estabilidad de los beneficios, la diversificación del negocio, la estructura del capital, la competencia y el potencial de mercado.

Existen en la práctica varios métodos de evaluación de empresas, para este caso en concreto se ha seleccionado el método del Descuento de Flujos de Caja (Discounted Cash Flow). Se trata de uno de los métodos que más se han utilizado en las últimas décadas para llevar a cabo la valoración de una empresa. Básicamente, este método consiste en la estimación de los flujos de caja que generará una empresa en el futuro para luego descontarlos a una tasa de descuento adecuada, en función de diferentes variables.

Sus principales ventajas son posibilitar el examen de los factores que crean valor para la empresa y reconocer de forma explícita el valor temporal del flujo de fondos que genera el negocio.

Desde este enfoque, el valor de la empresa en el mercado, a largo plazo, no depende de sus resultados contables sino que se corresponden con la actualización de los flujos de caja netos

de los que la empresa puede disponer para retribuir a los capitales propios y ajenos, una vez pagados los impuestos y efectuadas las inversiones de capital.

4.5.1. Método de Descuento de Flujos de Caja

4.5.1.1. Determinación del flujo de caja adecuado

De acuerdo con Pablo Fernández en su libro “Valoración de empresas” (2002), el primer paso que hay que dar una vez elegido el método de Descuento de Flujos de Caja es la determinación del flujo de caja que se utilizará en las proyecciones para luego descontarlo y obtener así el valor de compañía.

Entre los posibles flujos de caja que pueden considerarse, Pablo Fernández señala los siguientes:

- **CFd**: Flujo de fondos disponible para la deuda. Tiene por objeto determinar el valor de mercado actual de la deuda existente.
- **FCL**: Flujo de fondos libre (*free cash flow* o flujo de caja libre). Permite obtener directamente el valor total de la empresa (deuda y acciones).
- **CFac**: Flujo de fondos disponible para los accionistas. Permite obtener el valor de las acciones, que unido al valor de la deuda, permitirá establecer el valor total de la empresa.

Para llevar a cabo nuestra valoración, nos hemos decantado por el Flujo de Caja Libre (FCL), ya que es el más adecuado para calcular el valor total de la compañía. La tasa de descuento que debe utilizarse para el FCL es el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC, también conocido por sus siglas en inglés: WACC, de *Weighted Average Cost of Capital*).

El cálculo del Valor de la Empresa (VE) se realiza mediante la aplicación de la siguiente fórmula matemática:

$$VE = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FC_i}{(1+r)^i} + \frac{VC_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

FC_i = Importe de los flujos de caja libres en el año “i”.

r = Tasa de descuento para la actualización (CMPC o WACC “Post-Tax”)

n = Número de años del período de proyección de previsiones explícitas.

VC_n = Valor de continuidad de la Empresa en el año “n”.

4.5.1.2. Proyecciones financieras

El punto de partida del método del Descuento de Flujos de Caja se encuentra en la obtención de una proyección de los resultados de la compañía, que se utilizarán para calcular una serie de FCL y que posteriormente se descontarán a la tasa del CMPC.

La duración de la proyección o de previsiones explícitas se establece en 10 años, puesto que se ha considerado este periodo como adecuado a efectos de tener en cuenta las fluctuaciones cíclicas de la mayor parte de los negocios sin llegar a un mayor grado de incertidumbre que estaría causado por considerar un mayor número de años.

Tabla 42. Flujos de caja proyectados. (2014 a 2023), en euros.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	2013	2014	2015	2.016	2017	2.018	2019	2.020	2021	2.022	2.023
Cobros por Ingresos de Explotación											
Ingresos de Explotación	6.775.972,31	6.955.535,58	7.139.857,27	7.329.063,49	7.523.283,67	7.722.650,69	7.927.300,93	8.137.374,40	8.353.014,83	8.574.369,72	8.801.590,52
Otros Ingresos de Explotación	34.576,68	35.492,96	36.433,53	37.399,01	38.390,09	39.407,43	40.451,72	41.523,69	42.624,07	43.753,61	44.913,08
Total Cobros	6.810.548,99	6.991.028,54	7.176.290,79	7.366.462,50	7.561.673,76	7.762.058,11	7.967.752,65	8.178.898,10	8.395.638,90	8.618.123,33	8.846.503,60
Pagos por Gastos de Explotación											
Consumos y aprovisionamientos	729.522,75	748.855,10	768.699,76	789.070,31	809.980,67	831.445,16	853.478,45	876.095,63	899.312,17	923.143,94	947.607,25
Gastos de personal	1.788.377,69	1.835.769,70	1.884.417,60	1.934.354,66	1.985.615,06	2.038.233,86	2.092.247,06	2.147.691,60	2.204.605,43	2.263.027,48	2.322.997,70
Provisiones	13.194,15	13.543,79	13.902,71	14.271,13	14.649,31	15.037,52	15.436,01	15.845,07	16.264,96	16.695,98	17.138,43
Otros Gastos de Explotación	1.835.455,16	1.884.094,72	1.934.023,23	1.985.274,85	2.037.884,63	2.091.888,57	2.147.323,62	2.204.227,70	2.262.639,73	2.322.599,68	2.384.148,58
Total Pagos	4.366.549,75	4.482.263,32	4.601.043,30	4.722.970,94	4.848.129,67	4.976.605,11	5.108.485,15	5.243.860,00	5.382.822,29	5.525.467,08	5.671.891,96
Resultado Operativo (EBITDA)	2.443.999,24	2.508.765,22	2.575.247,50	2.643.491,56	2.713.544,08	2.785.453,00	2.859.267,51	2.935.038,09	3.012.816,60	3.092.656,24	3.174.611,63
Amortizaciones	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95
Resultado De Explotación (EBIT)	1.423.365,29	1.488.131,27	1.554.613,55	1.622.857,61	1.692.910,13	1.764.819,05	1.838.633,56	1.914.404,14	1.992.182,65	2.072.022,29	2.153.977,68
Impuestos Directos	427.009,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado Explotación Después Impuestos	996.355,70	1.488.131,27	1.554.613,55	1.622.857,61	1.692.910,13	1.764.819,05	1.838.633,56	1.914.404,14	1.992.182,65	2.072.022,29	2.153.977,68
Amortizaciones	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95
Cash Flow	2.016.989,65	2.508.765,22	2.575.247,50	2.643.491,56	2.713.544,08	2.785.453,00	2.859.267,51	2.935.038,09	3.012.816,60	3.092.656,24	3.174.611,63

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de las Cuentas Anuales

Hemos realizado una proyección de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias proyectada a 10 años para los años 2014 a 2023 ambos inclusive. Para llevarla a cabo hemos tenido en cuenta las siguientes hipótesis:

- Hemos tomado como base la Cuenta de Resultados del ejercicio 2013, por ser el último año ya finalizado.
- A partir de este ejercicio se ha supuesto un incremento anual de los Ingresos de Explotación, formados por el Importe neto de la cifra de negocios y por otros Ingresos de Explotación, del 2,65%. Este 2,65% está calculado en base a la tasa media de variación anual de inflación de los últimos 12 años (2002 -2013).
- Para los Gastos de Explotación se ha supuesto el mismo incremento que para los Ingresos de Explotación a partir del año 2013.
- Se ha supuesto una tasa impositiva del Impuesto de Sociedades del 0%, considerando que se aplicará todos los años el Régimen Especial de las SOCIMI.
- Las dotaciones para el inmovilizado se ha considerado que se mantendrán constantes a lo largo de los años proyectados.
- Se considera que todos los ingresos y los gastos se cobran o pagan en el año que se generan.

4.5.1.3. Cálculo de los Flujos de Caja Libre

Los Flujos de Caja Libre (FCL) representan aquellos fondos generados por las operaciones de la empresa, menos aquellos fondos necesarios para remunerar el capital circulante y para la compra del inmovilizado. Su cálculo se lleva a cabo de acuerdo con el siguiente esquema:

Tabla 43. Esquema para obtener el FCL.

Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)
(-)Impuesto sobre sociedades sobre EBIT
Resultado después de impuestos
(+)Amortizaciones
Flujo de Caja Bruto
(-)Incremento de NOF
(-)Inversión en Activo Fijo
Flujo de Caja Libre

Fuente: Elaboración propia

Donde:

- EBIT: El resultado contable de las operaciones típicas de la empresa, sin tener en cuenta los ingresos y gastos financieros.

- Impuesto sobre Sociedades sobre el EBIT: es la parte del Impuesto de Sociedades proporcional al EBIT. Será cero durante todos los años proyectados considerando la hipótesis de que mantiene el Régimen Especial.
- Amortizaciones: las dotaciones a la amortización anuales tal cual aparecen en la Cuenta de Resultados.
- Incremento del NOF: la inversión anual en las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). Las NOF se obtienen a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{NOF} = \text{Existencias} + \text{Clientes} - \text{Proveedores}$$

Para obtener los FCL proyectados, hemos fijado la inversión en NOF en 82.033,34 euros anuales, cifra que hemos obtenido al calcular el promedio de la inversión (incrementos y decrementos) anual entre los años 2010 y 2013 de los que se dispone el Balance.

- Inversión en Activo Fijo: la inversión neta en Inmovilizado. La valoración se realiza considerando la cartera inmobiliaria de la sociedad a fecha de valoración. Se asume que cada 5 años se invertirán 750.000 euros para la mejora de los activos en balance.

En la tabla siguiente pueden observarse los FCL de los ejercicios proyectados entre 2014 y 2023. Como paso intermedio aparece calculado el Flujo de Caja Bruto, que es el resultado después de impuesto más la suma de las amortizaciones. Se puede definir como la cantidad generada en el ejercicio para acometer las inversiones necesarias y para financiar las necesidades adicionales de capital circulante.

Tabla 44. Flujos de Caja Libre (2014-2023). Datos en euros.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)	1.423.365,29	1.488.131,27	1.554.613,55	1.622.857,61	1.692.910,13	1.764.819,05
(-) Impuesto sobre sociedades sobre EBIT	-427.009,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado después de impuestos	996.355,70	1.488.131,27	1.554.613,55	1.622.857,61	1.692.910,13	1.764.819,05
(+) Amortizaciones	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95
Flujo de Caja Bruto	2.016.989,65	2.508.765,22	2.575.247,50	2.643.491,56	2.713.544,08	2.785.453,00
(-) Incremento de NOF	82.033,34	82.033,34	82.033,34	82.033,34	82.033,34	82.033,34
(-) Inversión en Activo Fijo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	750.000,00
Flujo de Caja Libre	1.934.956,31	2.426.731,88	2.493.214,16	2.561.458,22	2.631.510,74	1.953.419,66

	2019	2.020	2021	2.022	2.023
Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)	1.838.633,56	1.914.404,14	1.992.182,65	2.072.022,29	2.153.977,68
(-)Impuesto sobre sociedades sobre EBIT	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado después de impuestos	1.838.633,56	1.914.404,14	1.992.182,65	2.072.022,29	2.153.977,68
(+)Amortizaciones	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95	1.020.633,95
Flujo de Caja Bruto	2.859.267,51	2.935.038,09	3.012.816,60	3.092.656,24	3.174.611,63
(-)Incremento de NOF	82.033,34	82.033,34	82.033,34	82.033,34	82.033,34
(-)Inversión en Activo Fijo	0,00	0,00	0,00	0,00	750.000,00
Flujo de Caja Libre	2.777.234,17	2.853.004,75	2.930.783,26	3.010.622,90	2.342.578,29

Fuente: Elaboración propia a partir datos de las Cuentas Anuales aportadas.

4.5.1.4. Cálculo de la tasa de descuento

Tal y como hemos mencionado anteriormente, la tasa que debemos utilizar para descontar los Flujos de Caja Libre estimados, así como el valor terminal de la compañía, debe ser el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC).

El cálculo del CMPC se lleva a cabo a partir de la siguiente expresión matemática:

$$\text{CMPC (K)} = K_d(d\%) + K_{rp}(r_p \%)$$

Donde $r_p\%$ y $d\%$ son la proporción de Fondos Propios y de Exigible sobre la estructura financiera del capital, y K_e y K_d representan el coste de los Fondos Propios y de la Deuda.

Asimismo, para hallar el coste financiero de los fondos propios (K_{rp}) se utiliza el modelo CAPM, que se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$K_{rp} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde R_m y R_f son las rentabilidades de activos financieros de mercado y libres de riesgo, respectivamente y β es un coeficiente de volatilidad que indica el riesgo de la empresa respecto del mercado. Para valores de la beta menores que uno, se supone que la sociedad analizada está sometida a un riesgo inferior al del mercado, mientras que para valores superiores a la unidad ocurre lo contrario. Un valor igual a la unidad le asignará a la empresa el mismo riesgo de mercado.

Tabla 45. Componentes para el cálculo de la Tasa de Descuento a 31/12/2013.

Tasa de Descuento (CMPC)	31/12/2013
Proporción recursos propios sobre total pasivo (rp%)	56,10%
Proporción recursos ajenos sobre total pasivo (d %)	43,90%
Coste de los recursos ajenos (Kd)	3,055%
Rentabilidad del mercado sin riesgo (Rf)	4,098%
Rentabilidad del mercado con riesgo(Rm)	7,740%
Risk Premium (Rm- Rf)	3,642%
Beta volatilidad	1,00
Rentabilidad exigida para las acciones (Krp)	7,740%
Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC)	5,683%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de las Cuentas Anuales aportadas.

En la tabla 6. Mostramos los valores utilizados para cada una de las variables implicadas en el cálculo del CMPC, así como el resultado final obtenido. Seguidamente pasamos a explicar de dónde se ha obtenido cada uno de esos valores, así como las hipótesis seguidas para su cálculo.

- **rp% y d%:** indican el porcentaje que representan los Fondos Propios y el Exigible Total dentro de la estructura financiera. Se han obtenido a partir del Balance de Situación del ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2013.
- **K_d:** el coste de los recursos ajenos se ha establecido en un 3,055% de acuerdo con el coste medio ponderado de la deuda que tiene la empresa.

Tabla 46. Coste de los recursos ajenos.

Importe préstamo (saldos a 31/12/2013)	Peso%	Tipo interés	Tipo interés ponderado
6.613.649,53	58,74%	3,055%	1,795%
4.645.315,67	41,26%	3,055%	1,260%
11.258.965,20	100,00%		3,055%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de las Cuentas Anuales aportadas.

- **R_f:** la rentabilidad de los activos financieros libres de riesgo se ha fijado en un 4,098% que corresponde con la rentabilidad de la última emisión de Obligaciones del Estado a 10 años, en fecha 19 de diciembre de 2013. Se ha utilizado la Deuda Pública como referencia por ser activos financieros con un nivel de riesgo prácticamente nulo.
- **R_m:** la rentabilidad de los activos financieros con riesgo se ha determinado como la rentabilidad media del índice bursátil IBEX-35 entre los ejercicios 1993-2013, ambos inclusive. Para ello se ha utilizado el último valor de cierre del índice en cada ejercicio y

se ha calculado el promedio de su rentabilidad anual. Utilizamos la premisa de que el comportamiento pasado del mercado proporciona el mejor indicador del futuro comportamiento del mercado. Asimismo, hemos elegido un largo periodo de tiempo, con el fin de incorporar varios ciclos económicos. En la tabla 46 mostramos los datos utilizados así como el resultado obtenido.

Tabla 47. Evolución del IBEX desde 1993 a 2013

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
3.567,60	3.087,70	3.630,80	5.154,80	7.255,40	9.836,60	11.641,40	9.109,80	8.397,60
-	-13,45%	17,59%	41,97%	40,75%	35,58%	18,35%	-21,75%	-7,82%

2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Promedio
6.036,90	7.737,20	9.080,80	10.733,90	14.146,50	15.182,30	9.195,80	11.940,00	9.859,10	8.566,30	8.167,50	9.916,70	
-28,11%	28,17%	17,37%	18,20%	31,79%	7,32%	-39,43%	29,84%	-17,43%	-13,11%	-4,66%	21,42%	7,74%

Fuente: Elaboración propia a partir datos de Yahoo Finance.

- **Risk Premium:** o prima sobre el riesgo, representa la rentabilidad adicional que ofrece el mercado respecto de los activos libres de riesgo. Se calcula como la resta entre R_m y R_f .
- **Beta de volatilidad:** se ha fijado un valor de 1 como la beta de la empresa. Las causas que nos han motivado a ello son: la empresa no cotiza en bolsa, y a falta de referencias bursátiles suficientes de compañías que desarrollen su misma actividad, supondremos que el riesgo de la actividad económica del negocio – arrendamiento inmobiliario – sigue un comportamiento similar al del mercado.

A partir de la información anterior y aplicando el modelo CAPM hemos obtenido la rentabilidad exigida a las acciones (k_{rp}), que será de un 7,74%. Utilizando esta última en el modelo CMPC hemos hallado la tasa de descuento que emplearemos para descontar la serie de Flujos de Caja Libre Proyectados con anterioridad, cuyo valor es 5,683%.

4.5.1.5. Descuento de los Flujos de Caja Libre

Una vez disponemos de la proyección de los FCL y de la tasa de descuento apropiada continuaremos actualizando el valor de los flujos futuros esperados.

Para descontar los FCL utilizaremos la expresión matemática del Valor Actual Neto (VAN):

$$VAN = \frac{FCL_1}{(1+k)} + \frac{FCL_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCL_n}{(1+k)^n}$$

Donde FCL_i son los Flujos de Caja Libre proyectados y k es la tasa de descuento calculada anteriormente (CMPC = 5,683%).

Aplicando la fórmula del VAN a la serie de FCL para los ejercicios 2014 – 2023 obtenemos el siguiente valor descontado:

Valor de los FCL descontados al CMPC (5,683%) = **19.282.715,12 euros**.

4.5.1.6. Estimación del Valor de Continuación

El valor de Continuidad es el valor atribuido a la empresa en funcionamiento a partir del último periodo de proyección.

Procederemos al cálculo del valor de continuación con el método de “Capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros”. Una vez hallado este valor, habrá que actualizarlo al momento en el que se esté realizando la valoración aplicando, por lo general, la misma tasa de descuento que aplicamos a los flujos del período proyectado, en nuestro caso el CMPC.

La expresión matemática que utilizaremos será la siguiente:

$$FC_n = \frac{FC_n(1 + g)}{(k - g)}$$

Siendo,

- $FC_n(1 + g)$: el flujo de caja libre en el ejercicio posterior al último proyectado (2023).
- g : la tasa de crecimiento perpetuo de los Flujos de Caja Libre desde el final del periodo proyectado hasta el infinito. Hemos supuesto que los flujos de caja seguirán creciendo de manera constante al 2%, que es una tasa de crecimiento prudente, que se sitúa por debajo de la inflación, calculada en base a la tasa media de variación anual de inflación de los últimos 12 años (2002 -2013).
- k : la tasa de descuento, que en nuestro caso será el CMPC (5,683%).

Aplicando la fórmula obtenemos el siguiente valor:

Valor de Continuación de la empresa = 64.877.270,18 euros.

Una vez calculado el valor de continuación de Promociones Alsia SOCIMI S.A tendremos que descontarlo al CMPC, obteniendo el siguiente resultado:

Valor de continuación descontado al CMPC (5,683%) = 37.328.560,10 euros,

Finalmente, tras haber descontado la serie de FCL proyectados, así como el valor de continuación al CMPC podemos obtener el valor total de la empresa, que sería la suma de las dos cifras anteriores:

Tabla 48. Valor total de la sociedad.

	Proyección a 10 años
Valor actual de los flujos de caja libres (Descontados al CMPC)	19.282.715,12
Valor de continuación	64.877.270,18
Valor actual del valor de continuación (Descontado al CMPC)	37.328.560,10
Valor Total de la Sociedad	56.611.275,22

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 9 se aprecia el Valor total de la sociedad, que asciende a 56.611.275,22 euros. Adicionalmente hemos incluido el Valor de los Fondos Propios, que se calcularía restando al valor total de la compañía el volumen total del exigible con coste de esta. En nuestro caso, la deuda financiera asciende a 11.316.485,94 euros. Así, el valor de los Fondos Propios se quedaría en 45.294.789,28 euros.

4.5.1.7. Análisis de sensibilidad de los parámetros fundamentales.

La valoración por el método del descuento de flujos de caja puede analizarse desde el punto de vista de las variaciones del valor de la empresa como resultado del empleo de unos y otros parámetros fundamentales.

Para realizar dicha evaluación es posible plantear diversos escenarios que llevan a obtener sus correspondientes rangos de valores.

Para cada “tipo” de escenario, prudente, normal u optimista, se predeterminan los parámetros fundamentales:

- La tasa de crecimiento medio “real” de los flujos libres de caja.
- La tasa de coste medio ponderado del capital (WACC), derivada del empleo de la prima de riesgo “beta”.

La aplicación de estos indicadores y la ponderación del escenario nos lleva a obtener los rangos de valores de ALSIA SOCIMI, S.A.

4.5.1.7.1. Análisis de sensibilidad

Tras haber llevado a cabo la valoración de la compañía, a partir de una serie de hipótesis y suposiciones más o menos probables, procederemos a la realización de un análisis de sensibilidad, planteando diversos escenarios que llevan a obtener sus correspondientes rangos de valores.

Como punto de partida consideraremos la valoración obtenida como el “escenario base”, que utilizaremos como referencia. Sobre el mismo realizaremos una serie de pequeñas modificaciones con el fin de observar la variación que se produce en el cálculo del valor de los flujos de caja esperados en el futuro.

El análisis de sensibilidad lo realizaremos sobre tres variables:

- El crecimiento de los flujos de cobros y pagos durante el periodo proyectado.
- La tasa de crecimiento perpetuo de los flujos libres de caja tras el periodo proyectado (g).
- La tasa de coste medio ponderado del capital (WACC), derivada del empleo de la prima de riesgo “beta”.

En primer lugar, realizaremos un análisis de sensibilidad, en el que realizaremos una serie de pequeñas variaciones en cada una de las variables estudiadas, dejando el resto sin modificar. Así podremos determinar la respuesta que ofrece nuestro modelo de valoración frente a los cambios en algunas de sus variables.

Para estudiar cada una de las variables seleccionadas, hemos incrementado el valor que aparecía en el escenario original en 0,5 puntos porcentuales. Así, hemos obtenido una serie de valores a partir de los cuales hemos vuelto a calcular el valor de la compañía. Adicionalmente, hemos realizado el cálculo del incremento de dicho valor a medida que se modificada cada variables, tanto en términos absolutos como en términos relativos.

La aplicación de estos indicadores y la ponderación del escenario nos llevan a obtener los rangos de valores de Promociones Alsia SOCIMI, S.A.

La primera variable que analizaremos es el **crecimiento de los flujos de explotación** en el periodo proyectado entre 2014 y 2023. En la tabla 10 hemos recogido los diferentes valores de la compañía que hemos obtenido con cada valor del crecimiento de las rentas estimado, junto con sus incrementos absolutos y relativos al incrementarse en un 0,5% la variable estudiada.

Tabla 49. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos de los flujos de explotación.

Crecimiento Rentas	Valor compañía	Incremento absoluto	Incremento relativo
1,15%	55.321.530,86	-	-
1,65%	55.740.626,30	419.095,44	0,76%
2,15%	56.170.449,72	429.823,42	0,77%
2,65%	56.611.275,22	440.825,50	0,78%
3,15%	57.063.383,34	452.108,12	0,80%
3,65%	57.527.061,19	463.677,85	0,81%
4,15%	58.002.606,56	475.545,37	0,83%

Fuente: Elaboración propia

Si nos fijamos en la columna del incremento en términos absolutos, podemos apreciar que al pasar de un crecimiento de las ventas de un 1,15% a un 1,65%, el valor de la empresa aumenta en 419.095,44 euros. Este incremento se va haciendo cada vez mayor en términos absolutos a medida que nos movemos en crecimientos de ventas más elevados. En el último escalón analizado, al pasar del 3,65% al 4,15%, el incremento es de 475.545,37 euros.

La valoración de la empresa también crece cada vez más en términos relativos, partiendo de un 0,76% en el primer tramo hasta finalizar con un incremento del 0,83% al pasar de unas ventas del 3,65% al 4,15%.

En segundo lugar estudiaremos la sensibilidad de nuestro modelo original frente a variaciones de un 0,5% del crecimiento perpetuo (g). En la tabla 11, se recogen los distintos valores de la compañía obtenidos.

Tabla 50. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos de "g"

Crecimiento "g"	Valor compañía	Incremento absoluto	Incremento relativo
0,50%	45.418.024,05	-	-
1,00%	48.352.378,38	2.934.354,33	6,4608%
1,50%	51.988.227,90	3.635.849,52	7,5195%
2,00%	56.611.275,22	4.623.047,32	8,8925%
2,50%	62.686.740,80	6.075.465,58	10,7319%
3,00%	71.026.636,34	8.339.895,54	13,3041%
3,50%	83.186.914,63	12.160.278,29	17,1207%

Fuente: Elaboración propia

Tal y como se puede observar, a medida que aumentamos la g, el incremento del valor de la compañía es cada vez mayor, tanto en términos absolutos como en relativos. En el primer escalón, al pasar de una g del 0,50% a una del 1%, el valor de la compañía se incrementa en 2.934.354,33 euros, un 6,46% en términos relativos. En la última variación considerada, cuando pasamos de una g del 3% a una del 3,50%, el incremento es de 12.160.278,29 euros, un 17,12% en términos relativos, que dista bastante de la cantidad tomada como base, donde g es igual 2%.

El análisis de la tercera variable considerada, la tasa de descuento (CMPC), aparece en la tabla siguiente.

Tabla 51. Distintos valores de la compañía para distintos crecimientos de CMPC

Crecimiento "CMPC"	Valor compañía	Incremento absoluto	Incremento relativo
7,183%	40.980.990,13	-	-
6,683%	45.092.066,54	4.111.076,41	10,0317%
6,183%	50.171.072,77	5.079.006,23	11,2636%
5,683%	56.611.275,22	6.440.202,45	12,8365%
5,183%	65.052.977,67	8.441.702,45	14,9117%
4,683%	76.613.703,73	11.560.726,06	17,7712%
4,183%	93.434.708,43	16.821.004,70	21,9556%

Fuente: Elaboración propia

Las variaciones de la tasa de descuento tienen un efecto inverso al observado en las variables anteriores, si el CMPC se incrementa, el valor de la compañía se reduce. Como podemos observar, al reducir la tasa de descuento de 7,183% a 6,683%, la valoración se incrementa en 4.111.076,41 euros, un 10,03% en términos relativos. Con cada reducción sucesiva de la tasa de descuento, el incremento del valor de la compañía aumenta. La valoración más reducida de la compañía en este escenario sería de 40.980.990,13 euros, es decir, 15,5 millones de euros menos que el escenario base.

Tras haber estudiado la sensibilidad de nuestro modelo de valoración frente a modificaciones de cada una de las tres variables por separado, podemos determinar que de entre las mismas, la que más parece afectar al valor de la compañía es la tasa de descuento, con una variación mínima del 10,03% y una máxima del 21,96%. En segundo lugar quedaría el crecimiento perpetuo de flujos libres de caja (g), con una variación mínima del 6,46% y una máxima del 17,12%. En último lugar quedaría el crecimiento del número de actualización en el periodo proyectado, con una variación máxima del 0,76% y mínima del 0,83%.

A continuación, hemos decidido establecer tres escenarios diferentes, más o menos probables, para cada una de las variables estudiadas: el escenario base, con el valor que hemos utilizado en nuestro modelo original, un escenario pesimista, donde la variable tomará un valor que afectará negativamente a la valoración de la compañía, y un escenario pesimista, donde la variable tomará un valor que afectará negativamente a la valoración de la compañía, y un escenario optimista, en el que daremos a la variable un valor que incremente su valoración.

Tabla 52. Escenarios para el crecimiento de los flujos de explotación.

	Crecimiento de ventas	Valor de la compañía
Escenario Pesimista	1,15%	55.321.530,86
Escenario Base	2,65%	56.611.275,22
Escenario Optimista	4,15%	58.002.606,56

Fuente: Elaboración propia

Tabla 53. Escenarios para el crecimiento del parámetro "g"

	"g"	Valor de la compañía
Escenario Pesimista	0,50%	45.418.024,05
Escenario Base	2,00%	56.611.275,22
Escenario Optimista	3,50%	83.186.914,63

Fuente: Elaboración propia

Tabla 54. Escenarios para el crecimiento del coste medio ponderado de capital.

	CMPC	Valor de la compañía
Escenario Pesimista	7,183%	40.980.990,13
Escenario Base	5,683%	56.611.275,22
Escenario Optimista	4,183%	93.434.708,43

Fuente: Elaboración propia

Como podemos observar, hemos escogido los valores calculados anteriormente creando así los 3 escenarios. Aunque, podemos hacernos una idea de lo sensible que es el modelo ante cambios, más o menos pronunciados en sus variables, vamos a realizar una combinación de las modificaciones realizadas en las diferentes variables para así poder obtener un rango de variaciones más amplio. Con ello, podremos determinar de manera más concreta el valor de la compañía, y por tanto el precio de las acciones que cotizarán en el MAB.

En la tabla 16 hemos recogido todas las combinaciones posibles en función de las modificaciones efectuadas en las tres variables seleccionadas: el crecimiento de las ventas, el crecimiento perpetuo de los flujos de caja tras el periodo proyectado y la tasa de descuento de nuestro modelo.

Tabla 55. Escenarios con la combinación de las tres variables y sus respectivas variaciones.

Crecimiento Ventas	g	CMPC	Valor compañía
1,15%	0,50%	7,183%	34.364.001,88
1,15%	0,50%	5,683%	44.128.279,69
1,15%	0,50%	4,183%	61.801.246,91
1,15%	2,00%	7,183%	39.797.750,30
1,15%	2,00%	5,683%	55.321.530,86
1,15%	2,00%	4,183%	92.025.681,73
1,15%	3,50%	7,183%	49.657.576,76
1,15%	3,50%	5,683%	81.897.170,27
1,15%	3,50%	4,183%	255.007.516,92
2,65%	0,50%	7,183%	35.547.241,70
2,65%	0,50%	5,683%	45.418.024,05
2,65%	0,50%	4,183%	63.210.273,61
2,65%	2,00%	7,183%	40.980.990,13
2,65%	2,00%	5,683%	56.611.275,22
2,65%	2,00%	4,183%	93.434.708,43
2,65%	3,50%	7,183%	50.840.816,54
2,65%	3,50%	5,683%	83.186.914,63
2,65%	3,50%	4,183%	256.416.543,62
4,15%	0,50%	7,183%	36.822.335,82

4,15%	0,50%	5,683%	46.809.351,39
4,15%	0,50%	4,183%	64.731.872,99
4,15%	2,00%	7,183%	42.256.084,24
4,15%	2,00%	5,683%	58.002.602,56
4,15%	2,00%	4,183%	94.956.307,80
4,15%	3,50%	7,183%	52.115.910,66
4,15%	3,50%	5,683%	84.578.241,97
4,15%	3,50%	4,183%	257.938.143,00
		Promedio	80.661.421,99
		Desviación típica	65.951.418,51

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar, hemos obtenido un valor mínimo de 34.364.001,88 euros cuando se han conjugado las condiciones más desfavorables (crecimiento de las ventas al 1,15%, crecimiento perpetuo al 0,50% y la tasa de descuento al 7,183%) para cada una de las variables analizadas. Si, por el contrario, se alinean las condiciones más favorables (crecimiento de ventas al 4,15%, crecimiento perpetuo al 3,50% y la tasa de descuento más baja de las tres opciones) obtenemos el valor máximo del análisis 257.938.143,00 euros. El valor del escenario base aparece resaltado en azul a mitad de la tabla, alcanzando los 56.611.275,22 euros.

Adicionalmente, hemos calculado el promedio de todas las valoraciones obtenidas, que se sitúa en 80.661.421,99 euros, algo por encima del valor obtenido en nuestro modelo original. La desviación típica de esta serie de datos es de 65.951.418,51 euros.

4.5.1.7.1.1. Conclusiones

Tras analizar los distintos escenarios a los que se podría enfrentar la compañía, llegamos a la conclusión de que hay valores anómalos que nunca se podrían dar en la realidad, por ejemplo una valoración actual de la compañía de 257 millones de euros. Por lo que consideramos que lo más sensato a la hora de emitir las acciones a negociación será usar el escenario base inicial, con unas hipótesis que tiene alta probabilidad de ocurrencia.

Por tanto, y para concluir tomaremos como valor de la compañía el valor total de 56.611.275,22 euros.

4.6. Condiciones de la Oferta Pública de Suscripción y de la Oferta Pública de Venta.

4.6.1. Oferta Pública de Suscripción(OPS).

La sociedad tiene prevista efectuará una Oferta Pública de Suscripción –OPS–, dirigida al tramo de inversores cualificados, al objeto de dar cumplimiento al acuerdo suscrito el 1 Octubre 2.013, por el que el Órgano de Administración de la Sociedad suscribió un contrato de inversión con Global Investment Ltd., por un importe máximo de **20.000.000 euros**, que debería materializarse en el plazo máximo de un año contado desde la fecha indicada.

El señalado contrato fijaba igualmente que el inversor tomaría como máximo una participación del 25% de la sociedad.

Así tras la obtención de los fondos propios de la compañía, que como se ha indicado en otro capítulo asciende a 45.294.789,28 euros, la necesaria ampliación de capital para dar cumplimiento a la OPS, se realizara mediante la emisión de un total de 500.000 nuevas acciones de 5 euros de capital nominal cada una.

Y para mantener la paridad entre todos los accionistas que conformaran el capital social, las nuevas acciones se emitirán con una prima de emisión del 382,36%, equivalente a 19,16 euros por acción nueva.

Tabla 56. Fondos Propios

Valoración de los fondos propios	45.294.789,28
Acciones a emitir	2.000.000,00
Valor acción	22,647

Fuente: Elaboración propia

Como se observa en la tabla anterior, se toma de base para el valor final de las acciones el valor de los fondos propios de la compañía que se ha realizado en el punto anterior. Las acciones de la sociedad en un principio eran 2.000.000, con un valor nominal de 5 euros cada una, resultante en un capital social de 10.000.000 euros.

Con estos cálculos el valor de la acción tendría que estar entorno a los 22,647 euros por acción, redondearemos a 22,7 euros por acción. Considerando que el valor nominal de las acciones es de 5 euros, el valor de la prima ascendería a 17,70 euros/acción, es decir, un valor final de 22,70 euros/acción. No obstante, con el fin de atraer mayores inversores tanto en la Oferta Pública de Suscripción como en la Oferta Pública de Venta se pacta un descuento de un 20% sobre la prima emisión. Por tanto, se emite las nuevas acciones a un precio de emisión de 19,16€ euros/acción, siendo el valor nominal de 5 €/acción y la nueva prima de emisión de 14,16 €/acción.

Finalmente, se decidio que la ampliación de capital sería de un 20 por cien de la compañía, emitiendo así pues, 500.000 acciones.

Tabla 57. Oferta Pública de Suscripción

Ampliación	
Acciones	500.000,00
VN	5,00 (€/acc)
PE	17,70 (€/acc)
PE con descuento	14,16 (€/acc)
TOTAL	9.580.000

Fuente: Elaboración propia

Tras materializarse la ampliación de capital Global Investment Ltd, su participación en la sociedad será del 20%, y la compañía dispondrá de una liquidez adicional de 9,58 millones de euros con la que poder desarrollar su estrategia inversora de futuro.

4.6.2. Oferta Pública de Venta(OPV).

Los accionistas de referencia, entendiéndose como tales aquellos que ostentan una participación igual o superior al 5%, han decidido poner a disposición del Proveedor Liquidez un total de 500.000 acciones de la sociedad, con un valor de mercado de más de 9 millones de euros.

La operativa será la misma que la explicada para la Oferta Pública de Suscripción, con los mismos valores de emisión y por lo tanto con el mismo importe de financiación obtenida. Si bien, podemos destacar que la diferencia entre un proceso y otro es bastante grande ya que en la OPS – los fondos van a pasar a la sociedad, mientras que en la OPV los fondos permanecerán en manos de los accionistas.

Tabla 58. Oferta Pública de Venta.

Ampliación (€)	
Acciones	500.000
VN	5,00 (€/acc)
PE	17,70 (€/acc)
PE con descuento	14,16 (€/acc)
TOTAL	9.580.000

Fuente: Elaboración propia

Por último en la tabla siguiente, se ofrece una clasificación de los socios antes de que la compañía realizase la OPS y OPV y después.

Tabla 59. Composición del accionariado antes de la OPS y OPV

Antes SOCIMI- Número de acciones		
TEPLODAR Inversiones S.L.	700.000	35,000%
Promociones MAESTAN S.L.U.	700.000	35,000%
Inversiones Río Turia S.L.	340.000	17,000%
Urbanizadora Costa Cálida S.A.	200.000	10,000%
Desarrollos del Sudeste S.L.	60.000	3,000%
Participaciones	2.000.000	100,000%

Fuente: Elaboración propia

La compañía antes de la constitución de ALSIA como SOCIMI, tenía dos socios mayoritarios con un importe del 35% del capital y tres socios minoritarios como un 17%,13% y 3%, respectivamente. Con un total de 2 millones de acciones de 5 euros de valor nominal.

Tabla 60. Composición del accionariado una vez realizadas la OPS y OPV

Accionistas finales – Número de acciones.				
	1	2	3	%/total
TEPLODAR Inversiones S.L.	700.000	700.000	519.588	20,784%
Promociones MAESTAN S.L.U.	700.000	700.000	519.588	20,784%
Inversiones Rio Turia S.L.	340.000	340.000	252.371	10,095%
Urbanizadora Costa Cálida S.A.	200.000	200.000	148.453	5,938%
Desarrollos del Sudeste S.L.	60.000	60.000	60.000	2,400%
Fondo Inversiones		500.000	500.000	20,000%
Accionistas MAB			500.000	20,000%
Total	2.000.000	2.500.000	2.500.000	100,000%

Fuente: Elaboración propia

Tras realizarse la OPS (paso 2) se incorpora un nuevo socio – Fondo de Inversiones - con un montante de 500.000 acciones, siendo entonces el total de acciones de la compañía 2.500.000. Esto a priori perjudicaría a los socios ya que pasarían a tener un importe menor del total de la compañía. Los socios mayoritarios, continuarían siéndolo pero con un importe bastante inferior al anterior. Por ello, se realiza una emisión con una prima de 14,16, que irá a reservas compensando así los posibles perjuicios ocasionados a los primeros accionistas.

Tabla 61. Composición del accionariado una vez realizadas la OPS – Segundo paso.

TEPLODAR Inversiones S.L.	28,00%
Promociones MAESTAN S.L.U.	28,00%
Inversiones Rio Turia S.L.	13,60%
Urbanizadora Costa Cálida S.A.	8,00%
Desarrollos del Sudeste S.L.	2,40%
Fondo Inversiones	20,00%
Total	100,00%

Fuente: Elaboración propia

A continuación se realizaría la OPV (paso 3), donde las acciones se emitirían a cotización en el MAB. Los accionistas, dado que a priori ninguno adquiere más de un 5% de las acciones emitidas y ya que no consideramos oportuno a efectos de este TFC desglosar cada componente de este grupo de accionistas, consideraremos en general que representan un 20% de la sociedad. Si bien, saber que el grupo está integrado por muchos pequeños accionistas poco significativos.

Véase la composición última se encuentra recogida en la cuarta columna de la tabla 20 Los accionistas mayoritarios, siguen siéndolo pero esta vez con una participación más ajustada al de los otros accionistas, seguidos por el Fondo de Inversión.

4.6.3. Limitaciones a la transmisión de acciones.

Como consecuencia de la Oferta Pública de Venta –OPV, los accionistas de control y referencia de la sociedad han pactado con esta, que limitan tanto la transmisión de acciones como la pignoración de las mismas al igual que la concesión de opción de compra, o de cualquier otro instrumento que pudiera dar derecho a la adquisición de acciones de la sociedad, por plazo de un año contado desde la fecha de admisión a negociación de la SOCIMI en el MAB.

4.7. Descripción de los activos inmobiliarios

4.7.1. Descripción general.

La sociedad mantiene en su activo dos activos inmobiliarios de carácter singular. Las características básicas a fecha 31 Diciembre de 2013 son:

Tabla 62. Resumen de los activos inmobiliarios de la compañía.

Activos Inmobiliarios	Superficie (m2)	Situación	Renta Mensual (euros)
Finca 1. Parking Valencia	74.387	Alquilados- Abonados y Rotación	254.900
Finca 2. Hotel 4 estrellas en Calpe (Alicante)	14.161	Ingresos Alojamiento, Restauración y Otros	309.600

Fuente: Elaboración propia

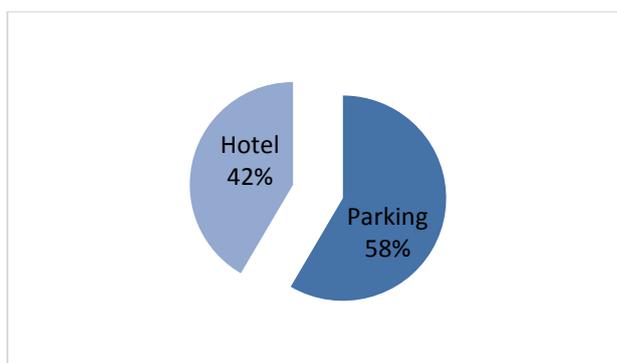
El valor actual de mercado, según la tasación que se realiza a continuación, de cada activo que compone la cartera es:

Tabla 63. Valor Estimado de Mercado de los activos inmobiliarios.

Inmovilizado	Valor Estimado de Mercado
Finca 1. Parking Valencia	32.017.414,90
Finca 2. Hotel 4 estrellas en Calpe (Alicante)	22.781.931,20

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 38. Distribución de la cartera por tipología – según valor de activos.



Fuente: Elaboración propia

A continuación, procederemos al cálculo del valor estimado de mercado de los dos inmuebles, mediante la correspondiente tasación.

Tasación.

Para la determinación del valor de mercado de los inmuebles hemos procedido al uso del método de actualización de rentas también denominado por las Normas Internacionales de Valoración (NIV) enfoque de capitalización de rentas y por las Normas Europeas de Valoración enfoque de renta. Es un método de amplia utilización para valorar cualquier bien que produzca ingresos y gastos durante un periodo determinado.

El método de actualización de rentas las NIV se define como un enfoque comparativo del valor basado en información de los ingresos del bien objeto de valoración y por el que se estima el valor a través de un proceso de capitalización. Por el contrario, las Normas Europeas de Valoración lo definen como una forma de análisis de inversiones. Está basado en la capacidad del inmueble para generar beneficios y en la conversión de estos beneficios al valor actual. Por lo tanto, el fundamento del método es que el valor de un bien económico es igual a la suma del valor actual de los flujos de caja futuros que el bien pueda generar para su propietario. Su cálculo se realiza con la siguiente fórmula:

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+r)^i} + \frac{\text{Valor de reversión}}{(1+r)^n}$$

Siendo,

VA = Valor actual.

FC_i = Flujos de Caja en el momento i.

r = Tipo de actualización elegido.

n = número de periodos de tiempo desde la tasación hasta el final del periodo de estimación de los Flujos de Caja esperados.

Para la utilización del método de actualización, será necesario que se cumpla al menos uno de los siguientes requisitos:

- La existencia de un mercado de comparables en alquiler.
- La existencia de un contrato de arrendamiento sobre el inmueble objeto de valoración.
- Si el inmueble a valorar está produciendo o puede producir ingresos por estar ligado a una actividad económica, que existan suficientes datos contables de la explotación o bien suficiente información sobre el sector de actividad correspondiente.

Procedimiento de cálculo.

El procedimiento de cálculo es el siguiente:

- Se estiman los flujos de caja.
- Se estima el valor de reversión.
- Se elige el tipo de actualización
- Se aplica la fórmula de cálculo vista en el punto anterior.

Se entenderá por flujos de caja, los cobros menos los pagos futuros propios del inmueble objeto de valoración. Se calcularán en unidades monetarias del año a que se refiera el valor de la tasación, sin tener en cuenta, por tanto, el efecto inflacionista y se utilizarán las hipótesis más probables para determinar sus cuantías y las fechas en que se realizarán los cobros y los pagos. Para su cálculo se consideran varios supuestos.

i. Flujos de caja de los inmuebles con mercado de alquileres.

Este supuesto se considerará cuando exista un mercado de alquiler independientemente de la situación del inmueble a tasar (alquilado o no). Los flujos de caja se estimarán a lo largo de la vida útil del inmueble y para ello se tendrá en cuenta:

- Los cobros normales que se obtienen en inmuebles comparables en dicho mercado.
- El porcentaje de ocupación actual y prevista en el futuro de los inmuebles alquilados.
- Las disposiciones legales o cláusulas contractuales (renta, revisiones, plazo, etc.) que afecten exclusivamente a los flujos de caja del inmueble.
- La morosidad actual y la previsible en futuro en dicho mercado, referente al pago de alquileres.
- Con respecto a los gastos se incluirá cualquier tipo de gasto necesario actual o previsible, como, impuestos municipales, impuesto sobre bienes inmuebles, mantenimiento, pólizas de incendios o cualquier otro tipo de accidente, gastos de administración, etc.
- La posible evolución del mercado

ii. Flujos de caja cuando el inmueble se encuentra arrendado.

Cuando exista contrato de arrendamiento los cobros serán aquellos que se reflejen en dicho contrato, ahora bien si estos son más elevados que los cobros normales en el mercado deberán justificarse su importe y su continuidad en el tiempo. Los flujos de caja se

considerarán mientras dure el contrato de arrendamiento. En el cálculo de los flujos de caja hay que tener en cuenta todos los conceptos vistos en el apartado anterior.

iii. Flujos de caja cuando el inmueble a valorar se encuentre en la fecha de la tasación ligado a una actividad económica.

Se estimarán el período de tiempo en que previsiblemente se vayan a producir flujos de caja en la explotación, y se tomarán los que son imputables al inmueble, utilizándose las cuantías medias del sector de actividad en el que se integre dicha explotación. Si las cuantías medias del sector no existen, se utilizarán las propias de la explotación de que se trate siempre que se disponga de datos de al menos, los dos últimos años.

Una vez introducida la metodología que se empleará, continuamos con la obtención de los valores de actualización de los bienes inmuebles de la compañía.

Hotel 4 estrellas

Cálculo de los flujos de caja.

Ingresos

Para el cálculo de los flujos de caja hemos diferenciado las cuatro actividades principales que existen en el hotel y los ingresos que aportan los años 2013,2014, 2015 y 2016. Posteriormente hacemos unas proyecciones para el resto de la vida útil del inmueble.

Tabla 64. Ingresos del Hotel.

Años Variación Anual	2.013	2.014	2.015	2016
Alojamiento	1.696.292,89	2.544.439,33	2.673.187,96	2.862.984,31
Restaurante y Cafetería	1.009.638,67	1.514.458,00	1.591.089,57	1.704.056,93
Varios	33.333,33	50.000,00	52.500,00	60.375,00
Parking	26.666,67	40.000,00	44.000,00	50.600,00
TOTAL	2.765.931,56	4.148.897,33	4.360.777,54	4.678.016,24

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Explotación.

Para el cálculo de 2013 hemos tenido en cuenta que la tasación se realizó en Agosto de 2013 por lo tanto, los ingresos que aparecen reflejados en la tabla son solo los correspondientes a ocho meses.

Aparte de las hipótesis que comentaremos a continuación, consideramos que del año 2013 al 2014 no habrá ningún tipo de variación.

En la tabla 2, aparece el desglose de los ingresos por alojamiento. El hotel tiene categoría de 4 estrellas, y está abierto al público los 365 días del año, ya que aunque se considera un hotel vacacional, la climatología de la zona hace que sea un atractivo para el turismo europeo en la época otoño-primavera. La oferta es de 194 habitaciones dobles de categoría estándar y superior, lo que representa 388 número máximo de personas por día; estando dotadas de todas las comodidades que requiere un establecimiento de la categoría reseñada. El cuadro fija en 60 € el precio medio por habitación, régimen de alojamiento y desayuno, siendo en el mes de Agosto el de mayor precio (107 €), y los meses de invierno –Enero/Febrero los de menor (17 €).

Por su parte, consideramos que hasta enero de 2016, la ocupación media coincide con las previsiones de la propiedad para el año 2013, sensiblemente coincidentes con los datos del INE. A partir del año 2015 consideramos una ocupación del 56% y a partir del 2016 y durante el resto de su vida útil, una ocupación de un 57,22%.

Tabla 65. Desglose por concepto de Alojamiento.

Alojamiento	2.013	2.014	2.015	2016
Días	365	365	365	365
Habitaciones	194	194	194	194
Número Personas Máximo	388	388	388	388
Ocupación	0,5500	0,5500	0,5610	0,5722
Euros de media/persona	49,00	49,00	50,5	53,0
Total	1.696.292,89	2.544.439,33	2.673.187,96	2.862.984,31

Fuente: Elaboración propia a partir de datos internos de la empresa.

Tal y como hemos comentado, los ingresos para 2013 y 2014 se mantendrán constantes. La diferencia de una cantidad a otra se debe a que se ha tenido en cuenta solo ocho meses para el cálculo de las cifras de 2013. En 2015 y 2016 estimamos que el precio se incrementará en un 3% y 5%, respectivamente.

En cuanto a los ingresos en concepto de restaurante, no todos los huéspedes comen o cenan en el hotel por lo que consideramos que el 90 por cien de estos, si lo harán ya que la mayoría tienen media pensión que incluye desayuno más comida o cena. El restaurante del que dispone el hotel cuenta con 200 plazas, siendo el precio medio del cubierto de 20 euros en 2013 y 2014 e incrementando en un 3% en 2015 y manteniéndose, finalmente en 2016 en 21,63 euros de media.

Tabla 66. Desglose por concepto de Restaurante.

Restaurante	2.013	2.014	2.015	2016
Días	365	365	365	365
% personas que almuerzan/cenan	0,9	0,9	0,9	0,9
Ocupación	0,5500	0,5500	0,5610	0,5722
Plazas restaurante	200,00	200,00	200,00	200,00
Número Personas Máximo	388,00	388,00	388,00	388,00
Precio medio cubierto/comida	20,00	20,00	20,60	21,63
Total	934.692,00	1.402.038,00	1.472.981,12	1.577.562,78

Elaboración propia a partir de datos internos de Promociones Alsia Socimi S.A

Finalmente, para los ingresos de la cafetería hemos supuesto un cien por cien de personas que utilizan la cafetería ya que todo el mundo adquiere la opción con desayuno incluido. Si bien los servicios que se ofrecen son mucho más amplios ya que con independencia de que se sirvan comidas o cenas con menús confeccionados para este espacio, la cafetería como área de reunión y de pasatiempo ofrece una amplia carta de comida y bebida. Por lo dicho el precio medio es inferior al del restaurante, estableciéndose en 8 euros el precio medio del ticket para 2013 y 2014 por persona alojada. Al igual que ocurre en el restaurante para 2015 sufre un incremento de un 3 por cien y en 2016 de un 5 por cien, siendo en este último año de 8,7 euros.

Tabla 67. Desglose por concepto de Cafetería.

Cafetería	2.013	2.014	2.015	2016
Días	365	365	365	365
% personas que almuerzan/cenan	1,00	1,00	1,00	1,00
Ocupación	0,5500	0,5500	0,5610	0,5722
Plazas restaurante	70	70	70	70
Número Personas Máximo	388	388	388	388
Precio medio cubierto	8	8	8,2	8,7
	74.946,67	112.420,00	118.108,45	126.494,15

Elaboración propia a partir de datos internos de Promociones Alsia Socimi S.A

Para la categoría de varios incluimos: lavandería, masajes, servicio de habitaciones, congresos y celebraciones, entre otros, suponemos unos ingresos estimados aproximadamente de 50.000 euros anuales. Además el hotel, cuenta con un servicio de parking para los huéspedes

que supondrá unos ingresos estimados de 40.000 euros anuales. Ambos servicios se incrementan en un 10% y 15% en 2015 y 2016.

A partir de 2016 y hasta el final de la vida útil de explotación del inmueble los ingresos totales se incrementarán en un 1,5%, valor que consideramos prudente.

Gastos

En la tabla 5, se refleja las partidas de gastos detalladas por conceptos y años. A continuación analizaremos las partidas más significativas.

Tabla 68. Gastos del Hotel.

Años Variación Anual	2.013	2.014	2.015	2016
Personal (Sueldos + SS)	817.800,00	1.226.700,00	1.263.501,00	1.301.406,03
Materias Primas	466.666,67	700.000,00	721.000,00	742.630,00
Aguas, Gas, Luz...	133.333,33	200.000,00	210.000,00	220.500,00
Reparación	80.000,00	120.000,00	123.600,00	127.308,00
Seguros, Impuestos	106.666,67	160.000,00	164.800,00	169.744,00
Amortización	299.291,33	448.937,00	448.937,00	448.937,00
Arrendamientos, Servicios Profesionales	173.333,33	260.000,00	267.800,00	275.834,00
TOTAL	2.077.091,33	3.115.637,00	3.199.638,00	3.286.359,03

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Explotación.

La plantilla media en lo referente al personal es de 47 personas, como es lógico en los meses de verano alcanza hasta los 72 trabajadores. Los empleados se dividen en personal fijo, fijo discontinuo – que realiza sus trabajos en determinadas épocas del año – y eventuales. El coste promedio por trabajador y mes es de 2.175 euros. Este salario ya incluye la seguridad social pagada por la empresa.

En cuanto a las materias primas, nos referimos a la compra de comida y bebida.

Por otra parte la inversión en el edificio fue de 14.964.550 euros con una vida útil de 50 años por el método lineal de amortización aceptado. Por último, el valor de la inversión en maquinaria y mobiliario para acomodar el hotel ascendió a 1.496.460 euros, siendo la vida útil de estos elementos de 10 años. Por lo que sumando la amortización anual de los edificios y de la maquinaria obtenemos una amortización de 448.937 euros anuales, durante los primeros 10 años y posteriormente tan solo se tendrá en cuenta el valor de 299,291 euros.

Por último, los datos que aparecen en la tabla siguiente son a fecha de tasación del inmueble, no a fecha de adquisición.

Tabla 69. Desglose Amortización del hotel por conceptos.

Amortización	Vida útil (años)		
Inversión en Solar	1.746.390	-	
Inversión en Edificios	14.964.550	50	299.291
Inversión inicial en Maquinaria, Mobiliario	1.496.460	10	149.646
Total	18.207.400		448.937

Fuente: Elaboración propia.

Todas las partidas se mantienen constantes de 2013 a 2014, la discrepancia de número es debido a que en 2013 solo se cuentan ocho meses a efecto de tasación. Para 2015 se aumentará en un 3% y en 2016 un 3%. A partir de 2016, los gastos se incrementarán en un 1,25%, valor que consideramos prudente.

Una vez calculados las estimaciones de ingresos y gastos que presentará el hotel para los próximos ejercicios, elaboramos la tabla de flujos de caja.

Tabla 70. Flujos de caja generados por el hotel

	Ingresos	Gastos	Amortización	Inversiones	Impuestos(0%)	Flujo de Caja
2.013	2.765.931,56	1.777.800,00	299.291,33	0,00	0,00	988.131,56
2.014	4.148.897,33	2.666.700,00	448.937,00	0,00	0,00	1.482.197,33
2.015	4.360.777,54	2.750.701,00	448.937,00	0,00	0,00	1.610.076,54
2.016	4.678.016,24	2.837.422,03	448.937,00	0,00	0,00	1.840.594,21
2.017	4.748.186,49	2.872.889,81	448.937,00	500.000,00	0,00	1.375.296,68
2.018	4.819.409,28	2.908.800,93	448.937,00	0,00	0,00	1.910.608,36
2.019	4.891.700,42	2.945.160,94	448.937,00	0,00	0,00	1.946.539,48
2.020	4.965.075,93	2.981.975,45	448.937,00	0,00	0,00	1.983.100,48
2.021	5.039.552,07	3.019.250,14	448.937,00	0,00	0,00	2.020.301,92
2.022	5.115.145,35	3.056.990,77	448.937,00	500.000,00	0,00	1.558.154,58
2.023	5.191.872,53	3.095.203,16	299.291,00	0,00	0,00	2.096.669,37
2.024	5.269.750,62	3.133.893,20	299.291,00	0,00	0,00	2.135.857,42
2.025	5.348.796,88	3.173.066,86	299.291,00	0,00	0,00	2.175.730,02
2.026	5.429.028,83	3.212.730,20	299.291,00	0,00	0,00	2.216.298,63
2.027	5.510.464,26	3.252.889,32	299.291,00	500.000,00	0,00	1.757.574,94
2.028	5.593.121,23	3.293.550,44	299.291,00	0,00	0,00	2.299.570,79
2.029	5.677.018,05	3.334.719,82	299.291,00	0,00	0,00	2.342.298,23
2.030	5.762.173,32	3.376.403,82	299.291,00	0,00	0,00	2.385.769,50

2.031	5.848.605,92	3.418.608,87	299.291,00	0,00	0,00	2.429.997,05
2.032	5.936.335,00	3.461.341,48	299.291,00	500.000,00	0,00	1.974.993,53
2.033	6.025.380,03	3.504.608,25	299.291,00	0,00	0,00	2.520.771,78
2.034	6.115.760,73	3.548.415,85	299.291,00	0,00	0,00	2.567.344,88
2.035	6.207.497,14	3.592.771,05	299.291,00	0,00	0,00	2.614.726,09
2.036	6.300.609,60	3.637.680,68	299.291,00	0,00	0,00	2.662.928,91
2.037	6.395.118,74	3.683.151,69	299.291,00	500.000,00	0,00	2.211.967,05
2.038	6.491.045,52	3.729.191,09	299.291,00	0,00	0,00	2.761.854,43
2.039	6.588.411,21	3.775.805,98	299.291,00	0,00	0,00	17.708.893,71

Valor de actualización	22.781.931,20
-------------------------------	----------------------

Fuente: Elaboración propia

Para la elaboración de la tabla 70 se asumen las siguientes hipótesis:

- Se asume que la corriente de ingresos y gastos generada por la actividad del hotel se cobran y se pagan el mismo ejercicio económico en el que se generan.
- Se asume que las inversiones realizadas para el mantenimiento del hotel se cobran y se pagan el mismo ejercicio económico.
- Los flujos de caja generados por el hotel son gravados a un 0% en el IS, por acogerse al régimen fiscal especial.
- La columna de amortización es solo a efectos informativos y no se incluye en el cálculo de los flujos de caja finales.

Aparte de todas las hipótesis mencionadas anteriormente asumimos que cada cinco años se realiza una inversión en inmovilizado de 500.000 euros, con el fin de mantener las instalaciones en perfecto uso de utilización.

El valor actual del inmueble se calcula utilizando la fórmula VAN. Para el cálculo del VAN se ha situado los flujos anuales en el 31 de diciembre de cada año. El VAN se obtiene de actualizando todos los flujos al día de la fecha de valoración de acuerdo con la fórmula que se indica en el art. 33.2 de la Orden ECO/805/2003 de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y determinados derechos para ciertas finalidades financieras.

Cálculo del valor de reversión.

Al tratarse de un inmueble ligado a una actividad económica, según la Orden ECO/805/2003 de 27 de marzo sobre normas de valoración de inmuebles, se utilizará el Valor Neto de Reposición (VNR) o Valor de reemplazamiento Neto (VRN) en dicho momento. Para ello, tendremos en cuenta el valor del suelo en fecha de tasación y se ajustará con la plusvalía o la minusvalía que resulte razonable, teniendo en cuenta la localización, uso y evolución del mercado de inmuebles comparables.

Tabla 71. Valor de reposición

Valor de reversión	
Valor del Terreno	4.421.103,48
70% coste de construcción	10.475.185,00
	14.896.288,48

Fuente: Elaboración propia

Sabiendo que el valor del terreno es de 1.746.390 euros y suponiendo una revalorización del 3,5% durante 27 años – vida útil de la explotación – el valor en el año 2040 será de 4.421.103,48 euros. Por otro lado, para el cálculo del valor de reversión del hotel hay que considerar que al finalizar de su vida útil de explotación la estructura del hotel aun tendrá cierto valor ya que los inmuebles suelen tener una vida mayor a los 50 años e incluso superior si se realizan inversiones en la infraestructura global del edificio. Así pues, consideramos que en 2040 se mantendrá el valor del inmueble en un 70% del coste a fecha de tasación.

Con todo ello aplicamos la fórmula del VAN:

$$VAN = \frac{988.131,56}{(1+7,85\%)^1} + \frac{1.482.197,33}{(1+7,85\%)^2} + \frac{1.610.076,54}{(1+7,85\%)^3} + \frac{1.840.594,21}{(1+7,85\%)^4} + \dots + \frac{2.812.605,23 + 14.896.288,48}{(1+7,85\%)^{27}}$$

El valor actual neto obtenido para el hotel es de 22.781.931,20 euros.

Se ha considerado un 7,85% tal y como establece la Orden ECO/805/2003 para la zona Secundaria y para este tipo de establecimiento – hoteles.

Parking

Cálculo de los flujos de caja.

Ingresos

Tabla 72. Ingresos del Parking.

Años Variación Anual	2.013	2.014	2.015	2016
Ingresos por rotación	1.653.537,60	2.480.306,40	2.605.809,90	2.790.822,41
Abonados	66.000,00	99.000,00	101.970,00	107.068,50
Alquiler espacios menores	9.432,00	14.148,00	15.296,82	17.007,00
Publicidad	10.080,00	15.120,00	15.885,07	17.012,91
Otros ingresos	12.333,72	18.500,58	18.685,59	21.488,42
TOTAL	1.751.383,32	2.627.074,98	2.757.647,38	2.953.399,24

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Al igual que para el cálculo de los flujos de caja del hotel, a continuación desglosamos por ingresos producidos por el parking.

Para el cálculo de 2013 hemos tenido en cuenta que la tasación se realizó en Agosto de 2013 por lo tanto, los ingresos que aparecen reflejados en la tabla son solo los correspondientes a ocho meses.

Aparte de las hipótesis que comentaremos a continuación, consideramos que del año 2013 al 2014 no habrá ningún tipo de variación.

En la tabla 73, aparece el desglose de los ingresos por recaudación de los vehículos que acceden al parking. El parking se encuentra abierto los 365 días del año y posee 2.600 plazas. Se ha establecido que la estancia media en horas es de 2 horas y 70 minutos. El precio por hora para los dos primeros ejercicios es de 2,70 euros, y se aumentará en 2015 en un 3% y en 2016 y para el resto de años un 5%. La ocupación media para todos los años se estima entre un 44%-46%.

Tabla 73. Ingresos por rotación.

Ingresos por rotación	2.013	2.014	2.015	2016
Días	365	365	365	365
Plazas	2.600	2.600	2.600	2.600
Estancia media/Horas	2,2	2,2	2,2	2,2
Precio/Hora	2,70	2,70	2,78	2,92
Ocupación	0,44	0,44	0,45	0,46
Total	1.653.537,60	2.480.306,40	2.605.809,90	2.790.822,41

Elaboración propia a partir de datos internos de Promociones Alsia Socimi S.A

Los abonados son aquellos que alquilan las plazas con un mínimo de un mes, el precio del abono es de 50 euros e incrementa en un 3 % en 2015 y un 5% para los sucesivos años. Se calcula que el número de abonados se mantendrá constante en torno a una media de 180 abonados por mes.

Tabla 74. Ingresos por abonados.

Abonados	2.013	2.014	2.015	2016
Meses	11	11	11	11
Abonados	180	180	180	180
Precio/abono	50,0	50,0	51,5	54,1
Total	66.000,00	99.000,00	101.970,00	107.068,50

Elaboración propia a partir de datos internos de Promociones Alsia Socimi S.A

Por otro lado, el Parking alquila una serie de espacios que han quedado inutilizados para el uso de plazas de garaje, son los llamados espacios menores. De los 49.113 metros cuadrados que tiene el Parking, 786 son considerados espacios menores. En cuanto la ocupación, se sitúa en torno a un 50%. Estos espacios son en su mayoría utilizados para trasteros. Para los años 2013 y 2014 el precio por metro cuadrado se estable en 3 euros, mientras que en 2015 sufrirá un incremento de un 3% y finalmente en 2016 un 5%.

Tabla 75. Ingresos por espacios menores.

Espacios menores	2.013	2.014	2.015	2016
Meses	12	12	12	12
Metros cuadrados	786	786	786	786
Precio/metro cuadrado	3,0	3,0	3,2	3,5
Ocupación	0,50	0,50	0,51	0,52
Total	9.432,00	14.148,00	15.296,82	17.007,00

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Los MUPIS son carteles publicitarios que se ubican en los expositores del mobiliario urbano. Como máximo se podrá tener 75 MUPIS, siendo 45 de tamaño grande (máximo 3 x2) y 30 de tamaño pequeño. El precio por MUPI es de 100 y de 60, respectivamente. Se establece una ocupación media de un 20% de los MUPI anualmente.

Tabla 76. Ingresos por publicidad.

Publicidad	2.013	2.014	2.015	2016
Meses	12	12	12	12
Unidades MUPI grande	45	45	45	45
Unidades MUPI pequeño	30	30	30	30
Precio/ Tamaño grande	100	100	103	108
Precio/ Tamaño pequeño	60,0	60,0	61,8	64,9
Ocupación media	0,20	0,20	0,20	0,21
Total	10.080,00	15.120,00	15.885,07	17.012,91

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales de Promociones Alsia Socimi S.A

Gastos

Tabla 77. Gastos del Parking.

Años Variación Anual	2.013	2.014	2.015	2016
Personal (Sueldos + SS)	216.000,00	324.000,00	333.720,00	343.731,60
Materias Primas	6.000,00	9.000,00	9.270,00	9.548,10
Aguas, Gas, Luz...	33.333,33	50.000,00	51.500,00	53.045,00
Reparación	23.000,00	34.500,00	35.535,00	36.601,05
Seguros, Impuestos	190.666,67	286.000,00	294.580,00	303.417,40
Amortización	523.252,80	784.879,20	784.879,20	784.879,20
TOTAL	992.252,80	1.488.379,20	1.637.217,12	1.882.799,69

Elaboración propia a partir de la Cuenta de Explotación de Promociones Alsia Socimi S.A

En cuanto a los gastos, la partida más importante es la de personal. La plantilla media es de 15 personas durante todo el año. El coste promedio por trabajador y mes es de 1.800 euros. Esta cuantía incluye ya en concepto de seguridad social pagada por la empresa, por lo que esto es el importe bruto que perciben los trabajadores.

Todas las partidas se mantienen constantes de 2013 a 2014, la discrepancia de número es debido a que en 2013 solo se cuentan ocho meses a efecto de tasación. Para 2015 se aumentará en un 3% y en 2016 otro 3%.

Para la obtención de la amortización hemos utilizados los datos en la siguiente tabla. La inversión inicial en el solar fue de 8.000.000 euros, siendo este un elemento no amortizable.

Por otra parte la inversión en el edificio fue de 37.743.960 euros con una vida útil de 50 años por el método lineal de amortización aceptado. Por último, el valor de la inversión en maquinaria y mobiliario para acomodar el parking ascendió a 300.000 euros, siendo la vida útil de estos elementos de 10 años. Por lo que sumando la amortización anual de los edificios y de la maquinaria obtenemos una amortización de 784.879,20 euros anuales, durante los primeros 10 años y posteriormente tan solo se tendrá en cuenta el valor de 754.879,20 euros. (Tabla 78)

Por último, los datos que aparecen en la tabla siguiente son a fecha de tasación del inmueble, no a fecha de adquisición.

Tabla 78. Desglose en concepto de amortización del parking.

Amortización		Vida útil (años)		
Inversión en Solar	8.000.000,00	-		
Inversión en Edificios	37.743.960,00	50		754.879,20
Inversión inicial en Maquinaria, Mobiliario	300.000,00	10		30.000,00
Total	46.043.960,00			784.879,20

Fuente: Elaboración propia.

Tal y como hemos realizado con el hotel, procederemos al cálculo de los flujos de caja que presentará el parking para los próximos ejercicios.

Tabla 79. Flujos caja del Parking.

	Ingresos	Gastos	Amortización	Inversiones	Impuestos	Flujo de Caja
2.013	1.729.383,32	469.000,00	784.879,20	0,00	0,00	1.260.383,32
2.014	2.627.074,98	703.500,00	784.879,20	0,00	0,00	1.923.574,98
2.015	2.757.647,38	724.605,00	784.879,20	0,00	0,00	2.033.042,38
2.016	2.953.399,24	746.343,15	784.879,20	0,00	0,00	2.207.056,09
2.017	2.997.700,23	755.672,44	784.879,20	0,00	0,00	2.242.027,79
2.018	3.042.665,74	765.118,34	784.879,20	250.000,00	0,00	2.027.547,39
2.019	3.088.305,72	774.682,32	784.879,20	0,00	0,00	2.313.623,40
2.020	3.134.630,31	784.365,85	784.879,20	0,00	0,00	2.350.264,46
2.021	3.181.649,76	794.170,43	784.879,20	0,00	0,00	2.387.479,34
2.022	3.229.374,51	804.097,56	784.879,20	0,00	0,00	2.425.276,95
2.023	3.277.815,13	814.148,78	754.879,20	0,00	0,00	2.463.666,35
2.024	3.326.982,35	824.325,64	754.879,20	250.000,00	0,00	2.252.656,72
2.025	3.376.887,09	834.629,71	754.879,20	0,00	0,00	2.542.257,38
2.026	3.427.540,40	845.062,58	754.879,20	0,00	0,00	2.582.477,82
2.027	3.478.953,50	855.625,86	754.879,20	0,00	0,00	2.623.327,64
2.028	3.531.137,80	866.321,18	754.879,20	0,00	0,00	2.664.816,62
2.029	3.584.104,87	877.150,20	754.879,20	0,00	0,00	2.706.954,67
2.030	3.637.866,44	888.114,58	754.879,20	250.000,00	0,00	2.499.751,87
2.031	3.692.434,44	899.216,01	754.879,20	0,00	0,00	2.793.218,43
2.032	3.747.820,96	910.456,21	754.879,20	0,00	0,00	18.755.675,66

Valor de actualización	32.017.414,90
------------------------	----------------------

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Explotación de Promociones Alsia Socimi S.A

Para la elaboración de la tabla 79 se asumen las siguientes hipótesis:

- Se asume que la corriente de ingresos y gastos generada por la actividad del parking se cobran y se pagan el mismo ejercicio económico en el que se generan.
- Se asume que las inversiones realizadas para el mantenimiento del parking se cobran y se pagan el mismo ejercicio económico.
- Los flujos de caja generados por el parking son gravados a un 0% en el IS, por acogerse al régimen fiscal especial.
- La columna de amortización es solo a efectos informativos y no se incluye en el cálculo de los flujos de caja finales.

Aparte de todas las hipótesis mencionadas anteriormente asumimos que cada cinco años se realiza una inversión en inmovilizado de 250.000 euros.

El valor actual del inmueble se calcula utilizando la fórmula VAN. Para el cálculo del VAN se ha situado los flujos anuales en el 31 de diciembre de cada año. El VAN se obtiene de actualizando todos los flujos al día de la fecha de valoración de acuerdo con la fórmula que se indica en el art. 33.2 de la Orden ECO/805/2003 de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y determinados derechos para ciertas finalidades financieras.

Cálculo del valor de reversión.

Tal y como hemos hecho para el hotel se ha calculado el valor de reversión, pero esta vez en base a una sola hipótesis.

Tabla 80. Valor de reversión del suelo del Parking.

Valor de reversión	
Valor del Terreno	15.918.310,91

Elaboración propia a partir de datos internos de Promociones Alsia Socimi S.A

Considerando que el valor del terreno a fecha de tasación es de 8 millones y que el suelo se revalorizará en un 3,5% anual durante los 20 años restantes, al final de este periodo el valor del terreno tiene un valor en la actualidad de 15.918.310,91 euros. En este caso no hemos considerado que se mantenga un porcentaje de la estructura al final de la vida útil, realmente el único valor del parking al final de la explotación será el valor del terreno.

Con todo ello aplicamos la fórmula del VAN:

$$VAN = \frac{1.260.238,32}{(1+5,63\%)^1} + \frac{1.923.574,98}{(1+5,63\%)^2} + \frac{2.033.042,38}{(1+5,63\%)^3} + \frac{2.207.056,09}{(1+5,63\%)^4} + \dots + \frac{2.837.364,75+15.918.310,91}{(1+5,63\%)^{20}}$$

El valor actual neto obtenido para el parking es de 32.017.414,90 euros.

Se ha considerado un 5,63% tal y como establece la Orden ECO/805/2003 para la zona Secundaria y para este tipo de establecimiento – parkings.

4.7.2. Situación y estado de los activos inmobiliarios.

La descripción y características principales de los dos activos con que cuenta la sociedad son:

a) Terciario. Uso Aparcamiento.

Aparcamiento público en Valencia, integrado en un Centro Comercial, distribuido en 3 plantas comunicadas interiormente con rampas de comunicación. Ocupa una superficie total de 74.387 m², con capacidad para 2.600 plazas. Tienen accesos distintos desde la vía pública, y tal efecto dispone de 7 barreras de acceso y otras tantas de salida. Igualmente sus instalaciones disponen de un número importante de cajeros automáticos para facilitar el pago a los usuarios del aparcamiento.

El aparcamiento mayoritariamente es de rotación, si bien también dispone de un número importante de abonados que lo utilizan en las distintas modalidades de completo, diurnos, nocturnos, etc.

El aparcamiento está gravado con una hipoteca concedida por Deutsche Bank, el capital pendiente de amortización al 31 Diciembre 2013, asciende a 6.613.649,53 euros.

b) Terciario. Establecimiento Hotelero.

Hotel con categoría de 4 estrellas en Calpe (Alicante), dispone de 194 habitaciones de las que 125 son dobles estándar y el resto doble superior, cuenta con 1 suite presidencial. El hotel se distribuye en planta sótano, baja y otras 16 plantas altas, con un total de 14.161,75 m² construidos. El establecimiento cuenta con piscinas (exterior y climatizada), gimnasio, salones, bar, restaurante y garaje.

Está hipotecado a favor de CaixaBank, su importe al 31 Diciembre de 2013, es de 4.645.315,67 euros.

4.7.3. Periodo de amortización y gestión.

El estado de conservación es el adecuado según las manifestaciones expresadas por los gestores de la compañía. A tal efecto se destinan los recursos humanos y técnicos necesarios, se señala que la sociedad dispone en plantilla el personal cualificado necesario para la realización de los trabajos de mantenimiento.

La Compañía amortiza su inmovilizado material (excepción hecha de los terrenos), en función de su vida útil estimada y atendiendo a criterios de depreciación en función de su funcionamiento. Mención especial requiere el aparcamiento público dado que al haberlo adquirido a terceros y ya en funcionamiento, se entiende bien usado, y por ello los coeficientes que aplica la sociedad es el porcentaje de amortización lineal multiplicado por 2.

Todos los inmuebles cuentan con el correspondiente seguro tanto de todo riesgo como de responsabilidad civil con cobertura igualmente de pérdida de rentas.

La gestión de los activos se realiza de forma distinta, así:

- El aparcamiento público, es gestionado con personal propio, disponiendo de los recursos humanos en plantilla para su explotación, si bien diversos servicios se subcontratan con compañías especializadas.
- Y por lo que respecta al establecimiento hotelero si bien cuenta con personal propio para el desarrollo de su actividad, en lo referente a la comercialización se realiza bajo bandera de uno de los más importantes operadores hoteleros nacionales que a través de su central de reservas proporciona al establecimiento gran parte de los clientes.

4.7.4. Posicionamiento de mercado.

La situación de los distintos mercados en los que actúa la sociedad, son:

Mercado aparcamiento adscrito al comercial.

Dado que el aparcamiento da servicio a una gran superficie comercial, se ha creído oportuno denominar con esa amplitud al sector. Por regla general los aparcamientos públicos mantienen sus tarifas por minutos inalterables desde el inicio de la crisis a mediados del 2007, incluso no solo no han incrementado las tarifas conforme al aumento del IPC, sino que en la mayoría de parking estos no han repercutido la subida del IVA de los últimos años.

Dado la dependencia del sector comercial y la contracción en el uso del transporte privado en detrimento del servicio público hace que este segmento de negocio haya tenido en el periodo 2008-2013 unas tasas de recesión significativas. No obstante se observa desde finales del 2013 un cambio aunque mínimo, de tendencia.

Mercado hotelero.

Como cualquier otro sector la crisis se ha hecho notar en el segmento hotelero. La cifra de pernoctaciones ha bajado desde el 2008, ya el mercado nacional ha interrumpido sus viajes o ha rebajado considerablemente el número de días de viaje. Si bien, el turismo extranjero ha paliado esta caída.

Frente al dato negativo mencionado, es un segmento que desde finales de 2011, ha visto frenada su caída, en parte por los ajustes realizados por el propio sector y también por la mejoría que se ha producido en los mercados internacionales que han hecho que el turismo sea uno de los factores que pueden impulsar la economía del país.

4.8. Factores de riesgo

Además de la información expuesta en este Documento Informativo y antes de adoptar la decisión de invertir adquiriendo acciones de "ALSIA", deben tenerse en cuenta, entre otros, los riesgos que se enumeran a continuación, los cuales podrían afectar de manera adversa al negocio, los resultados, las perspectivas, la valoración o la situación financiera, económica o patrimonial del Emisor.

También podría darse el caso de que futuros riesgos, actualmente desconocidos o no considerados como relevantes en el momento actual, pudieran tener un efecto en el negocio, los resultados, las perspectivas, la valoración o la situación financiera, económica o patrimonial de la Sociedad.

4.8.1. Riesgos fiscales.

Debido a las operaciones de integración de sociedades de los grupos familiares que forman el capital realizadas en los ejercicios 2010, todas ellas acogidas al régimen fiscal previsto en el Capítulo VIII del Título VII del TRLIS, y de las que resulta la estructura actual de la Sociedad, podrían surgir pasivos fiscales como consecuencia de que la Administración Tributaria siga un criterio distinto al mantenido por la Compañía.

Las actividades de la Sociedad están sometidas a disposiciones legales y urbanísticas, y de protección al consumidor, entre otras. Las administraciones locales, autonómicas, nacionales y de la Unión Europea pueden imponer sanciones por el incumplimiento de estas normas y requisitos. Un cambio significativo en estas disposiciones legales o un cambio que afecte a la forma en que estas disposiciones legales y reglamentarias se apliquen, podría forzar a la Sociedad modificar sus planes o proyecciones, extremos que afectarían negativamente a la situación financiera, resultados o valoración de la Sociedad.

La Sociedad se ha acogido al régimen fiscal especial previsto para SOCIMI, mediante la presentación de la preceptiva comunicación ante las Autoridades Tributarias. La aplicación de dicho régimen fiscal especial está sujeto al cumplimiento de los requisitos establecidos en la Ley 11/2009 recientemente modificada por la Ley 16/2012, la falta de cumplimiento de alguno de dichos requisitos haría que la Sociedad pasase a tributar por el régimen general del Impuesto sobre Sociedades en el ejercicio en que se produzca dicho incumplimiento, estando obligada a ingresar, en su caso, la diferencia entre la cuota que por dicho impuesto resulte de aplicar el régimen general y la cuota ingresada que resultó de aplicar el régimen fiscal especial en periodos impositivos posteriores al incumplimiento, sin perjuicio de los intereses de demora, recargos y sanciones que, en su caso, resultasen procedentes. La pérdida de dicho régimen fiscal de SOCIMI afectaría negativamente a la situación financiera, los resultados operativos, los flujos de efectivo o la valoración de la Sociedad.

4.8.2. Riesgos relativos a la estructura financiera.

Al 31 Diciembre 2013, la deuda con entidades de crédito asciende a 11.258.965,20 €, financiados en su totalidad a tipos de interés variable. Dicha estructura de financiación puede

dificultar el reparto obligatorio de dividendos al que la Sociedad está obligada por su condición de SOCIMI. En el caso de que la Sociedad no disponga de los fondos necesarios para cumplir con sus obligaciones de pago de la deuda y de distribución de dividendos a sus accionistas, la Sociedad puede verse obligada a reestructurar o refinar su deuda.

También se debe mencionar que el riesgo de tipo de interés afecta a la deuda a tipo variable, dado que cualquier subida del EURIBOR tendría un efecto negativo en el resultado de la Compañía al incrementar su gasto financiero.

4.8.3. Riesgos vinculados a la actividad desarrollada por la Compañía.

La actividad inmobiliaria es una actividad sujeta a ciclos dependientes del entorno económico-financiero. Los niveles de ocupación de los inmuebles, los precios de las rentas y en definitiva el valor de los activos está influido, entre otros factores, por la oferta y la demanda de inmuebles de características similares, los tipos de interés, la inflación, la tasa de crecimiento económico, la legislación, los acontecimientos políticos y económicos, además de factores demográficos y sociales.

Por otra parte las inversiones inmobiliarias son relativamente ilíquidas, especialmente en el escenario actual de recesión del sector, de restricción de liquidez y de exceso de oferta de activos inmobiliarios. Por ello, la sociedad podría tener dificultades para realizar con prontitud algunos de sus activos inmobiliarios o podría verse obligado a reducir el precio de realización.

En ese entorno la sociedad tiene activos diversificados, si bien estos se concentran en dos únicos segmentos de mercado (aparcamiento en rotación y hotelero), al igual que ambos se sitúan geográficamente en la Comunidad Valenciana.

La sociedad por la actividad de arrendamiento requiere de una política de gestión diligente, para con ella motivar a los usuarios en general a la ocupación de las instalaciones tanto en la vertiente del estacionamiento de vehículos como en las estancias en la rama hotelera.

Encuadrada en esa política, especial atención requiere la relación con la cadena hotelera que facilita la gestión del establecimiento por medio de su central de reservas, la colaboración entre la sociedad y la gestora esta soportada documentalmente que entre otros aspectos fija los plazos de obligado cumplimiento y en su caso las modalidades de resolución con un determinado calendario de salida.

Por el contrario hay que señalar que el riesgo de insolvencia es poco significativo ya que tanto el estacionamiento como las pernoctaciones se satisfacen económicamente de forma automático, solo en el caso de los diversos abonos por mensualidades y en las relaciones con los operadores de viajes se asumirían ciertas contingencias que para este último nicho de clientes se palia con la cobertura de los seguro de crédito y caución.

4.8.4. Riesgos ligados a las acciones de la compañía.

La Sociedad está controlada mayoritariamente por varios grupos familiares cuyos intereses pueden ser distintos de los del resto de los accionistas de la Sociedad que ostenten una participación accionarial minoritaria, lo que podría influir significativamente en la adopción de acuerdos por la Junta General de accionistas de la Sociedad así como en el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad.

Las acciones de la Sociedad no han sido anteriormente objeto de negociación en ningún mercado de valores y, por tanto, no existen garantías respecto del volumen de contratación que alcanzarán las acciones, ni respecto de su efectiva liquidez.

Los mercados de valores presentan en el momento de la elaboración de este documento informativo una elevada volatilidad, fruto de la coyuntura que la economía y los mercados vienen atravesando en los últimos ejercicios.

El precio de mercado de las acciones puede ser volátil en base, bien a las fluctuaciones en los resultados de la Sociedad y del mercado inmobiliario, por cambios en las recomendaciones de los analistas financieros, o también por las posibles operaciones de venta que los accionistas principales del Emisor puedan realizar de sus acciones, hechos que podrían tener un impacto negativo en el precio de las acciones de ALSIA.

4.9. Contratación del Proveedor de Liquidez y del Asesor Registrado

Uno de los requisitos por parte de las SOCIMI para poder incorporarse al Mercado Alternativo Bursátil como mostraba la tabla 8 en el capítulo 3 de este TFC, es designar a un Asesor Registrado de entre los que figuran en el registro establecido en el MAB y la suscripción de un contrato de liquidez con un intermediario financiero. En este apartado la sociedad Alsia SOCIMI S.A. procede a la contratación del Proveedor de Liquidez y del Asesor Registrado.

Proveedor de liquidez

En virtud del Contrato de Liquidez, el Proveedor de Liquidez se compromete a ofrecer liquidez a los titulares de acciones de la Sociedad mediante la ejecución de las operaciones de compraventa de acciones de la Sociedad en el MAB-SOCIMI, de acuerdo con el régimen previsto por la **Circular del MAB 7/2010** –Anexo 17-, de 4 de enero, sobre normas de contrataciones de acciones de Empresas en Expansión a través del MAB. El Proveedor de Liquidez dará contrapartida a las posiciones vendedoras y compradoras existentes en el Mercado, conformes a normas de contratación y dentro del periodo de negociación, no será admisible la modalidad de contratación de bloques ni de operaciones especiales, conforme a las normas del MAB.

El Contrato de Liquidez fija los términos y condiciones en virtud de los cuales los Accionistas de Referencia han dejado a disposición del Proveedor del Liquidez las Acciones Depositadas con objeto de facilitar el cumplimiento del requisito de difusión mínima exigible a las SOCIMI.

En base al requisito de difusión los Accionistas de Referencia han abierto una cuenta de valores para que la Sociedad Emisora de cumplimiento al requisito de difusión mínima, quedando depositada en dicha cuenta las 500.000 acciones depositadas. En la cuenta señalada se abonará cualquier importe que resulte por cualquier transmisión de las Acciones Depositadas realizada por el Proveedor de Liquidez. A su vez la Sociedad pondrá a disposición del Proveedor de Liquidez, un importe en efectivo de 250.000 euros para hacer frente a los compromisos del Contrato de Liquidez.

La finalidad de los fondos y acciones entregados es exclusivamente permitir al Proveedor de Liquidez hacer frente a sus compromisos de contrapartida, por lo que **ni el Emisor ni los Accionistas de Referencia podrán disponer de ellos salvo en caso de que excediesen las necesidades establecidas por la normativa del MAB.**

El Contrato de Liquidez entrará en vigor el día en que comiencen a negociarse en el MAB las acciones de la Sociedad y permanecerá en vigor mientras sus acciones sigan admitidas a cotización en el Mercado.

El contrato de Liquidez podrá ser resuelto unilateralmente por cualquiera de las partes, con una antelación mínima de noventa días, debiendo notificarse de forma automática al MAB.

El Asesor Registrado, su misión.

La Sociedad designó con fecha 8 de octubre de 2013 a **Deloitte S.L** como Asesor Registrado cumpliendo así el requisito que establecen las circulares del MAB. Véase Anexo 27 sobre como contactar con los Asesores Registrados.

El Asesor Registrado designado consta con la debida autorización del Consejo de Administración del MAB y está debidamente inscrito en el Registro de Asesores Registrados del MAB.

Está integrada por diversos profesionales que tienen una experiencia dilatada en todo lo referente a los mercados de valores, señalándose a modo de ejemplo:

- El asesoramiento en la elaboración y revisión de los aspectos financieros de los folletos informativos y otra documentación de información financiera.
- Valoración de empresas (en procesos de OPV u OPS y otros)
- Conocimiento del funcionamiento de los mercados de valores

Dada la experiencia contrastada del equipo de profesionales del Asesor Registrado, se asegura la calidad y rigor en la prestación del servicio.

El Asesor Registrado, en el desempeño de sus funciones actuara en todo momento siguiendo las pautas establecidas en su Código Interno de Conducta.

4.10. Estrategias futuras

Con el objeto de analizar las estrategias que adoptará Alsia SOCIMI S.A, analizaremos dos distintas opciones de inversión que se está considerando para los próximos años. Para ello se realizará un análisis de tendencias de cada uno de los sectores a los que pertenecen las correspondientes inversiones, un análisis DAFO y, finalmente un análisis financiero. Tras un breve resumen de las conclusiones se seleccionará una de las alternativas.

En primer lugar, estableceremos los objetivos a partir de los que fijaremos nuestra estrategia de inversión.

Objetivos y Alternativas

Los objetivos principales que se establecen inicialmente para poder adoptar la apropiada estrategia de posicionamiento, son los siguientes:

- Obtener una fuente de ingresos estable y de importe relevante en lo posible, que permita cumplir las condiciones establecidas por la Ley 16/2012, y reinvertir las demás cantidades en la compañía.
- Atraer un mayor número de inversores.

La mercantil posee a fecha de este informe dos inmuebles de tipología totalmente diferente. Se pretende continuar con estas dos explotaciones e invertir en una tercera. Se apuesta por dos tendencias:

- Continuar con el **negocio hotelero**. Adquiriendo mediante negociaciones entabladas con la Sociedad de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria -SAREB- uno de los inmuebles que pone a disposición de inversores de diverso tipo. Véase Anexo 28 con información sobre cómo se ha contactado con el SAREB.
- Apostar por un **cambio en la tipología de los activos**, comenzando a explotar un centro comercial de tamaño pequeño.

Como ventajas de esta primera opción destacamos el know-how. Desde el 2005 la sociedad tiene presencia en el negocio hotelero con unos resultados constantes a través de los años. Además, ha sabido adaptarse a los cambios inducidos por la crisis inmobiliaria.

En cuanto a la segunda opción, consideramos que es el momento para diversificar la cartera pasando así a tener varias tipologías diferentes de activos que permitirá diversificar el riesgo de la compañía. Además, al igual que el sector hotelero, el sector retail es uno de los principales atractivos inmobiliarios para invertir. Según el informe publicado por Savills³⁴ en Febrero 2014 sobre el Mercado Retail de España, el volumen de inversión de este sector en España ha alcanzado los 850 millones de euros en 2013, lo que supone triplicar los cerca de 320 millones de euros transaccionados en el ejercicio anterior

³⁴ Empresa de Servicios Inmobiliarios Globales. Cotiza en la Bolsa de Londres.

4.10.1. Análisis de los Activos.

A continuación se analizarán los dos activos propuestos, tanto desde el punto de vista comercial como del económico. Se trata de obtener la información necesaria para finalmente tomar la decisión de inversión que más rentabilidad vaya a aportar a la cartera.

Complejo Comercial Valencia.

El Inmueble

La “**Galería Centrum**”, se sitúa en una zona exclusiva dentro del entorno más comercial de ciudad. Por lo que se puede considerar que se encuentra en la Zona Prime³⁵. Como su nombre destaca, a solo 1 minuto de la Plaza del Ayuntamiento y de las calles más concurridas comercialmente.

Inaugurada por Noviembre de 1997, su objetivo es acoger en sus instalaciones a un número selectivo de operadores y firmas que cubran los servicios de moda, calzado, relojería-joyería y complementos; sin olvidar las áreas de restauración y ocio (librería y juguetería).

La Galería, cuenta con dos accesos al exterior, distribuyéndose los 4.200 metros cuadrados de la misma en dos plantas que se comunican mediante escaleras mecánicas y peatonales, contando a su vez con un ascensor de grandes dimensiones.

Las cerca de 40 tiendas que ocupan la Galería se distribuyen alrededor de unos pasillos que recorren ambas plantas y que confluyen en una gran plaza central. Las superficies de las tiendas van desde los 25 metros hasta los 650 metros cuadrados con lo que se logra ofrecer múltiples alternativas a los posibles interesados en ubicarse en alguno de los locales disponibles.

Importante es decir que la ocupación en alta, situándose en el 93%, y ello por la excelente política de precios de renta que baraja el gestor de la “**Galería Centrum**”, precios que de media superan ligeramente los 30 euros por metro cuadrado y mes.

El sector

Según el “Informe Anual de la Distribución Comercial- Comunitat Valenciana-” elaborado por el Consorcio de Cámaras de Comercio de la Comunidad Valenciana, la Comunitat Valenciana cuenta en 2012, con 63 centros comerciales y ocupa la tercera posición por número de ellos después de Andalucía y Madrid. Siendo los centros comerciales fundamentalmente

³⁵ Según la categoría de la zona dentro de la ciudad se pueden establecer tres niveles:

- Zona prime –la mejor zona de la ciudad respecto al uso del activo o inmueble.
- Zona secundaria – zona que generalmente suele estar próxima a la zona primer que tiene elevados niveles de actividad respecto a su uso, sin llegar a alcanzar la exclusividad de la zona prime.
- Resto – zonas donde el uso está fuera de contexto o existen escasos niveles de actividad.

hipermercados y centros comerciales medianos los más numerosos en la Comunitat Valenciana.

Si nos centramos en la ciudad de Valencia, y más en concreto en la zona centro podemos decir que existen 5 centros comerciales, dos de tamaño pequeños y 3 de mayor envergadura. Todos se encuentran en un radio de 2 kilómetros de distancia.

Análisis de las tendencias de los centros comerciales

Según el informe del 2013, de Aguirre Newman “Mercado Inmobiliario Español. Resumen de tendencias”, las tendencias seguidas por los centros comerciales son las siguientes:

- A pesar de la crisis y de la complicada evolución de las ventas, hay indicios de una ligera recuperación económica. Esto ha llevado a muchos operadores comerciales a **buscar nuevos emplazamientos** y a tratar de mejorar su posición actual. No obstante, las dificultades de financiación seguirán estando presentes.
- Las **rentas de alquiler han seguido ajustándose** fuera de los ejes comerciales “Prime” y centros comerciales “Oro”³⁶, donde la tasa de disponibilidad se mantiene en torno al 5%. En cuanto a los centros “Plata” y ubicaciones en calles comerciales de segundo nivel, ésta se sitúa entre el 10% y el 15%, mientras que en los centros “Bronce” y ejes comerciales secundarios supera ampliamente el 30%.

Tabla 81. Tasa de disponibilidad según zona. (%)

Zona	Tasa de disponibilidad
Prime-Oro	5%
Plata	10%-15%
Bronce	30%

Fuente: Elaboración propia

- En base a las peticiones de espacio recibidas, se mantiene la tendencia clásica del mercado de en la que los **sectores de “hostelería” y “moda y complementos” son las actividades comerciales más activas**
- El análisis de las superficies demandadas permite observar una **fuerte concentración de la misma en locales pequeños** (menos de 200 m²) que han representado el 82% total de peticiones. El crecimiento de demandas en este rango de superficie responde a una mayor demanda de locales por parte de particulares que buscan iniciar una nueva actividad comercial como alternativa al trabajo por cuenta ajena.
- **Las ventas minoristas han continuado en 2013 con la tendencia negativa** de los últimos años, observándose resultados algo más positivos en la última parte del año.

³⁶ Las referencias a ORO; PLATA y BRONCE, se corresponden con la de Zona Prime, Secundaria y Local/Secundaria.

Las visitas a los centros comerciales, sin embargo, no han mantenido esa tendencia y siguen en tasas negativas.

- **La oferta de nuevos centros comerciales se mantiene en niveles muy ajustados.** Sólo se han inaugurado en 2013 centros pequeños en toda España.
- **El mercado de inversión en centros comerciales se ha incrementado de manera muy acentuada** respecto a años anteriores, tanto en volumen como en número de operaciones.
- En el mercado de inversión de locales comerciales se mantiene el importante **interés por parte de inversores privados en locales ubicados en los ejes más comerciales.** En el caso del inversor institucional y family offices con gran capacidad inversora, el interés se ha centrado en activos Prime.

Tabla 82. Resumen tendencias centros comerciales.

Resumen de las principales tendencias de los centros comerciales
Búsqueda de nuevos emplazamientos.
Rentas de alquiler continúan reduciéndose.
Sector "hostelería" como la actividad comercial más activa
Fuerte concentración en locales pequeños
Ventas minoristas tiene una tendencia negativa.
Visitas a centros comerciales siguen una tendencia negativa
Reducida oferta de nuevos centros comerciales
Incremento del mercado de inversión en centros comerciales
Inversores con interés en ejes comerciales y zonas Prime

Fuente: Elaboración propia

Previsiones

- Aunque las previsiones de evolución de la economía no indican una clara mejora del mercado de trabajo ni una fuerte recuperación del consumo, sí adelantan que el **PIB de España va a crecer en 2014**, después de varios años de evolución negativa.
- Los operadores comerciales encuentran el mercado en su punto más bajo. Si bien, tienen la seguridad de que el comportamiento de sus unidades de negocio será mejor en los próximos meses de lo que lo ha sido en los anteriores.
- **El mercado seguirá polarizado**, con la demanda centrada especialmente en locales comerciales situados en entornos "muy comerciales" ó "potencialmente muy comerciales".

- La **tasa de disponibilidad** va a mantener una **tendencia ascendente** en los centros y calles comerciales secundarias. En las mejores ubicaciones comerciales, tanto en centro comercial como en calle, se mantendrán los actuales niveles de desocupación ya de por sí bajos.
- **Las rentas de alquiler en las mejores ubicaciones comerciales comenzarán a estabilizarse.**
- **Se mantendrá el interés inversor por el mercado de centros comerciales en cualquiera de sus tipologías.**
- En el caso de locales en calle, **la alta demanda de producto Prime por parte de fondos de inversión especialistas en retail y de inversores privados** observada en la última parte del año 2013, se mantendrá en 2014, dado el elevado interés por esta tipología de activos.

Análisis DAFO

Una vez analizadas las características particulares del inmueble objetivo, las tendencias y previsiones de los centros comerciales en general, conviene destacar algunos elementos positivos y negativos que lo condicionan y para ello, se procede a realizar un análisis DAFO. Con este análisis se identifican las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades. Analizando elementos que influyen en el ámbito externo (Amenazas y Oportunidades) y en el ámbito interno (Debilidades y Fortalezas).

Tabla 83. DAFO del centro comercial.

Debilidades	Fortalezas
Aspecto negativo de una situación interna y actual	Aspecto positivo de una situación interna y actual
<ul style="list-style-type: none"> • Cumplimiento de normas de comunidad por parte de los inquilinos • Competencia desleal • Limitación de horarios de apertura y cierre • Gastos Totales ligeramente superiores 	<ul style="list-style-type: none"> • Ubicación centro de Valencia. • Muchos servicios en un pequeño espacio. Sinergias. • Gestión unitaria de ciertos servicios: vigilancia y aseos. • Disponibilidad aparcamiento clientes
Amenazas	Oportunidades
Aspecto negativo de una situación externa y su proyección futura	Aspecto positivo de una situación externa y su proyección futura
<ul style="list-style-type: none"> • Menor poder adquisitivo de las economías domésticas • Falta de atractivo de los operadores comerciales • Ajustes de rentas de alquiler • Tendencia negativa de las visitas a centros comerciales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mejoras en las perspectivas de la economía • Tendencias positivas del mercado de inversión en centros comerciales. • Mayor demanda de locales pequeños. • Mayor demanda de locales en zona Prime

Fuente: Elaboración propia

Debilidades

- ✓ *Cumplimiento de normas de comunidad por parte de los inquilinos.*

Los arrendatarios se obligan expresamente a la firma del preceptivo contrato al cumplimiento de unas normas, como pueden ser, imposibilidad de cambio del destino-uso a que se dedica el operador, ornato del local, obligación de cumplir un determinado horario de apertura y cierre del centro.

- ✓ *Dependencia del equipo gestor.*

La formación del equipo gestor es fundamental para potenciar y mantener el interés de operadores y usuarios tanto para implantar su insignia y mantener la ubicación en el tiempo, en el caso de los primeros; como en cuanto a los usuarios para que retengan la mejor imagen del centro.

- ✓ *Diversidad de Operadores.*

La diversidad de operadores y con ello el de productos que se ofrecen a los usuarios del centro, debe incrementarse para dar como resultado una oferta variada y atractiva, que se materializará en la mayor presencia de clientes en el centro.

- ✓ *Gastos Totales ligeramente superiores para los comercios.*

Los gastos que soporta mensualmente un local para llevar a cabo su actividad, se ven incrementados si el mismo se integra en un área comercial (galería, boulevard o centro comercial), ya que estos espacios aportan unos servicios genéricos (limpieza zonas comunes, vigilancia, publicidad, etc.) que deben sufragarse entre todos los integrantes de ese espacio comercial. Y ello al margen de normas comunes de obligado cumplimiento para todos los comercios como es, un horario amplio de apertura al público que repercuta directamente en el incremento de los costes salariales que deban pagar los establecimientos a sus empleados.

Fortalezas

- ✓ *Ubicación en el centro de Valencia.*

El centro comercial se encuentra en pleno centro de Valencia, siendo esta una de sus principales ventajas competitivas. No solo atraerá a aquellos clientes que vengán de compras al centro, sino a los trabajadores de las empresas que hay a su alrededor, así como, a extranjeros que vienen a disfrutar del patrimonio histórico de la ciudad.

- ✓ *Muchos servicios en un pequeño espacio. Sinergias.*

Los usuarios de la galería dispondrán de una variada oferta de establecimientos (la búsqueda de los mejores operadores será uno de los objetivos de la gerencia de la centro), ello complementado con una oferta de restauración tanto para almuerzos, comidas o cenas como para un coctel en un acogedor entorno.

- ✓ *Gestión unitaria de ciertos servicios: vigilancia y aseos.*

Se cuenta con unos servicios adicionales costeados entre todos los inquilinos, que alcanzan también al mantenimiento de las zonas comunes que hace más cómodo el tránsito de los visitantes, que se sentirán atraídos por la celebración de eventos que promueva la gerencia del centro.

- ✓ *Disponibilidad de aparcamiento para los clientes.*

El servicio de aparcamiento que ofrece las Galerías Centrum es una de sus fuertes ventajas competitivas, por una compra superior a 30 euros en cualquiera de sus tiendas se puede disfrutar de 2 horas de aparcamiento gratuito en cualesquiera de los cuatro aparcamientos cercanos con los que se mantiene un concierto de colaboración.

Amenazas

- ✓ Menor poder adquisitivo de las economías domésticas.

La crisis ha afectado al poder adquisitivo de las familias, que han tenido que reducir el consumo, que han provocado una caída drástica de las ventas de los comerciantes y todo ello ha conllevado un efecto negativo en el sector retail.

Sigue existiendo una elevada incertidumbre sobre la situación futura de la economía.

- ✓ Falta de atracción de los operadores comerciales.

Se observa un cambio de tendencia en los operadores por ubicarse en calle en vez de situarse en un centro comercial, ya que el primer posicionamiento les proporcionaría mayor nivel de autonomía en la toma de decisiones que repercutieran en la captación de un mayor número de clientes.

- ✓ Ajuste de las rentas de alquiler.

La restricción en el consumo con motivo de la crisis que se atraviesa, repercute directamente en la cuenta de explotación de cualquier operador que provoca el efecto de ajuste en toda la cadena de costes del producto que ofrece, y el arrendamiento del local supone un importe elevado en la tasa de esfuerzo (alquiler/ventas) final. No obstante, las previsiones auguran una estabilización de las rentas de alquiler.

- ✓ Tendencia negativa de las visitas a centro comerciales.

La situación económica que vive el país ha provocado que cada vez menos personas visiten los centros comerciales, y consecuentemente ello repercute en un menor consumo.

Oportunidades

- ✓ Mejoras en las perspectivas de la economía. Aumento del PIB.

Según el informe de proyecciones de la economía española elaborado por el Banco de España, se espera que para los años 2014-2015 se consolide la recuperación de la actividad, con tasas de crecimiento positivas superiores al 1%. Por su parte, la demanda interna se consolidará como la principal fuente de contribución de crecimiento del PIB, alentado por la mejora de la confianza y una cierta relajación de las condiciones financieras. Todo ello contribuirá a unos mayores ingresos en el sector retail español.

- ✓ Tendencia positiva del mercado de inversión en centros comerciales.

Tal y como se ha comentado en otro apartado, en el año 2013 se ha triplicado el volumen de inversión en centros comerciales con respecto al año 2012.

- ✓ Mayor demanda de locales pequeños.

Salvo las grandes firmas en cualquier sector que demandan locales de grandes dimensiones, la tendencia es más extendida es la búsqueda locales de 30 a 60 metros cuadrados (en la Galería Centrum el 80% de estos se sitúan en ese rango de metros), y ello por el hecho de que el comerciante ofrece un trato directo y personalizado a sus clientes, la relación con sus trabajadores es más cordial casi familiar, y que la inversión inicial y su amortización en el tiempo comporta menos riesgos e incertidumbres.

- ✓ Mayor demanda en zonas Prime.

Las zonas Prime son las más demandadas tanto por inversores como por operadores comerciales.

Análisis económico.

Datos económicos.

Así, y pese a la crisis de consumo que nos afecta desde el 2008, los números de ingresos del 2013 se sitúan en poco más de 1,5 millones de euros, opinando que la corrección ha tocado fondo y por ello se estima que en los ejercicios a futuro la tendencia será positiva.

Por lo que respecta a los gastos, los más significativos son los gastos de comunidad, que engloban todos los servicios que se prestan a locales y zonas comunes. Los más significativos son vigilancia, limpieza, mantenimiento instalaciones y maquinaria, electricidad y publicidad.

Los gastos de personal, alcanzan al gerente del centro en el que recaen las responsabilidades comerciales y de gestión en su más amplio concepto y la persona de administración.

En resumen los gastos anuales se sitúan en su conjunto en 588.000 euros años. Destaca en entre ellos el concepto de -otros servicios-, que componen los de suministros de luz y agua, mantenimiento y reparación de instalaciones, limpieza y seguridad del centro, y publicidad.

En el Anexo 24 se adjunta la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Galería Centrum y en el Anexo 25 la Cuenta de Otros Servicios desglosado por conceptos.

Proyecciones.

En la tabla siguiente, se reflejan los datos de ingresos y gastos de los ejercicios 2012/2013.

Analizados los mismos, se han establecido unos parámetros a futuro en relación a los ingresos y gastos proyectados al periodo 2014 al 2018, se parte en nuestro análisis de proyecciones negativas para el primer ejercicio (2014) en lo relativo a los ingresos, ello en contra de las versiones oficiales que señalan que la tendencia negativa se ha invertido para el indicado ejercicio.

De las proyecciones indicadas se obtienen que al final del quinquenio analizado los ingresos en su conjunto se habrán revalorizado (fecha a fecha), cerca de un 3,50%.

Con respecto a los gastos, los relativos al personal el coste de los mismos se mantiene congelados para los primeros años (2014-2015), evolucionando los mismos en el siguiente trienio, siempre en menor porcentaje que el incremento en ventas y por supuesto en cuanto a la previsión del IPC. El resto de gastos (mantenimiento, limpieza, seguridad, suministros y publicidad, entre otros) crecen un 6,67% en el conjunto del periodo analizado. Se observa en el cuadro anexo 2, el detalle de la cuenta de otros servicios, que como se ha comentado es la más relevante en importe, y deberá en su caso analizarse el coste de alguno de sus componentes como puede ser el coste del suministro eléctrico, y a futuro si las circunstancias económicas lo aconsejan el de publicidad.

No se tiene en cuenta el efecto impositivo del IS, dado que el mismo no tiene repercusión significativa dado que Alsia está acogida al régimen tributario especial de las Socimis.

Tabla 84. Flujos de Caja de la Galería Centrum

	Real 2012	Real 2013	Proy. 2014	Proy. 2015	Proy. 2016	Proy. 2017	Proy. 2018
Ventas (ingresos por arrendamientos, servicios, etc.)	1.623.902	1.553.586	1.522.515	1.522.515	1.537.740	1.568.494	1.607.707
Margen bruto	1.623.902	1.553.586	1.522.515	1.522.515	1.537.740	1.568.494	1.607.707
Gastos de personal	(116.271)	(116.237)	(116.237)	(116.237)	(117.399)	(119.160)	(121.543)
Otros gastos de explotación	(481.511)	(473.714)	(478.451)	(483.236)	(488.068)	(495.389)	(505.297)
Otros gastos/ingresos de explotación	(2.533)	(3.560)	(3.489)	(3.489)	(3.524)	(3.594)	(3.684)
EBITDA	1.023.587	960.075	924.338	919.553	928.749	950.351	977.183
Amortización	(229.731)	(230.011)	(230.011)	(230.011)	(230.011)	(230.011)	(230.011)
Fcaja	1.253.318	1.190.086	1.154.348	1.149.564	1.158.759	1.180.362	1.207.193
Inversión en inmovilizado			(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Fcaja - Inversión Inmov			1.134.348	1.129.564	1.138.759	1.160.362	1.187.193
Tasa de descuento:	7,20%						
Fcaja actualizado:		1.190.086	1.058.161	982.927	924.374	878.647	838.586
Valor residual:							11.619.044
						Valor Empresa	17.491.824

Proyecciones	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento de ventas	(4,3)%	(2,0)%	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%
Evolución gastos personal		0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%
Evolución otros gastos		1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	2,0%

Elaboración propia a partir de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de la Galería Centrum

Las proyecciones realizadas son prudentes y acorde con las incertidumbres económicas de futuro, para cada año se toman unas hipótesis de crecimiento de ventas y de gastos. Lo importante a la hora de hacer este tipo de valoraciones, es ser prudentes con el porcentaje de crecimiento. Se ha considerado que todos los aumentos son inferiores al 2,65% calculado en el apartado de la valoración de la compañía. Por su lado, la tasa de descuento se encuentra en el 7,20%, tal y como establece la Orden ECO/805/2003 para la Zona Prime y para este tipo de establecimiento. El valor residual o valor de continuación de la compañía se ha calculado con el método de capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, tal y como se realizó en el apartado 4.5.1.6. de este TFC para valorar el valor del negocio.

Con todo lo expuesto, la inversión a realizar se sitúa en torno a 17 millones de euros. Si consideramos el valor obtenido de la empresa como precio de compra, para calcular las rentabilidades de cada año se utilizará la siguiente ecuación:

$$\frac{\text{Renta Anual percibida}}{\text{Importe Compra Inmueble}} * 100$$

Por lo que las rentabilidades obtenidas en los cinco años proyectados estarían en torno a un 6,8% y 6,9%.

Complejo Hotelero Valencia

Antecedentes.

Como complemento a la inversión hotelera como actividad principal de la sociedad, se han detectado diversas oportunidades de negocio en ese sector.

De los diversos establecimientos tanto en el segmento vacacional como el urbano, consideramos que deberíamos diversificar hacia un hotel con destino prioritario urbano. Así en la ciudad de Valencia, que tampoco descartaremos como destino turístico, se ha contactado con SAREB – Sociedad de Gestiona de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria-, que oferta el denominado Hotel Parque Central.

El Establecimiento.

El hotel se sitúa en la Pza. Manuel Sanchis Guarner de Valencia, la edificación total es de 12.805 metros cuadrados que se distribuyen en 8 plantas sobre el nivel de la calle.

El establecimiento con categoría de 4 estrellas, está situado en pleno centro de Valencia, a menos de 1 Km, de la Plaza de Ayuntamiento, la Estación de Trenes y del centro financiero y comercial de la ciudad. A una distancia de 3 a 5 Km, se sitúa el complejo de la Ciudad de las Artes y las Ciencias y el Oceanográfico y alguna de las excelentes playas junto al Paseo Marítimo.

Dispone de 192 habitaciones dobles, algunas de las que por sus amplias dimensiones se catalogan como doble superior o junior suite. Todas disponen de baño completo con secador, aire acondicionado, calefacción, TV, teléfono, acceso internet (ADSL y WIFI), minibar y caja fuerte.

Cuenta con instalaciones complementarias como restaurante, cafetería y un elevado número de salones para la realización de cualquier tipo de eventos y reuniones, disponiendo de un importante equipo audiovisual para dar soporte a cualquier tipo de presentación; los salones en un número máximo de 7, alcanzan en su conjunto un total de más de 2.000 metros cuadrados.

Inmuebles Competidores.

Según la Cámara de Comercio de Valencia en su informe “La Comunidad Valenciana en cifras 2013” el número de hoteles en la Comunidad Valenciana es de 748 con un total de plazas ofertadas de 124.076. En cuanto a la provincia de Valencia, el número total de hoteles es de 240 hoteles, de los que 58 tiene categoría de 4 estrellas con 14.700 plazas.

En un radio de 5 kilómetros encontramos cerca del Hotel Senator Parque Central, 11 hoteles de su misma categoría de 4 estrellas. No obstante, ninguno se encuentra en el Eixample³⁷, donde se sitúa este complejo sino que se concentran en la zona del centro histórico de la ciudad o bien por la zona del Palau de la Música.

³⁷ Nombre del Barrio de Valencia donde se sitúa el Hotel.

Análisis de las tendencias de los mercados hoteleros.

Según el informe “UrbanTUR 2.012” emitido en Mayo 2.013 por Exceltur – Asociación sin ánimo de lucro formada por los más relevantes grupos empresariales turísticos españoles- entre las 20 ciudades españolas más importante sitúa a la capital valenciana en el tercer lugar del ranking, solo por detrás de Barcelona y Madrid y por delante de Sevilla, Málaga y Zaragoza. Este informe analiza la posición de las indicadas ciudades turísticas españolas a través de 57 indicadores. De ellos, Valencia destaca, entre otras cosas, por su capacidad de atracción de turismo familiar y por la calidad de la oferta hotelera.

A su vez, el sector hotelero también es analizado en el informe de Aguirre Newman “Mercado Inmobiliario Español. Resumen de tendencias”, destacando lo siguiente:

- El mercado hotelero en el año 2013 ha seguido condicionado por el efecto positivo del crecimiento de España, como **destino turístico internacional**, que contrarresta el efecto negativo de la contracción del mercado doméstico y de negocios por el deterioro del entorno económico nacional.
- España se mantuvo en 2013 como el **principal destino para los turistas de fuera de la UE** situándose como el **segundo mayor mercado hotelero de la UE** solo superado por Francia, y por delante de Italia.
- La cifra de inversión hotelera, en la que se incluye tanto la inversión en hoteles en funcionamiento como la compra de inmuebles para un futuro cambio de uso a hotelero, alcanzó los **796 millones de euros en el año 2013**, lo que representa un incremento considerable respecto a los 420 millones de euros registrados en 2012.

Tabla 85. Principales tendencias de los mercados hoteleros.

Resumen de las principales tendencias de los mercados hoteleros
Efecto positivo como destino turístico internacional
Efecto negativo del entorno económico nacional
Principal destino para los turistas fuera de la UE
Segundo mayor mercado hotelero de la UE
Grandes diferencias entre los principales destinos españoles
Aumento significativo de la cifra de inversión en este tipo de activo.

Fuente: Elaboración propia

Previsiones 2014

- Para el año 2014, continuará la **tendencia de crecimiento moderado** del sector hotelero, que se ampliará a más destinos vacacionales y urbanos, por la fortaleza del mercado vacacional internacional. Será también clave el esperado cambio en el mercado nacional y en el segmento de negocios.
- El año 2014 será clave de cara a un cada vez más **cercano cambio de ciclo**, tanto en destinos vacacionales como urbanos. Las mejores perspectivas a medio plazo se fundamentan en la recuperación económica nacional.

- La capacidad de **instaurar nuevas fórmulas y modelos de gestión**, tanto a nivel contractual como de producto, serán la clave de la diferenciación y del éxito.
- Se mantiene el interés por las **cadena internacionales en crecer vía gestión ó franquicia y de las cadenas nacionales, vía arrendamiento ó gestión**. El interés se centra en la apertura de nuevos establecimientos en las mejores ubicaciones de las principales ciudades, vía reposicionamiento de hoteles existentes o transformación de edificios vacíos de oficinas, donde el uso hotelero presenta un mayor nivel de rentabilidad y maximiza el valor del inmueble en el largo plazo.

Análisis DAFO

Tabla 86. DAFO del hotel

Debilidades	Fortalezas
Aspecto negativo de una situación interna y actual	Aspecto positivo de una situación interna y actual
<ul style="list-style-type: none"> • Ubicación zona Secundaria • No dotación de aparcamiento. • Marca poco conocida • Distancia a monumentos más emblemáticos. 	<ul style="list-style-type: none"> • No concentración de competidores • A 10 minutos de la estación de tren • Principal acceso a la ciudad de Valencia • Importante área para eventos
Amenazas	Oportunidades
Aspecto negativo de una situación externa y su proyección futura	Aspecto positivo de una situación externa y su proyección futura
<ul style="list-style-type: none"> • Industria en constante y rápida evolución • Escasez de recursos hídricos y elevados consumo energético. • Países emergentes 	<ul style="list-style-type: none"> • España consolidada como segundo destino turístico. • Mejoras en las perspectivas de la economía. • Cambios en el transporte de pasajeros • Sofreoferta de sol y playa

Fuente: Elaboración propia

Debilidades

- ✓ *Ubicación zona Secundaria.*

El hotel Senator Parque Central se encuentra en lo que se considera zona secundaria que es aquella que suele estar próxima a la zona prime y que tiene elevados niveles de actividad respecto a su uso, sin llegar a alcanzar la exclusividad de la zona prime.

- ✓ *No dotación de aparcamiento.*

El hotel no cuenta con aparcamiento propio. Si bien tiene un concierto de colaboración con un parking público situado a menos de 300 metros, esto supone una cierta incomodidad para los clientes que puedan alojarse en el hotel.

- ✓ *Marca poco conocida.*

La cadena Hoteles Playa Senator no es muy conocida si la comparamos con otras como Meliá, NH o Hilton. Ello puede provocar desconfianza o falta de fiabilidad entre los clientes.

✓ *Distancia a monumentos más emblemáticos.*

El hotel se encuentra a 20 minutos andando del centro de la ciudad de Valencia y a 30 de la Ciudad de las Artes y las Ciencias, pese a que no se trata de una distancia muy elevada hay que desplazarse ya que en la zona del Hotel Senator no podemos encontrar ningún lugar emblemático de la ciudad. Asimismo, el transporte público no ofrece buenas conexiones por la zona ya que la parada de metro más cercano esta a 13 minutos a pie, y aunque haya varias paradas de autobús cerca no todas acceden al centro de la ciudad.

Fortalezas

✓ *No concentración de competidores.*

El hotel Parque es el único hotel de cuatro estrellas que cubre toda la zona del Eixample y la Avenida Peris i Valero. Asimismo, es el hotel más cercano a la estación de trenes Joaquín Sorolla. El hotel más próximo se encuentra a 2,5 kilómetros. La mayoría de hoteles se concentran por la zona del casco antiguo de Valencia y por la zona de la Ciudad de las Artes y las Ciencias.

✓ *A 10 minutos de la estación del tren.*

La estación Joaquín Sorolla donde se concentran las líneas de trenes de alta velocidad y Euromed, se encuentra a tan solo 10 minutos del hotel. Por lo que el hotel goza de una situación privilegiada para captar clientes que deseen hospedarse cerca de la estación.

✓ *Principal acceso a la ciudad de Valencia.*

La ciudad de Valencia tiene tres entradas principales para acceder por vía terrestre. Una de ellas, ubicada al sur de la ciudad es la V-31, más conocida como Pista de Silla, que es la ruta de comunicación con poblaciones como Albacete, Alicante u otros enclaves turísticas de la costa valenciana.

✓ *Importante área para eventos.*

El hotel Senator dispone de 7 salones que en su conjunto alcanzan más de 2.000 metros cuadrados. Además, cuenta con un equipo audiovisual y técnico muy completo. Se trata, por tanto, de un hotel enfocado en su mayoría al turismo de negocios

Amenazas

- ✓ Industria en constante y rápida evolución.

El sector turístico, al igual que la economía mundial, está sujeto a constantes cambios. Estos cambios provienen tanto de la propia actividad como del entorno en la que se desarrolla.

En el sector turístico tiene una importancia relevante los sistemas de información ya que son un instrumento para mejorar la competitividad. Las TICs³⁸ han contribuido al crecimiento masivo del turismo y al aumento del volumen de la oferta y la demanda. Y es por ello, una de las razones de la rápida evolución del sector.

El sector turístico español debe gestionar aquellos cambios que le permitan seguir creciendo en rentabilidad y valor social, derivados de la cambios producidos por la profunda crisis que ha padecido España, adaptándose a un entorno cada día mas dinámico.

- ✓ Países emergentes.

Según el informe de Resultados de la Actividad Turística en España del 2.012, realizado por Instituto de Estudios Turísticos dependiente del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, las áreas geográficas en las que se agrupan los países considerados como competidores son:

- Mediterráneo Sur: Turquía, Túnez, Egipto y Marruecos.
- Mediterráneo Norte: Croacia, Chipre, Bulgaria, Grecia e Italia.
- Área Americana: R. Dominicana, Cuba, México, Brasil y EEUU.
- Europa Occidental: Alemania, Reino Unido, Francia y Portugal.

Frente a ellas se es más competitivo en las áreas del Mediterráneo Sur y Mediterráneo Norte, en cambio para las zonas del Área Americana y de Europa Occidental se observa una pérdida de competitividad.

En los últimos años se han realizado importantes esfuerzos en la mejora y creación de infraestructuras, que no obstante no hacen que mejore la evolución de unos preciso a la baja por la gran competencia que existe en el sector.

- ✓ Escasez de recursos hídricos y elevados consumo energético.

España es un país de fuertes contrastes geográficos. Existen unas acusadas diferencias entre las áreas con abundantes recursos hídricos del norte y noroeste y las áreas secas del sur y del este.

Algunas áreas con mayores limitaciones hidrológicas naturales experimentan un proceso notable de concentración urbana y un fuerte desarrollo del sector turístico. Esta situación incrementa el riesgo de escasez de los recursos hídricos.

³⁸ Tecnologías de la Información y la Comunicación.

En cuanto al consumo energético, como país desarrollado e industrializado, España es el segundo país de la UE, entre los mayores consumidores de energía con una tasa de dependencia energética del exterior más elevada, un 73%.

Oportunidades

- ✓ España consolidada como destino turístico. Marca España.

En la actualidad, España se encuentra entre los cinco países más visitados del mundo. Consolidada como uno de los destinos turísticos de referencia en las últimas décadas, la identificación de la marca **“España”** con el sector turístico es casi inevitable. El sector turístico tiene una fuerte repercusión en todos los sectores económicos de la sociedad española y es generador de riqueza y empleo.

- ✓ Mejoras en las perspectivas de la economía.

Tal y como hemos mencionado anteriormente, se esperan tasas de crecimiento de la economía entorno a un 1%, y que la demanda empiece a reactivarse.

- ✓ Cambios en el transporte de pasajeros

El cambio en el sector del transporte de pasajeros ha tenido una trascendental importancia en el sector turístico. Así hoy en día está al alcance de cualquiera el viajar en las compañías de bajo coste.

La mejoría en las infraestructuras de la red de carreteras igualmente ha sido notable. Y finalmente la extensa red de conexiones de líneas ferroviarias con especial relevancia en los trenes de Alta Velocidad, han conformado un cambio en la tipología del turista que visita diversos enclaves en sus cada vez más cortas estancias.

- ✓ Sobreoferta alojamiento sol y playa.

Históricamente, el producto de sol y playa ha sido el verdadero motor de la actividad turística española para situarse en la posición de liderazgo mundial que ostenta. Si bien, presenta síntomas de madurez provocados por la antigüedad del producto, el crecimiento continuado de la oferta, la irrupción de nuevos países competidores con un producto de sol y playa competitiva y, finalmente, el desarrollo del turismo residencial ligado al desarrollo inmobiliario. Se observa una tendencia hacia la promoción de otro tipo de turismo (turismo cultural, turismo ecológico, turismo activo..)

Análisis económico.

Datos económicos.

Para el mismo hemos dispuesto de las cuentas de explotación de los 2 últimos ejercicios (2012-2013), que se adjuntan como Anexo 26, en las mismas y como resumen se han establecido parámetros como precio medio, porcentaje de ocupación que nos han servido como base de comparación con establecimientos de parecidas características por el número de habitaciones, clasificación hotelera y entorno próximo (comercial, cultural, turístico y financiero). Así la ocupación ha crecido un 7% en el periodo 2012-2013, comportándose bastante mejor que la media del sector según las cifras que muestra el Observatorio Turístico de la Comunidad Valenciana en su informe del año 2.013. En relación al precio medio por habitación – que pasa de 32,90 a 35,20 euros- se considera muy adecuado y ello en base a que el REVPAR – Revenue per Available Room- , Ingresos medios por habitación disponible, según el citado observatorio era de 29,90 euros, lo que ofrece un cierto margen de maniobra frente a los establecimientos competidores.

En relación tanto al GOP -Gross Operating Profitem- , o Beneficio Operativo Bruto, como al BAI –Beneficio antes de intereses e impuestos-; Earning Before Interest and Taxes; se han comparado con los que proporciona el hotel que explota la compañía considerándose los mismos adecuados.

Tabla 87. Flujos de Caja del Hotel Parque Central Valencia

	Real 2012	Real 2013	Proy. 2014	Proy. 2015	Proy. 2016	Proy. 2017	Proy. 2018
Ingresos	1.078.242	1.171.094	1.229.649	1.291.131	1.355.688	1.437.029	1.537.621
Habitaciones	921.245	994.945	1.044.692	1.096.927	1.151.773	1.220.880	1.306.341
Comida y Bebida	131.218	147.225	154.586	162.316	170.431	180.657	193.303
Otros	25.779	28.924	30.370	31.889	33.483	35.492	37.977
Gastos de personal	(298.937)	(328.206)	(333.129)	(338.126)	(344.889)	(351.786)	(362.340)
Coste directo comida y bebida	(52.568)	(58.980)	(59.570)	(60.165)	(60.767)	(61.982)	(63.532)
Otros gastos de explotación	(394.401)	(432.746)	(437.073)	(441.444)	(445.859)	(454.776)	(466.145)
Gastos ajenos	(55.120)	(61.843)	(62.461)	(63.086)	(63.717)	(64.991)	(66.616)
EBITDA	277.216	289.319	337.415	388.309	440.456	503.493	578.988
Amortización	(304.039)	(254.480)	(254.480)	(254.480)	(254.480)	(254.480)	(254.480)
Fcaja	581.255	543.799	591.895	642.789	694.936	757.973	833.468
Inversión en inmovilizado		0	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)	(20.000)
Fcaja - Inversión Inmov	-		571.895	622.789	674.936	737.973	813.468
Tasa de descuento:	7,85%						
Fcaja actualizado:	543.799	530.269	535.428	538.025	545.456	557.493	
Valor residual:							

9.720.395

Total:	12.427.066
---------------	-------------------

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Crecimiento de ventas		5,00%	5,00%	5,00%	6,00%	7,00%
Evolución gastos personal		1,50%	1,50%	2,00%	2,00%	3,00%
Evolución otros gastos		1,00%	1,00%	1,00%	2,00%	2,50%

Fuente: Elaboración propia a partir de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Hotel Parque Central.

Conclusiones.

Las proyecciones realizadas son prudentes y acorde con las incertidumbres económicas de futuro, para cada año se toman unas hipótesis de crecimiento de ventas y de gastos. En este caso, a diferencia del centro comercial las previsiones de crecimiento superan el 2,65% que se tenía como tasa media de referencia de la inflación. La explicación es que las previsiones de crecimiento del sector turístico, y por tanto hotelero, son superiores a la media que se estima para la totalidad de los sectores en el país. Por su lado, la tasa de descuento se encuentra en el 7,85%, tal y como establece la Orden ECO/805/2003 para la zona Secundaria y para este tipo de establecimiento - hoteles. El valor residual o valor de continuación de la compañía se ha calculado con el método de capitalización a perpetuidad de los flujos de caja futuros, tal y como se realizó en el apartado 4.5.1.6. de este TFC para valorar el valor del negocio.

Con todo lo expuesto, la inversión a realizar se sitúa en torno a 12 millones de euros. Si consideramos el valor obtenido de la empresa como precio de compra, para calcular las rentabilidades de cada año se utilizará la siguiente ecuación:

$$\frac{\text{Renta Anual percibida}}{\text{Importe Compra Inmueble}} * 100$$

Por lo que las rentabilidades obtenidas en los cinco años proyectados estarían en torno a un 5% y 6,5%.

4.10.4. Elección de la alternativa de inversión.

El Consejo de Administración de Promociones Alsia SOCIMI S.A., se reunió para el análisis de las dos inversiones planteadas y expuestas en los puntos anteriores, adoptó por unanimidad de todos sus miembros elegir la alternativa de inversión en el activo denominado “**Galería Centrum**”, en base a los motivos siguientes:

- Se trata de un activo en zona Prime, su actividad comercial es un área nueva para la compañía con lo cual diversifica el origen de sus ingresos.
- El monto de la inversión a realizar aunque es elevada, ofrece una rentabilidad por encima del 6% que es adecuada para nuestros días. Además, se trata de una rentabilidad menos “volátil” que la de la otra opción barajada.
- En la gestión de la galería, se utilizarán los recursos humanos de los que Promociones Alsia dispone en su organización, con lo que se generarán ahorros importes en la escala de costes; aun cuando se requerirá de apoyo específico en el área comercial a fin de mantener el máximo nivel de ocupación.
- Se ha tenido en cuenta una hipotética desinversión a futuro, y en opinión de los consejeros se valoraría más positivamente, por un tercero inversor, el activo de uso comercial que el hotelero.

5. CONCLUSIONES

5. Conclusiones

Llegado al último capítulo del presente documento, son expuestas las conclusiones a las que se ha llegado. En la elaboración del Trabajo Final de Carrera, *Las Sociedades Cotizadas Inmobiliarias como vehículo de inversión. El caso práctico de una empresa familiar*, se ha pretendido realizar una aproximación a este vehículo de inversión desde dos ópticas: una teórica a través del estudio de las SOCIMI y una práctica, mediante la transformación de una empresa familiar.

A la actual crisis financiera mundial se le añade la crisis propia que está afectando al sector inmobiliario. Cobra especial importancia el análisis de este sector ya que fue uno de los principales desencadenantes de la situación en la que se encuentra inmersa España y guarda una estrecha relación con el objeto del trabajo. La situación actual del mercado inmobiliario viene caracterizada por una serie de acciones indebidas que se emprendieron en los años del crecimiento del sector, y que necesita de manera urgente grandes reformas para volver a remontar.

Como se ha plasmado en el análisis del sector inmobiliario en España, al margen de las cifras macroeconómicas, ha quedado patente que el sector inmobiliario ligado al de la construcción, ha sido uno de los motores de la economía nacional, y que al margen de los aspectos negativos que le afectan por la crisis financiera, las medidas que se adopten para relanzar el sector, vía viviendas en alquiler, rehabilitación centros históricos, legislación acorde a la época actual; servirán para dar nuevo impulso al sector inmobiliario.

Los primeros pasos, de este vehículo de inversión, se dieron en Estados Unidos con la creación de los Real Estate Investment Trust hace 50 años, por la inquietud de gestores y pequeños inversores de financiar proyectos de inversión inmobiliaria de gran envergadura a los que individualmente nunca tendrían acceso. Así, hoy en día se han convertido en el mayor vehículo de inversión inmobiliaria de los países que adoptan ese régimen. Como se ha podido comprobar, el crecimiento del volumen de negocio de las sociedades cotizadas inmobiliarias, tanto en Estados Unidos como en otros países, ha sido espectacular en los últimos tiempos, sobreviviendo incluso a la peor crisis económica mundial que se recuerda.

Lo comentado ha quedado mostrado en los diversos anexos del trabajo, tanto a nivel del crecimiento de la cifra de capitalización de los Reits en la última década, como por la estable tasa de dividendo hacia el accionista, que ha hecho que las salidas a bolsa de estas compañías se multiplicaran.

El auge de los Reits en Estados Unidos ha tenido como consecuencia que muchos de países europeos y otras grandes potencias, cuentan hoy en día con regímenes REIT.

El caso de España, es un caso particular ya que se crearon las SOCIMI en un contexto económico que no fue el más apropiado y bajo una regulación poco alentadora para los inversores, esto supuso un gran fracaso para este vehículo de inversión, que triunfaba en el resto del mundo y que no había conseguido encontrar su hueco en España.

Ante el poco interés mostrado por los inversores y ante la necesidad inminente de reactivar uno de los sectores que hasta el momento había sido el pilar base de la economía española, el 27 de diciembre de 2012 el actual gobierno de Mariano Rajoy aprueba una nueva regulación para estas sociedades cotizadas, con grandes cambios en cuanto a su fiscalidad. La locura se desató entre los inversores al conocer la reducción a tipo cero en el impuesto sobre sociedades. Si bien, esta no es la única medida que hace que este vehículo suscite un gran interés, entre otras podemos destacar la eliminación del límite de financiación ajena, que el capital social mínimo que pasa de 15 millones a solo 5 millones de euros, al igual que los requisitos de diversificación de su activo que en la actualidad es de un solo activo cuando con la anterior legislación se requerían un mínimo de 3 inmuebles, y al porcentaje de distribución obligatoria de beneficios que se sitúan en el 90% de los procedentes de la actividad de arrendamiento cuando con la legislación del 2009, este porcentaje solo alcanzaba al 80%. Desde entonces, y como se ha comentado en la introducción de este TFC el número de noticias sobre este vehículo de inversión se han multiplicado y el número de inversores interesados cada día es mayor. Es el caso de Amancio Ortega, fundador de la compañía Inditex y una de las mayores fortunas del mundo, que anunció el pasado 27 de febrero su intención de convertir Pontegadea Inmobiliaria en una SOCIMI, la mayor de España. Es evidente, el “boom” que se está dando en los últimos meses, ya que estas sociedades son el producto financiero que cuentan con la mejor fiscalidad en España, hoy en día.

En el segundo apartado del TFC, la aplicación práctica, se expone el caso de una inmobiliaria familiar que se ha dedicado prácticamente desde sus inicios al arrendamiento de inmuebles. Los socios se informan por diversos medios de los nuevos cambios normativos aplicados por el gobierno y deciden contactar con su asesor personal. Una vez, toman conciencia de los beneficios fiscales que podría obtener y de las posibilidades de expansión de su compañía con la acogida de nuevos inversores, toman la decisión de convertir Promociones Alsia S.L en una SOCIMI, para ello deberá cumplir unos requisitos previamente establecidos. En el caso de nuestra sociedad, esta no cumplía todos las disposiciones iniciales que establece la Ley 16/2012 para la adopción del régimen. Una vez modificado los estatutos con las oportunas reestructuraciones se procede a la elaboración del Documento Informativo que se presentará al Mercado Alternativo Bursátil.

El análisis económico financiero y la valoración de los fondos propios de la sociedad suponen el grueso del capítulo práctico. Es de vital importancia, la transparencia para este vehículo de inversión, por ello se estudia y publica la situación en la que se encuentra la sociedad con el fin de garantizar a los inversores mayor confianza. De acuerdo, con la información que disponemos de Promociones Alsia SOCIMI S.A, nos encontramos ante una empresa con una buena situación económico- financiera, sin problemas de liquidez, un nivel adecuado de endeudamiento y con una rentabilidad positiva y con perspectivas crecientes.

La valoración de la compañía se ha realizado mediante el método de Descuento de Flujos de Caja, realizando unas proyecciones de la compañía a 10 años y mediante la asunción de diversas hipótesis. Este método aunque se base en estimaciones futuras, es el más utilizado para la valoración de empresas, siempre que mantengamos unas hipótesis prudentes y coherentes al tipo de sociedad de la que se trate. Es muy complicado poder estimar con exactitud los flujos de caja que una compañía generará en 10 años, pero desde luego sigue

siendo mejor que estimar el valor a partir de datos históricos y presentes, debido a los grandes cambios que puede sufrir una compañía, y más en las condiciones de nuestra inmobiliaria con las perspectivas de crecimiento que envuelven a las SOCIMI.

Tras haber valorado el negocio, este se fija en 56.611.275,22 euros, se procede a la realización de una ampliación de capital de 500.000 acciones que es suscrita por Global Investment Ltd., y para una mayor protección de los accionistas antiguos se emiten las acciones al 382,36%, equivalente a 19,16 euros por acción nueva. Además, se realiza un oferta pública de suscripción, emitiendo al MAB, un 20 por cien de la compañía en las mismas condiciones que la ampliación de capital. Con todo ello la sociedad estudiada pasa de ser una inmobiliaria familiar compuesta por cinco accionistas nacionales, a introducir nuevos socios que permitirán abarcar nuevos proyectos de inversión y a crecer como sociedad.

El trabajo concluye con un análisis de las estrategias futuras que podría seguir Promociones Alsia SOCIMI S.A. , entre ellas se encuentra la compra de un hotel de cuatro estrellas a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración, o bien, la adquisición de una galería comercial en el centro de Valencia.

Tras el análisis económico de las dos actividades señaladas, se observan aspectos como que por un lado la inversión a realizar es en el caso de la Galería más elevada. Por el contrario esta tiene unos ingresos producto del arrendamiento de locales más elevados que los que percibe el hotel por su actividad habitual, y que igualmente la cifra de gastos es también mas contenida en la citada galería que en el hotel y ello solo por el hecho de que la prestación del servicio de hospedaje requiere de una mayor estructura en las áreas de recursos humanos propios y de servicios exteriores ajenos, como-cocinas, limpieza habitaciones, lencería-.

Finalmente se observa de la comparación de los flujos de caja de ambos, que la rentabilidad obtenida a lo largo de los 5 años proyectado será mayor en el caso de la Galería Centrun, aspecto que será positivamente valorado entre los accionistas y futuros inversores.

En conclusión por los motivos antes expresados, la sociedad toma la decisión de decantarse por la opción de inversión en la galería comercial

Reflexión final

Sin duda alguna, es el momento para invertir en este segmento de inversión dirigido tanto a pequeños inversores como institucionales. Se aprecia cómo la crisis financiera está dando los últimos coletazos, siendo en algunos sectores el repunte evidente. El inversor a medio o corto plazo tomará un mayor riesgo en sus inversiones, y creemos que la tendencia creciente hacia este tipo de activos inmobiliarios será inminente.

Por otro lado, se observa una tendencia hacia un nuevo modelo de “cultura inmobiliaria”, donde los gestores se profesionalizan, las inversiones se vuelven más líquidas, y donde el afán por construir se deja a un lado para dejar paso al mercado del alquiler.

No obstante, muchos son los que critican este vehículo inmobiliario alegando que se tratará de “el nuevo refugio para las grandes fortunas”. Si bien, es cierto que la inquietud entre los grandes inversores está siendo enorme y que los accionistas de estas compañías se

beneficiaran de los dividendos –mayores debido a la tributación a un 0% - , las inmobiliarias pequeñas y medianas también podrán acogerse a esta normativa, en ningún caso hay restricciones para estas sociedades de menor tamaño, siendo los requisitos de entrada asequibles a cualquier compañía. Por lo que beneficiará a todo un sector donde las PYMES también son mayoría.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS.

CARRASCO, A., DONOSO, J.A., FRESNEDA, S., LARRINAGA, C., HERNANDEZ, J.J., y LOPEZ, R. *Estados Financieros. Teoría y casos Prácticos*. Madrid: Ediciones Pirámide. 2009.

FERNANDEZ, P. *Valoración de Empresas. Bases conceptuales y Aplicaciones Prácticas*. Barcelona: Bresca Editorial. 1ª Edición 2009.

SANJURJO, M. y REINOSA, M. *Guía de Valoraciones de Empresas*. Madrid: Pearson Educación S.A. 2ª Edición 2003.

REFERENCIAS LEGALES Y NORMATIVAS.

España: IBERCLEAR- Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores. *Registro contable, compensación y liquidación de operaciones sobre acciones emitidas por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario*. Circular 1/2013 de 20 de Marzo.

España: Ley 11/2009, de 26 de Octubre, *Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*. BOE del 27 Octubre 2009, nº 259, pág. 89.693.

España: Ley 16/2012, de 27 de Diciembre, *Disposición Final 8ª, por la que modifica la regulación de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario establecida en la Ley 11/2009*. BOE del 28 Diciembre 2012, nº 312, pág. 88.144.

España: Ley 24/1988 de 28 de Julio, *Ley del Mercado de Valores*. BOE del 29 Julio 1988, nº 181. Modificada por Ley 47/2007 de 19 de Diciembre. BOE 304, pág. 52.378.

España: Ley 29/1994, de 24 de Noviembre, de Arrendamiento Urbanos. BOE del 25 Noviembre 1994, nº282, pág. 36.129.

España: Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, *Ley de Instituciones de Inversión Colectiva*. BOE del 5 Noviembre 2003, nº 265, pág. 39.220.

España: Ley 4/2013 de 4 de Junio, *Medidas de flexibilización y fomento del mercado del alquiler de viviendas*. BOE del 5 Junio 2013, nº 134, pág. 542.244.

España: MAB-*Régimen aplicable a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) cuyos valores se incorporen al mercado alternativo bursátil*. Circular 2/2013.

España: MAB-*Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil*. Aprobado en 6 Marzo 2013.

España: Real decreto 1082/2012, de 13 de Julio, *Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva*. BOE del 20 Julio 2012, nº 173, pág. 52.108.

España: Real Decreto 4/2004, de 5 de Marzo, *Texto Refundido de la Ley del Impuesto de Sociedades*. BOE del 11 Marzo 2004, nº 61, pág. 10.981.

ESTUDIOS-INFORMES.

ALMUDÍ, J. *El Régimen Fiscal de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario*. Profesor Titular de Derecho Financiero y Tributario. Estudios Inmobiliarios-Universidad Autónoma de Madrid. FORO SOCIMIS 2 Diciembre 2009.

ARMABEX-Asesor Registrado-. *Presentación SOCIMI. Marco Regulatorio*. 27 Febrero 2014.
BANCO DE ESPAÑA. Informes Trimestrales de la Economía Española.

BOHJALAIN , T. *What History Tells Us REITS. Inflation and Rising Rates*. Vicepresidente de Cohen & Steers. Diciembre 2012.

CATALUNYACAIXA, Servicio de Estudios. *Informe sobre el sector inmobiliario residencial en España*. Enero 2012.

CLAYTON, J. y MACKINNON, G. *Real Estate Investment Trust*. Investment Property Forum. Mayo 2009.

DELOITTE Abogados. SOCIMI. Requisitos y Régimen Fiscal Especial. Informe 2014.

European Public Real Estate Association –EPRA-. Boletín Estadístico Diciembre 2012.

FERNANDEZ, J. *Los REITS españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria*. IntagibleCapital. Octubre 2011.

GARRIDO-Abogados y Asesores fiscales. *Nuevo Régimen Fiscal de las Socimi*. Febrero 2013.
GARRIGUES. *Mercado Alternativo Bursátil sobre régimen aplicable a SOCIMI*. Circular 1-2013. Novedades Mercantil/Fiscal. Marzo, 2013.

GARRIGUES. *Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Tras la reforma introducida por Ley 16/2012, de 27 diciembre. Régimen Legal. Proceso de creación*. 24 Enero 2013.

GARRIGUES. *Sociedades Cotizadas de Inversión en el mercado inmobiliaria (SOCIMI)*. Circular 1-2012. Novedades Mercantil/Fiscal. Diciembre, 2012.

GONZALEZ, A. y Vera A. *Mercado Inmobiliario Internacional. El caso de los REITS*. ENFOQUE Mercado de Capitales. Abril 2010.

HURTADO, R. *SOCIMI: Las REITS Españolas*. Reportaje A FONDO. Director de Popular Gestión SGIIC Grupo Banco Popular. 4º trimestre 2009.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA. *Las Empresas en España*. Boletín 2/2012.

INVERCO. Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. *Características generales de las Instituciones de Inversión Colectiva*. Septiembre 2012.

JOHNSON, B. *The REIT Industry Celebrates 50 Years as a Revolutionary Force*. 18 Octubre 2010.

JUST, T. *What can Europe learn from US*. Informe Deutsche Bank. Noviembre 2.006.

KPMG. *Estudio sobre el Sector Inmobiliario de la Comunidad Valenciana 2008-2009*.

LAGE, L. LAS SOCIMIS. *Estudio comparado con los REITS en el entorno de la Unión Europea*. Instituto de Estudios Fiscales. Cuadernos de Formación. Volumen 16/2013.

LIEDO, M.METROVACESA. SOCIMI: *El Reit Español y el Mercado Inmobiliario*. Director Jurídico en Metrovacesa. Estudios Inmobiliarios-Universidad Autónoma de Madrid. FORO SOCIMIS 2 Diciembre 2009.

LOPEZ, M. *Los activos de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero*. Revista de Estudios de Economía Aplicada. Vol. 23-1, 2005.

MAESO, J. SOCIMI. *El Reit Español*. Director Financiación Inmobiliaria BBVA. Estudios Inmobiliarios-Universidad Autónoma de Madrid. FORO SOCIMIS 2 Diciembre 2009.

MARTIN, J. *El Mercado Alternativo Bursátil. Alternativas para empresas en crecimiento*. Presidente de la Cámara de Comercio de Madrid. Diciembre 2010.

MARTINEZ-ALDAMA, A. *Características generales y regulación de las instituciones de inversión colectiva en España*. Director General de INVERCO. Mayo 2009.

MENDILUCE, E. *El mercado inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT*. Profesor de la Cátedra Inmobiliaria de ESADE. Abril 2005.

MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL. Aspectos claves del nuevo segmento de SOCIMIs. Marzo 2013

Ministerio de Fomento. *Plan de Infraestructuras, Transporte y Vivienda. PITVI (2012-2024)*. Noviembre 2013.

Ministerio de Industria Energía y Turismo. Dirección General de Industria y de la PYME. *Retrato de las Pymes 2013*.

MINISTERIO DE LA VIVIENDA. *Informe sobre la situación del sector de la vivienda en España*. Abril 2010.

PWC. PricewaterhouseCoopers. SOCIMI. *Organización eficiente de cartera inmobiliaria*. 5 Junio 2013.

SEC. Investor Bulletin. Real Estate Investment Trusts. Diciembre 2011.

SOLVENTIS GESTION. *Socimi. Vehículo de Gestión*. Febrero 2013.

ST Sociedad de Tasación. *Evolución Precios Mercado de Viviendas Nuevas 2013*.

ST Sociedad de Tasación. *Tendencias del Sector Inmobiliario. Informes Trimestrales- Octubre 2013 y 2º Trimestre 2014*.

VILLARO, M. *El nuevo régimen fiscal de las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIS)*. Cuatrecasas, Goncalves Pereira. Revista Vía Inmobiliaria nº 122/2013.

VIÑUALES, L. *SOCIMI ¿El REIT de nueva generación? Un estudio comparado* Garrigues, Abogados y Asesores Tributarios. Instituto de Estudios Fiscales. Revista Crónica Tributaria nº 135-Julio 2010.

VIZOSO, F. La Llegada de los REITS a España. Gerente Inmobiliario KPMG España. Revista ASPRIMA- Octubre 2008.

PÁGINAS WEB.

ActiBva. Artículos en su página web. Disponibles en www.actibva.com/. [Consulta mes de Febrero 2014]

Banco de España: <http://www.bce.es/>. [Varias Consultas de Septiembre 2013-Junio 2014]

CORRES, I. Real Estate Business Club. Diversos artículos y noticias publicadas en el periodo desde Agosto 2012 a Mayo 2103. Disponibles en www.addmeet.com. [Varias Consultas de Septiembre 2013- Diciembre 2013]

DIRECTO CONSULTORES, Consultores Financieros. Diversos artículos en relación a la regulación de las Socimis y su incorporación al MAB. Disponibles en www.dyrecto.es. [Varias Consultas de Marzo 2014 - Mayo 2014]

Instituto Nacional de Estadística: <http://www.ine.es/>. [Varias Consultas de Septiembre 2013-Junio 2014]

Mercado Alternativo Bursátil: <http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm>. [Varias Consultas de Septiembre 2013-Junio 2014]

Red Básica. Asesor virtual en servicios profesionales. Informe sobre origen, tributación, requisitos de las Socimis. Disponibles en www.redbasica.com/. [Varias Consultas de Marzo 2014 - Mayo 2014]

REIT.com. Celebrating 50 Yeras of REITS and NAREIT. Disponible en www.reit.com/timeline/timeline. [Varias Consultas de Septiembre 2013- Diciembre 2013]

Revista FUNDS PEOPLE. Diversos artículos y noticias publicadas en el periodo desde Febrero 2012 a Marzo 2103. Disponibles en www.fundspeople.com. [Varias Consultas de Septiembre 2013- Junio 2014]

DOCUMENTACIÓN INTERNA

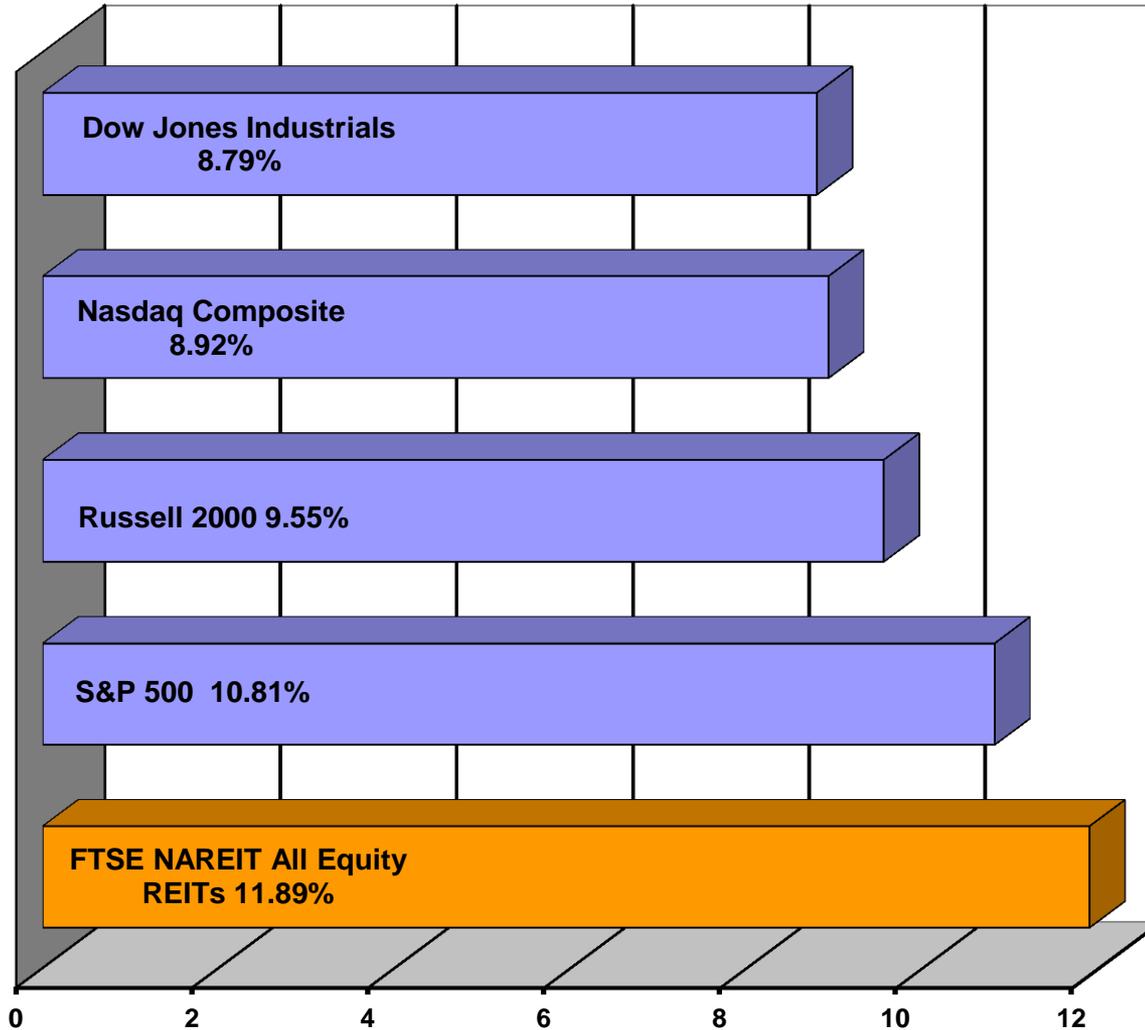
Cuentas Anuales de Promociones Alsia SOCIMI S.A.

ANEXOS

ANEXO 1.

REITs Measure Up Over Time

Compound Annual Total Returns in Percent
(Dec. 1982 - Dec. 2012)

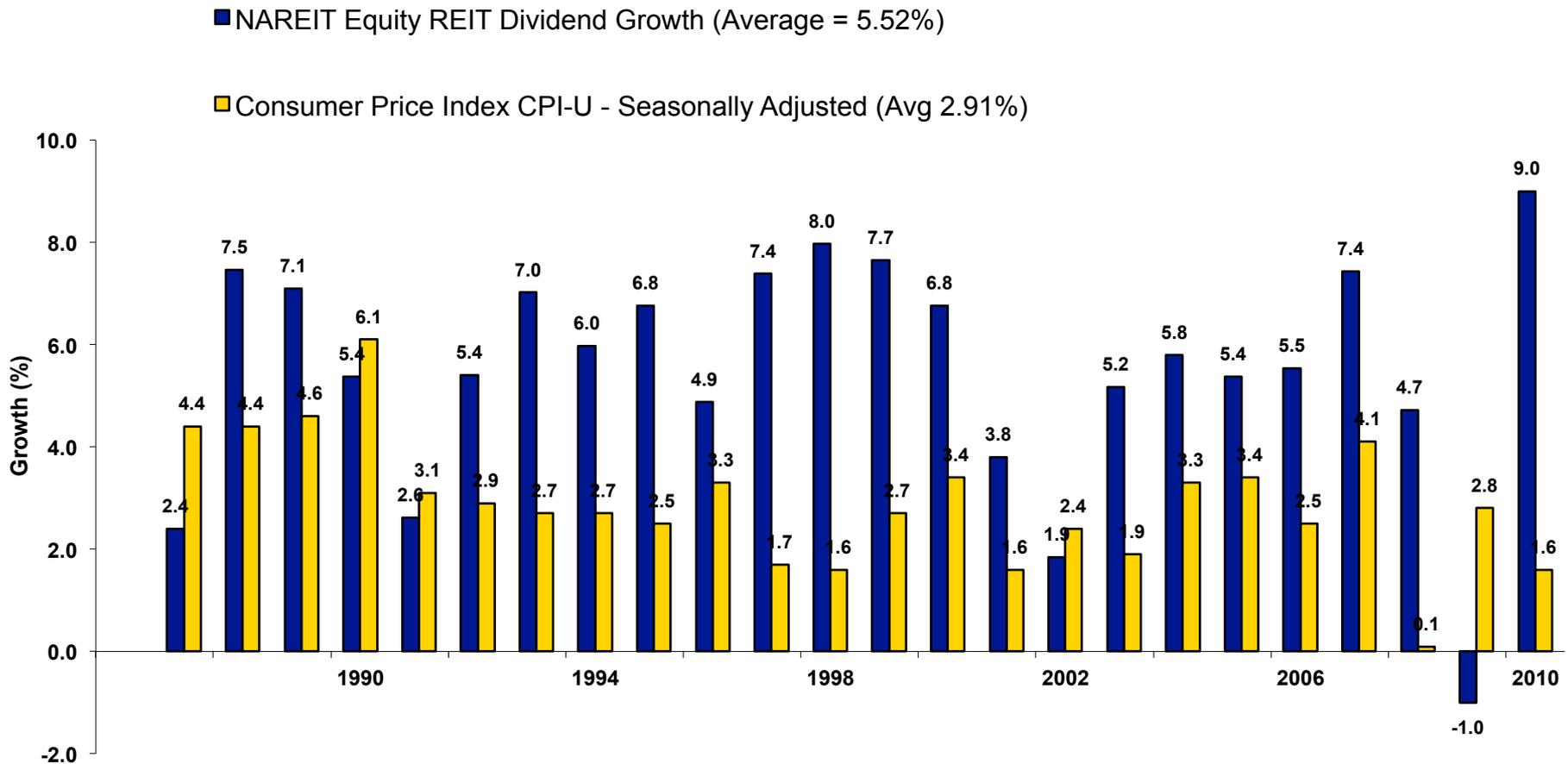


Source: FTSE, NAREIT

ANEXO 2.

REIT Dividend Growth averaged 48% higher than CPI over 23 years

Equity REIT Dividend Growth versus CPI 1987-2010



ANEXO 3.

Equity Market Capitalization
(Millions of dollars at year end)

Year	<u>All REITs</u>		<u>Equity</u>			<u>Mortgage</u>			<u>Hybrid¹</u>		
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs
1971	34	1,494.3	12	332.0	22.2	12	570.8	38.2	10	591.6	39.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	20.1	18	774.7	41.2	11	728.9	38.8
1973	53	1,393.5	20	336.0	24.1	22	517.3	37.1	11	540.2	38.8
1974	53	712.4	19	241.9	34.0	22	238.8	33.5	12	231.7	32.5
1975	46	899.7	12	275.7	30.6	22	312.0	34.7	12	312.0	34.7
1976	62	1,308.0	27	409.6	31.3	22	415.6	31.8	13	482.8	36.9
1977	69	1,528.1	32	538.1	35.2	19	398.3	26.1	18	591.6	38.7
1978	71	1,412.4	33	575.7	40.8	19	340.3	24.1	19	496.4	35.1
1979	71	1,754.0	32	743.6	42.4	19	377.1	21.5	20	633.3	36.1
1980	75	2,298.6	35	942.2	41.0	21	509.5	22.2	19	846.8	36.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	40.1	21	541.3	22.2	19	920.1	37.7
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	32.5	20	1,133.4	34.4	16	1,093.8	33.2
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	34.5	19	1,460.0	34.3	14	1,328.7	31.2
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	35.3	20	1,801.3	35.4	14	1,489.4	29.3
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	42.6	32	3,162.4	41.2	13	1,241.2	16.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	43.7	35	3,625.8	36.5	16	1,961.7	19.8
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	49.0	38	3,161.4	32.6	19	1,782.4	18.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	53.7	40	3,620.8	31.7	21	1,672.6	14.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	58.0	43	3,536.3	30.3	21	1,356.3	11.6
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	63.5	43	2,549.2	29.2	18	636.3	7.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	67.7	28	2,586.3	19.9	24	1,596.4	12.3
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	70.2	30	2,772.8	17.4	23	1,968.1	12.4
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	81.1	32	3,398.5	10.6	22	2,678.2	8.3
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	87.6	29	2,502.7	5.6	22	2,991.3	6.8
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	86.7	24	3,395.4	5.9	17	4,232.9	7.4
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	88.2	20	4,778.6	5.4	13	5,695.8	6.4
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	91.0	26	7,370.3	5.2	9	5,338.2	3.8
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	91.8	28	4,916.2	3.6	9	6,480.7	4.7
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	95.1	26	4,441.7	3.6	10	1,587.5	1.3
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	96.9	22	2,652.4	1.9	9	1,632.0	1.2
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	95.0	22	3,990.5	2.6	9	3,816.0	2.5
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	93.4	20	7,146.4	4.4	7	3,519.4	2.2
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	91.3	20	14,186.5	6.3	7	5,225.0	2.3
2004	190	305,025.1	150	273,629.0	89.7	33	24,774.1	8.1	7	6,622.0	2.2
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	91.2	37	23,393.7	7.1	8	5,806.6	1.8
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	91.5	38	29,195.3	6.7	7	8,134.3	1.9
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	92.5	29	19,054.1	6.1	5	4,260.3	1.4
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	92.0	20	14,280.5	7.5	3	1,132.9	0.6
2009	142	271,199.1	115	248,355.1	91.6	23	22,103.2	8.2	4	740.8	0.3
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	92.2	27	30,387.2	7.8	--	--	--
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	90.5	30	42,971.7	9.5	--	--	--
2012	172	603,415.3	139	544,414.9	90.2	33	59,000.3	9.8	--	--	--

Note:

Market capitalization equals share price multiplied by the number of shares outstanding and does not include Operating Partnership Units.

¹The FTSE NAREIT Hybrid REIT Index was discontinued on December 17, 2010.

Source: NAREIT®

ANEXO 4.

Historical Offerings of Securities

(As of December 31, 1999)

Period	Total		Initial Public Offering		Secondary Equity				Secondary Debt			
	Number	Capital	Number	Capital	Common Shares		Preferred Shares		Unsecured Debt		Secured Debt	
		Raised ¹		Raised ¹	Number	Capital	Number	Capital	Number	Raised ¹	Number	Capital
Annual Totals (including current year to date)												
1992	58	6,616	8	919	23	1,010	1	46	7	709	19	3,933
1993	141	18,327	50	9,335	42	3,162	8	694	20	1,680	21	3,455
1994	146	14,771	45	7,176	48	3,690	4	255	26	2,140	23	1,511
1995	195	12,435	8	922	70	5,457	22	1,811	74	3,459	21	786
1996	221	17,063	6	1,108	113	9,268	26	1,933	72	4,426	4	328
1997	463	45,271	26	6,297	227	19,969	65	6,408	132	9,240	13	3,357
1998	474	38,382	17	2,129	216	12,443	81	6,935	145	13,786	15	3,088
1999	197	17,113	2	292	25	1,954	67	4,389	69	7,951	34	2,526
Quarterly Totals					92	7268						
1998:Q1	193	14,436	7	1,020	105	5,963	20	2,026	60	5,352	1	75
Q2	129	13,776	8	1,062	65	3,601	26	2,400	26	4,442	4	2,271
Q3	63	4,455	0	0	16	475	14	1,283	24	2,106	9	591
Q4	89	5,715	2	48	28	2,271	23	1,360	35	1,887	1	150
1999:Q1	59	5,643	2	292	6	234	13	1,070	32	3,798	6	249
Q2	60	5,173	0	0	10	681	16	869	23	3,022	11	601
Q3	51	4,169	0	0	7	882	32	2,151	9	657	3	479
Q4	27	2,128	0	0	2	158	6	299	5	474	14	1,197
Monthly Totals												
Jun	15	1,124	0	0	2	86	7	293	6	745	0	0
Jul	16	1,516	0	0	4	658	8	514	4	345	0	0
Aug	9	859	0	0	0	0	4	197	3	268	2	394
Sep	26	1,794	0	0	3	225	20	1,440	2	44	1	85
Oct	17	892	0	0	1	130	2	105	1	50	13	607
Nov	6	1,109	0	0	0	20	2	125	3	374	1	590
Dec	4	127	0	0	1	8	2	69	1	50	0	0

Notes: ¹ In all cases, capital raised represented in millions of dollars.

ANEXO 5.

Annual Returns for the FTSE NAREIT US Real Estate Index Series

1972-2013

Year	FTSE NAREIT All REITs				FTSE NAREIT Composite				FTSE NAREIT Real Estate 50™				FTSE NAREIT All Equity REITs				FTSE NAREIT Equity REITs				FTSE NAREIT Mortgage REITs					
	Total		Price		Total		Price		Total		Price		Total		Price		Total		Price		Total		Price			
	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Index		
1971		100,00		100,00		100,00		100,00					100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00		100,00	
1972	11,19	111,19	3,84	103,84	11,19	111,19	3,84	103,84					108,01	1,08	101,08	8,01	108,01	1,08	101,08	12,17	112,17	4,34	104,34			
1973	-27,22	80,93	-33,11	69,46	-27,22	80,93	-33,11	69,46					-15,52	91,25	-21,78	79,07	-15,52	91,25	-21,78	79,07	-36,26	71,50	-42,05	60,47		
1974	-42,23	46,75	-49,55	35,04	-42,23	46,75	-49,55	35,04					-21,40	71,72	-29,33	55,88	-21,40	71,72	-29,33	55,88	-45,32	39,09	-53,96	27,84		
1975	36,34	63,74	22,20	42,82	36,34	63,74	22,20	42,82					19,30	85,56	8,34	60,54	19,30	85,56	8,34	60,54	40,79	55,04	24,51	34,66		
1976	48,97	94,96	36,53	58,47	48,97	94,96	36,53	58,47					47,59	126,28	36,21	82,46	47,59	126,28	36,21	82,46	51,71	83,50	38,41	47,97		
1977	19,08	113,07	10,10	64,37	19,08	113,07	10,10	64,37					22,42	154,59	13,97	93,98	22,42	154,59	13,97	93,98	17,82	98,38	8,16	51,89		
1978	-1,64	111,21	-9,42	58,31	-1,64	111,21	-9,42	58,31					10,34	170,57	2,66	96,48	10,34	170,57	2,66	96,48	-9,97	88,57	-17,86	42,62		
1979	30,53	145,16	19,35	69,59	30,53	145,16	19,35	69,59					35,86	231,73	25,49	121,07	35,86	231,73	25,49	121,07	16,56	103,24	4,26	44,44		
1980	28,02	185,84	11,07	77,30	28,02	185,84	11,07	77,30					24,37	288,20	1,95	123,42	24,37	288,20	1,95	123,42	16,80	120,58	3,29	45,90		
1981	8,58	201,78	-1,02	76,51	8,58	201,78	-1,02	76,51					6,00	305,50	-2,03	120,92	6,00	305,50	-2,03	120,92	7,07	129,11	-5,54	43,36		
1982	31,64	265,62	19,19	91,19	31,64	265,62	19,19	91,19					21,60	371,49	11,49	134,81	21,60	371,49	11,49	134,81	48,64	191,91	31,27	56,91		
1983	25,47	333,28	15,11	104,97	25,47	333,28	15,11	104,97					30,64	485,30	21,01	163,13	30,64	485,30	21,01	163,13	16,90	224,34	5,56	60,08		
1984	14,82	382,65	3,53	108,67	14,82	382,65	3,53	108,67					20,93	586,86	9,30	178,30	20,93	586,86	9,30	178,30	7,26	240,64	-4,54	57,35		
1985	5,92	405,30	-3,52	104,84	5,92	405,30	-3,52	104,84					19,10	698,93	9,62	195,45	19,10	698,93	9,62	195,45	-5,20	228,11	-15,33	48,55		
1986	19,18	483,03	9,24	114,53	19,18	483,03	9,24	114,53					19,16	832,83	10,56	216,10	19,16	832,83	10,56	216,10	19,21	271,95	7,64	52,26		
1987	-10,67	431,49	-19,01	92,76	-10,67	431,49	-19,01	92,76					-3,64	802,51	-10,31	193,82	-3,64	802,51	-10,31	193,82	-15,67	229,34	-25,70	38,83		
1988	11,36	480,49	1,24	93,92	11,36	480,49	1,24	93,92					13,49	910,74	4,77	203,07	13,49	910,74	4,77	203,07	7,30	246,09	-5,12	36,84		
1989	-1,81	471,78	-12,06	82,59	-1,81	471,78	-12,06	82,59					8,84	991,26	0,58	204,24	8,84	991,26	0,58	204,24	-15,90	206,95	-26,19	27,20		
1990	-17,35	389,95	-28,49	59,05	-17,35	389,95	-28,49	59,05					-15,35	839,09	-26,45	150,21	-15,35	839,09	-26,45	150,21	-18,37	168,94	-29,18	19,26		
1991	35,68	529,08	23,10	72,69	35,68	529,08	23,10	72,69					35,70	1.138,61	25,47	188,47	35,70	1.138,61	25,47	188,47	31,83	222,72	13,93	21,94		
1992	12,18	593,49	2,87	74,78	12,18	593,49	2,87	74,78					14,59	1.304,73	6,40	200,54	14,59	1.304,73	6,40	200,54	1,92	226,99	-10,80	19,57		
1993	18,55	703,57	10,58	82,69	18,55	703,57	10,58	82,69					19,65	1.561,17	12,95	226,51	19,65	1.561,17	12,95	226,51	14,55	260,01	-0,40	19,49		
1994	0,81	709,24	-6,41	77,39	0,81	709,24	-6,41	77,39					3,17	1.610,67	-3,52	218,55	3,17	1.610,67	-3,52	218,55	-24,30	196,82	-33,83	12,90		
1995	18,31	839,09	9,12	84,45	18,31	839,09	9,12	84,45					15,27	1.856,57	6,56	232,88	15,27	1.856,57	6,56	232,88	63,42	321,65	46,80	18,94		
1996	35,75	1.139,10	26,52	106,84	35,75	1.139,10	26,52	106,84					35,27	2.511,32	26,35	294,24	35,27	2.511,32	26,35	294,24	50,86	485,25	37,21	25,98		
1997	18,86	1.353,94	11,85	119,50	18,86	1.353,94	11,85	119,50					20,26	3.020,11	13,33	333,47	20,26	3.020,11	13,33	333,47	3,82	503,80	-3,57	25,05		
1998	-18,82	1.099,09	-23,82	91,03	-18,82	1.099,09	-23,82	91,03					-17,50	2.491,53	-22,33	259,00	-17,50	2.491,53	-22,33	259,00	-29,22	356,60	-34,29	16,46		
1999	-6,48	1.027,92	-14,06	78,23	-6,48	1.027,92	-14,06	78,23		100,00	100,00		-4,62	2.376,42	-12,21	227,37	-4,62	2.376,42	-12,21	227,37	-33,22	238,15	-40,12	9,86		
2000	25,89	1.294,05	15,91	90,68	25,89	1.294,05	15,91	90,68	28,66	128,66	19,98	119,98	26,37	3.002,97	16,51	264,90	26,37	3.002,97	16,51	264,90	15,96	276,15	3,33	10,19		
2001	15,50	1.494,65	7,05	97,07	15,50	1.494,65	7,05	97,07	12,20	144,36	5,13	126,14	13,93	3.421,37	5,85	280,40	13,93	3.421,37	5,85	280,40	77,34	489,74	46,37	14,91		
2002	5,22	1.572,61	-2,15	94,98	5,22	1.572,61	-2,15	94,98	1,86	147,05	-4,30	120,71	3,82	3.552,10	-3,12	271,66	3,82	3.552,10	-3,12	271,66	31,08	641,93	14,23	17,03		
2003	38,47	2.177,53	29,34	122,85	38,47	2.177,53	29,34	122,85	36,30	200,44	28,34	154,92	37,13	4.871,12	28,48	349,02	37,13	4.871,12	28,48	349,02	57,39	1.010,33	38,19	23,54		
2004	30,41	2.839,70	22,87	150,94	30,41	2.839,70	22,87	150,94	35,00	270,58	28,31	198,79	31,58	6.409,30	24,35	434,01	31,58	6.409,30	24,35	434,01	18,43	1.196,57	7,92	25,40		
2005	8,29	3.075,06	2,51	154,73	8,29	3.075,06	2,51	154,73	13,67	307,57	8,52	215,71	12,16	7.188,85	6,67	462,98	12,16	7.188,85	6,67	462,98	-23,19	919,11	-30,88	17,56		
2006	34,35	4.131,39	28,31	198,53	34,02	4.121,18	27,98	198,02	35,64	417,18	30,28	281,03	35,06	9.709,31	29,51	599,59	35,06	9.709,31	29,51	599,59	19,32	1.096,72	8,44	19,04		
2007	-17,83	3.394,71	-21,39	156,07	-17,83	3.386,30	-21,42	155,60	-16,34	349,00	-19,57	226,03	-15,69	8.185,75	-19,05	485,36	-15,69	8.185,75	-19,05	485,36	-42,35	632,27	-47,69	9,96		
2008	-37,34	2.127,27	-41,04	92,02	-37,84	2.104,93	-41,56	90,94	-37,31	218,80	-40,78	133,85	-37,73	5.097,46	-41,12	285,79	-37,73	5.097,46	-41,12	285,79	-31,31	434,31	-40,46	5,93		
2009	27,45	2.711,15	19,90	110,33	27,80	2.690,12	20,15	109,26	27,62	279,23	20,36	161,10	27,99	6.524,25	21,28	346,60	27,99	6.524,25	21,28	346,60	24,63	541,28	8,26	6,42		
2010	27,58	3.458,89	21,81	134,39	27,56	3.431,62	21,76	133,03	26,72	353,83	21,13	195,14	27,95	8.347,58	23,07	426,55	27,96	8.348,46	23,06	426,53	22,60	663,59	7,01	6,87		
2011	7,28	3.710,61	2,37	137,57	7,30	3.682,29	2,34	136,14	9,45	387,25	4,69	204,29	8,28	9.039,07	4,32	444,96	8,29	9.040,81	4,32	444,95	-2,42	647,56	-15,14	5,83		
2012	20,14	4.458,10	14,98	158,18	19,73	4.408,71	14,54	155,93	18,05	457,14	13,37	231,60	19,70	10.819,84	15,61	514,43	18,06	10.673,56	13,86	506,60	19,89	776,34	5,83	6,17		
2013	3,21	4.601,14	-1,15	156,35	2,34	4.511,90	-2,03	152,76	-0,53	454,71	-4,44	221,31	2,86	11.128,83	-0,80	510,33	2,47	10.936,91	-1,33	499,85	-1,96	761,12	-12,42	5,40		

ANEXO 6.

Equity Market Capitalization
(Millions of dollars at year end)

Year	<u>All REITs</u>		<u>Equity</u>			<u>Mortgage</u>			<u>Hybrid¹</u>		
	Number of REITs	Market Capitalization	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs	Number of REITs	Market Capitalization	Percent of All REITs
1971	34	1,494.3	12	332.0	22.2	12	570.8	38.2	10	591.6	39.6
1972	46	1,880.9	17	377.3	20.1	18	774.7	41.2	11	728.9	38.8
1973	53	1,393.5	20	336.0	24.1	22	517.3	37.1	11	540.2	38.8
1974	53	712.4	19	241.9	34.0	22	238.8	33.5	12	231.7	32.5
1975	46	899.7	12	275.7	30.6	22	312.0	34.7	12	312.0	34.7
1976	62	1,308.0	27	409.6	31.3	22	415.6	31.8	13	482.8	36.9
1977	69	1,528.1	32	538.1	35.2	19	398.3	26.1	18	591.6	38.7
1978	71	1,412.4	33	575.7	40.8	19	340.3	24.1	19	496.4	35.1
1979	71	1,754.0	32	743.6	42.4	19	377.1	21.5	20	633.3	36.1
1980	75	2,298.6	35	942.2	41.0	21	509.5	22.2	19	846.8	36.8
1981	76	2,438.9	36	977.5	40.1	21	541.3	22.2	19	920.1	37.7
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	32.5	20	1,133.4	34.4	16	1,093.8	33.2
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	34.5	19	1,460.0	34.3	14	1,328.7	31.2
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	35.3	20	1,801.3	35.4	14	1,489.4	29.3
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	42.6	32	3,162.4	41.2	13	1,241.2	16.2
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	43.7	35	3,625.8	36.5	16	1,961.7	19.8
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	49.0	38	3,161.4	32.6	19	1,782.4	18.4
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	53.7	40	3,620.8	31.7	21	1,672.6	14.6
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	58.0	43	3,536.3	30.3	21	1,356.3	11.6
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	63.5	43	2,549.2	29.2	18	636.3	7.3
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	67.7	28	2,586.3	19.9	24	1,596.4	12.3
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	70.2	30	2,772.8	17.4	23	1,968.1	12.4
1993	189	32,158.7	135	26,081.9	81.1	32	3,398.5	10.6	22	2,678.2	8.3
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	87.6	29	2,502.7	5.6	22	2,991.3	6.8
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	86.7	24	3,395.4	5.9	17	4,232.9	7.4
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	88.2	20	4,778.6	5.4	13	5,695.8	6.4
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	91.0	26	7,370.3	5.2	9	5,338.2	3.8
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	91.8	28	4,916.2	3.6	9	6,480.7	4.7
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	95.1	26	4,441.7	3.6	10	1,587.5	1.3
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	96.9	22	2,652.4	1.9	9	1,632.0	1.2
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	95.0	22	3,990.5	2.6	9	3,816.0	2.5
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	93.4	20	7,146.4	4.4	7	3,519.4	2.2
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	91.3	20	14,186.5	6.3	7	5,225.0	2.3
2004	190	305,025.1	150	273,629.0	89.7	33	24,774.1	8.1	7	6,622.0	2.2
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	91.2	37	23,393.7	7.1	8	5,806.6	1.8
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	91.5	38	29,195.3	6.7	7	8,134.3	1.9
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	92.5	29	19,054.1	6.1	5	4,260.3	1.4
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	92.0	20	14,280.5	7.5	3	1,132.9	0.6
2009	142	271,199.1	115	248,355.1	91.6	23	22,103.2	8.2	4	740.8	0.3
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	92.2	27	30,387.2	7.8	--	--	--
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	90.5	30	42,971.7	9.5	--	--	--
2012	172	603,415.3	139	544,414.9	90.2	33	59,000.3	9.8	--	--	--

Note:

Market capitalization equals share price multiplied by the number of shares outstanding and does not include Operating Partnership Units.

¹The FTSE NAREIT Hybrid REIT Index was discontinued on December 17, 2010.

Source: NAREIT®

ANEXO 7.

REITs in the FTSE NAREIT All REITs Index and S&P Equity Indexes									
(Ranked by equity market capitalization)									
December 31, 2012									
					Equity Market Capitalization (\$M) ¹				
Number of REITs	Company	Ticker Symbol	Investment Sector	Property Subsector	S&P REITs	FTSE NAREIT All REITs	Percent of Sector	Percent of S&P REITs	Percent of FTSE NAREIT All REITs
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Summary by Investment Sector, Property Sector and Property Subsector									
31	Industrial/Office				71,606.4	87,961.0		16.02	14.58
19	Office				43,683.2	54,845.5		9.77	9.09
7	Industrial				18,343.7	22,709.4		4.10	3.76
5	Mixed				9,579.6	10,406.1		2.14	1.72
34	Retail				103,616.2	141,796.6		23.18	23.50
20	Shopping Centers				31,868.4	41,961.0		7.13	6.95
8	Regional Malls				62,355.6	86,797.9		13.95	14.38
6	Free Standing				9,392.3	13,037.7		2.10	2.16
19	Residential				74,024.1	80,676.7		16.56	13.37
16	Apartments				74,024.1	76,537.5		16.56	12.68
3	Manufactured Homes				0.0	4,139.2		0.00	0.69
17	Diversified				19,761.1	40,383.3		4.42	6.64
17	Lodging/Resorts				18,089.1	30,294.2		4.05	5.02
4	Self Storage				30,543.9	32,427.9		6.83	5.37
11	Health Care				68,433.1	70,002.5		15.31	11.60
4	Timber				30,209.0	30,209.0		6.76	5.01
1	Infrastructure				30,647.7	30,663.9		6.86	5.08
33	Mortgage REITs				0.0	59,000.3		0.00	9.78
19	Home Financing				0.0	48,966.4		0.00	8.11
14	Commercial Financing				0.0	10,033.9		0.00	1.66
172	Industry Totals				446,930.5	603,415.3		100.00	99.95
Distribution of REITs by S&P Index									
16	S&P 500 Large Cap					285,987		63.99	47.39
27	S&P 400 Mid Cap					114,011		25.51	18.89
30	S&P 600 Small Cap					46,932		10.50	7.78
73	Total S&P REITs					446,930.5		100.00	74.07

ANEXO 8.

REITs in the FTSE NAREIT All REITs Index and S&P Equity Indexes

(Ranked by equity market capitalization)

September 30, 2013

Number of REITs (1)	Company (2)	Ticker Symbol (3)	Investment Sector (4)	Property Subsector (5)	Equity Market Capitalization (\$M) ¹				
					S&P REITs (6)	FTSE NAREIT All REITs (7)	Percent of Sector (8)	Percent of S&P REITs (9)	% of FTSE NAREIT All REITs (10)
Summary by Investment Sector, Property Sector and Property Subsector									
33	Industrial/Office				79,613.4	101,523.8		16.67	15.39
19	Office				47,173.5	59,920.5		9.88	9.08
8	Industrial				20,534.6	26,627.9		4.30	4.04
6	Mixed				11,905.2	14,975.3		2.49	2.27
35	Retail				104,902.6	152,562.5		21.96	23.13
20	Shopping Centers				33,188.2	45,107.5		6.95	6.84
8	Regional Malls				59,011.6	83,343.4		12.36	12.64
7	Free Standing				12,702.8	24,111.6		2.66	3.66
21	Residential				73,158.5	81,670.2		15.32	12.38
18	Apartments				73,158.5	77,131.1		15.32	11.69
3	Manufactured Homes				0.0	4,539.0		0.00	0.69
26	Diversified				30,673.0	54,211.7		6.42	8.22
17	Lodging/Resorts				21,918.6	37,461.7		4.59	5.68
4	Self Storage				34,775.6	37,186.2		7.28	5.64
12	Health Care				69,132.5	71,562.7		14.47	10.85
4	Timber				32,906.2	32,906.2		6.89	4.99
1	Infrastructure				29,402.2	29,416.0		6.16	4.46
39	Mortgage REITs				1,124.4	61,065.5		0.24	9.26
24	Home Financing				1,124.4	45,075.9		0.24	6.83
15	Commercial Financing				0.0	15,989.6		0.00	2.42
193	Industry Totals				477,606.8	659,566.4		100.00	100.00
Distribution of REITs by S&P Index									
17	S&P 500 Large Cap					300,596		62.94	45.57
30	S&P 400 Mid Cap					130,102		27.24	19.73
32	S&P 600 Small Cap					46,909		9.82	7.11
79	Total S&P REITs					477,606.8		100.00	72.41

ANEXO 9.

REIT Industry Fact Sheet

Data as of September 30, 2013, except where noted.

All data are derived from, and apply only to, publicly traded US REITs.

Industry Size

- FTSE NAREIT All REITs equity market capitalization = \$660 billion
- FTSE NAREIT All Equity REITs equity market capitalization = \$597 billion
- REITs own approximately \$1 trillion of commercial real estate assets, including listed and non-listed REITs
- 193 REITs are in the FTSE NAREIT All REITs Index
- 172 REITs trade on the New York Stock Exchange
- NYSE listed REITs equity market capitalization = \$641 billion

Investment Performance

Year-to-date and compound annual total returns of the FTSE NAREIT All REITs Index, the FTSE NAREIT All Equity REITs Index, and leading US benchmarks for periods ending September 30, 2013:

	FTSE NAREIT		S&P 500	Russell 2000	NASDAQ Composite ¹	Dow Jones Industrial Average ¹
	All REITs	All Equity REITs				
2013: YTD	2.89	3.03	19.79	27.69	24.90	15.46
1-Year	5.14	6.23	19.34	30.06	16.72	16.72
3-Year	12.60	12.78	16.27	18.29	16.77	11.93
5-Year	6.47	6.00	10.02	11.15	12.51	6.87
10-Year	8.81	9.67	7.57	9.64	7.76	5.01
15-Year	9.70	10.29	5.33	8.91	5.48	4.48
20-Year	9.49	9.91	8.80	8.96	8.32	7.51
25-Year	9.35	10.51	9.96	9.80	9.53	8.19
30-Year	9.33	11.35	10.74	9.37	8.85	8.72
35-Year	10.90	12.65	11.48	-	10.03	8.52
40-Year	9.99	12.36	10.44	-	9.21	7.17
1972 - 2013	9.60	11.95	10.28	-	8.62	7.02

Data in percent; highest return for the period in bold.

¹ Price only returns.

Dividends

Yield Comparison

- FTSE NAREIT All REITs: 4.34%
- FTSE NAREIT All Equity REITs: 3.68%
- S&P 500: 2.14%

- REITs paid out approximately \$29 billion in dividends in 2012.
- On average, 68 percent of the annual dividends paid by REITs qualify as ordinary taxable income, 13 percent qualify as return of capital and 19 percent qualify as long-term capital gains.

ANEXO 10.

PROPERTY LEVEL INFORMATION

PROPERTY DATABASE

The historical NCREIF database goes back to the 4th Quarter 1977 and as of 2nd Quarter 2013 consists of approximately 30,000 properties historically, and approximately 10,000 current properties. NCREIF collects 67 data fields each quarter that consist of financial information such as Market Value, NOI, Debt, and Cap Ex, as well as descriptor data such as Property Type and Subtype, Number of Floors, Square Footage, Number of Units, and Location.

NCREIF PROPERTY INDEX (NPI)

The flagship index of NCREIF is the NPI, which is a quarterly index tracking the performance of core institutional property markets in the U.S.

The objective of the NPI is to provide a historical measurement of property-level returns to increase the understanding of, and lend credibility to, real estate as an institutional investment asset class.

- Comprised exclusively of operating properties acquired, at least in part, on behalf of tax-exempt institutions and held in a fiduciary environment.
- Start date is the 4th Quarter of 1977; as of 2nd Quarter 2013 consisted of 7,099 properties with a gross fair market value of over \$336 billion. Each property's return is weighted by its market value.
- Includes properties with leverage, but all returns are reported on an unleveraged basis.
- Includes Apartment, Hotel, Industrial, Office and Retail properties, and sub-types within each type.
- A "composite" index defined by the membership of NCREIF analogous to the NYSE Composite Index based on the stocks listed on that exchange.
- Available geographically by Region, Division, State, CBSA, and Zip Code.
- Quarterly NPI data reports include:
 - Detail Report in a .pdf format that breaks the data down into three sections – Past 5 Quarters, Calendar Year, and Annualized Returns for all property types and sub-types by region, division and metropolitan area.
 - Detail Spreadsheets in a .csv format that provides quarterly returns back to inception on all property types and sub-types by region, division, state, and metropolitan area. Also includes returns for properties held only in NFI-ODCE funds or all Open End funds.
 - Performance "Glossy" Report that features articles on each of the property types, a quarterly overview Highlight article, and a variety of return series.
 - Manager-Specific Report
 - The ability to use the NCREIF query tool to create custom benchmarks of the NPI, including the ability for data contributors to exclude their own data.

ANEXO 11.

Size of the total real estate market - Developed Markets

Countries	2011 GDP (\$ Bn) (\$ Bn)	2011 GDP per capita (\$ Bn)	2011 Real Estate (\$ Bn)	Dec-12 Total Listed (\$ Bn)	Dec-12 Number of Companies	Dec-12 Index Market Cap (\$ Bn)	Dec-12 Total RE v Listed RE (%)	Dec-12 Stock Market (\$ Bn)	Dec-12 Stk Mkt v Listed RE (%)
Asia									
Australia	1,179.19	54,808.07	530.64	115.28	162	82	21.73%	1,360.03	8.48%
Hong Kong	2,281.97	321,898.41	1,026.89	323.74	198	118	31.53%	3,370.18	9.61%
Japan	5,485.34	42,994.83	2,468.40	193.34	272	110	7.83%	3,638.62	5.31%
New Zealand	131.74	30,986.83	59.28	5.64	18	1	9.51%	56.21	10.03%
Singapore	211.69	41,176.54	952.62	137.79	115	52	14.46%	600.49	22.95%
South Korea	1,010.92	20,786.88	454.91	0.27	27	-	0.06%	1,159.56	0.02%
Total Asia-Pacific	10,300.85	-	5,492.74	776.06	792	363	14.13%	10,185.10	7.62%
Europe									
Austria	398.14	48,473.08	179.16	10.26	13	2	5.72%	112.32	9.13%
Belgium	490.05	47,018.00	220.52	9.03	30	4	4.09%	297.77	3.03%
Denmark	323.35	58,624.97	145.51	1.15	40	-	0.79%	243.76	0.47%
Finland	252.50	48,053.23	113.63	2.93	8	3	2.58%	162.98	1.80%
France	2,681.04	41,285.66	1,206.47	84.06	122	36	6.97%	1,662.75	5.06%
Germany	3,428.00	41,980.97	1,542.60	66.07	169	12	4.28%	1,567.12	4.22%
Greece	307.70	28,626.90	138.47	2.58	24	0	1.86%	44.04	5.86%
Ireland	219.47	47,472.76	98.76	1.66	3	-	1.68%	107.21	1.55%
Italy	2,143.95	35,301.28	964.78	2.08	20	1	0.22%	509.74	0.41%
Luxembourg	55.85	112,240.15	25.13	0.00	7	-	0.00%	23.94	0.00%
Netherlands	812.54	49,028.44	365.64	9.10	15	8	2.49%	298.17	3.05%
Norway	439.99	94,090.76	197.99	3.07	17	1	1.55%	286.63	1.07%
Portugal	235.18	21,909.35	105.83	0.01	9	-	0.01%	70.93	0.01%
Spain	1,461.79	31,433.81	657.81	6.88	33	-	1.05%	567.91	1.21%
Sweden	483.61	53,294.09	217.62	18.01	41	10	8.28%	580.65	3.10%
Switzerland	561.85	72,303.96	252.83	11.06	32	12	4.38%	1,221.28	0.91%
United Kingdom	2,346.08	37,629.18	1,055.73	63.81	138	52	6.04%	3,415.74	1.87%
Total Europe	16,641.08	-	7,488.49	291.75	721	141	3.90%	11,172.93	2.61%

Please refer to page 311 for further details on calculation methodology.

Version: December 2012

7

Square de Meeus 23 ■ B-1000 Brussels, Belgium ■ T +32 2739 1010 ■ F +32 2739 1020 ■ E info@epra.com ■ W www.epra.com

Size of the total real estate market - Developed Markets

Countries	2011 GDP (\$ Bn) (\$ Bn)	2011 GDP per capita (\$ Bn)	2011 Real Estate (\$ Bn)	Dec-12 Total Listed (\$ Bn)	Dec-12 Number of Companies	Dec-12 Index Market Cap (\$ Bn)	Dec-12 Total RE v Listed RE (%)	Dec-12 Stock Market (\$ Bn)	Dec-12 Stk Mkt v Listed RE (%)
Middle East									
Israel	443.09	59,781.81	199.39	14.63	153	1	0.73%	40.82	28.68%
Total EMEA	17,084.17	-	7,687.87	306.38	874	142	3.99%	11,213.75	2.73%
North America									
Canada	1,585.32	46,959.65	713.39	89.60	129	54	12.56%	2,027.57	4.42%
United States	14,566.38	47,109.96	6,554.87	937.56	858	452	14.30%	16,855.64	5.56%
Total North America	16,151.70	-	7,268.26	1,027.17	987	506	14.13%	18,883.21	5.44%
Total Developed Markets	43,536.71	-	20,448.87	2,109.60	2,653	1,010	10.32%	40,282.06	5.24%

Please refer to page 311 for further details on calculation methodology.

Version: December 2012

8

Square de Meeus 23 ■ B-1000 Brussels, Belgium ■ T +32 2739 1010 ■ F +32 2739 1020 ■ E info@epra.com ■ W www.epra.com

ANEXO 12.

PAIS	AÑO	REGIMEN COTIZACION	OBLIGACION COTIZAR	APORTACION INICIAL (€)	ACCIONISTAS	PAY OUT		ENDEUDAMIENTO	OTRAS RESTRICCIONES
						Rentas	Plusvalías		
HOLANDA	1969	FBI	NO	-BV: Ninguno* -NV: 45.000* -FGR: Ninguno*	-Dependiendo de si cotizan o no pueden poseer un % máximo en número de acciones poseídas por una sola compañía. -Compañías extranjeras no pueden poseer más del 25% de las acciones.	100% beneficios antes de impuestos	No hay restricciones	Max: 60% del valor de los inmuebles	-Solo se permite invertir en pasivo, inversores de porfolio. -Endeudamiento 60% del valor en inmuebles activos. -20% del resto de activos
ALEMANIA	2007	G-REIT	SI	15 M	-15% de las acciones tienen que tener dueño. -No pueden poseer ≥ 10% de participaciones/derechos de voto.	90% beneficios antes de impuestos	50%	Max: 66,25% del valor de los inmuebles	Bines inmuebles ≥ 75% Beneficios derivados de alquiler ≥ 75%
REINO UNIDO	2006	UK-REIT	SI, pero puede ser en cualquier mercado de valores.	59.700*	-No pueden poseer ≥ 10% de participaciones/derechos de voto.	90% beneficios antes de impuestos	No son obligatorios	Limitado por el "Financial Cost Ratio"	-Beneficios netos derivados de rentas ≥ 75%. -Un activo no puede representar ≥ 40% de los activos.
FRANCIA	2003	SIIC	SI	15M	-No pueden poseer ≥ 60% de participaciones/derechos de voto.	85% de los ingresos operativos	50%	No hay límites	Alquiler ≤ 50% de los activos
JAPÓN	2000	JREIT	2 clases: • REIT(general): SI • CR-REIT(régimen sociedades): NO		Mínimo 1000 accionistas antes de cotizar	90%	90%	No hay límites	-
HONG KONG	2003	Modalidades: ▪ REIT ▪ SPV	SI	No hay mínimo, solo son de tipo "trust"	No hay restricciones	90% beneficios auditados después de impuestos	Según entidades	Límite: 45% total bruto de los activos	-
AUSTRALIA	1985	UNIT TRUST	NO	No tiene mínimo de capital	No hay restricciones	100% beneficios antes de impuestos	No hay restricciones, cada cuatro o seis meses.	No hay límites	No limites al tipo de actividad que llevan a cabo. Excepción: • Public unit trust. • MITs Solo pueden realizar actividades exclusivamente inmobiliarias.

Fuente: Elaboración propia

*1: Tipo de cambio aplicado 1GBP: 1.19399 EU

*NV: Sociedad Limitada Publica

*BV: Sociedad Limitada Privada

*Fondos mutuos abiertos o entidades comparables extranjeras que sean aptas para el régimen FBI

*Financial Cost Ratio: Beneficios de arrendamiento (antes de deducción por intereses, pérdidas y depreciación fiscal)/ coste de financiación de la propiedad. Los beneficios de la propiedad deben ser de al menos 1,25 sobre los costes de financiación.

ANEXO 13.

Anexo 13. Ejemplo tributación según tipo de accionista.

Ejemplo A	2012	2013
Impuesto corriente	297.952,32	0,00
Impuesto diferido	-26.164,93	-21.054,50
Impuesto sobre beneficios	271.787	-21.055
Gravamen especial	0,00	0,00
Total	271.787,39	-21.054,50

Ejemplo B	2012	2013
Impuesto corriente	297.952,32	0,00
Impuesto diferido	-26.164,93	-21.054,50
Impuesto sobre beneficios	271.787	-21.055
Gravamen especial	0,00	104.220,01
Total cuota IS	271.787,39	259.321,78

Accionistas	% Participación	% Dividendo	19 %
Accionista 1	4,00	62.794,24	0,00
Accionista 2	2,00	31.397,12	0,00
Accionista 3	42,00	659.339,52	125.274,51
Accionista 4	52,00	816.325,12	0,00
Total	100,00	1.569.856,00	125.274,51

Anexo 13. Ejemplo tributación según tipo de accionista.

Consideramos dos sociedades. La sociedad del Ejemplo A se trata de una SOCIMI compuesta por accionistas todos con participación mayor del 5% que tributan a un régimen general del 30%, por lo tanto, no se le aplica el gravamen especial del 19%.

La sociedad del Ejemplo B se trata de una SOCIMI compuesta por los siguientes accionistas:

- Accionista 1: Se trata de una Fondo de Inversión Inmobiliaria con una participación minoritaria del 4%, por lo que, al no alcanzar un 5% no se le aplica el gravamen especial.
- Accionista 2: Se trata de un inversor privado español, el cual tiene una participación minoritaria del 2%. En ningún caso, se aplicaría a este accionista el gravamen especial.
- Accionista 3: Se trata de una SICAV – Sociedad de Inversión de Capital Variable con una participación del 42%. En este caso, al tener una participación mayor del 5% y tratarse de una entidad que tributa a un 1%, es decir menos de un 10%, se le aplicará el gravamen especial del 19% que tendrá la consideración de cuota del IS.
- Accionista 4: Se trata de una sociedad anónimas española con una participación mayoritaria del 52%. En este caso, pese a tener una participación mayor del 5% al tributar por el régimen general del 30%, no se le aplicará el gravamen especial.

ANEXO 14.

FISCALIDAD

SOCIMI		SOCIOS		
IS	0%	Con carácter general	Dividendos	Base imponible 30%
	30%	Incumplimiento requisito permanencia inmuebles arrendados Incumplimiento requisito permanencia acciones Tributación por otro régimen distinto en el IS (3 años)	Retenciones	No aplicación doble imposición 21%
	19%	Socios participación igual o superior al 5% Exentos de dividendos Tributen a tipo inferior al 10%	Ganancias patrimoniales	Base imponible 30%
			Retenciones	No aplicación doble imposición -
IRPF	Dividendos		Base imponible del ahorro 19% primeros 6.000€(**) 21% en adelante No se aplica exención 1.500 €	
	Retenciones		19% (***)	
	Ganancias patrimoniales		Más de un año	Menos de un año
	Retenciones		Base imponible del ahorro 19% primeros 6.000€(**) 21% en adelante	Base imponible general Depende de la CCAA - -
IRNR	Dividendos		Sin establecimiento permanente	19% (***) No se aplicará exención 1.500€ Retenciones: 19% (***)
			Establecimiento permanente	Base imponible 30% No aplicación doble imposición Retenciones: 19% (***)
	Ganancias patrimoniales		Sin establecimiento permanente	19% (***) No se aplicaca exención letra i apartado 1 del artículo 14
			Establecimiento permanente	Retenciones: - Base imponible 30% No aplicación doble imposición Retenciones: -

(**) En el año 2013 las escalaras serán las siguientes:

21% para los primeros 6.000 euros.

25% para el tramo de 6.000,01 a 24.000 euros.

27% para el exceso sobre los 24.000 euros.

(***) En el año 3023 será del 21%.

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 15.

Anexo 15. Comparación entre la Ley 16/2012 con la anterior Ley 11/2009

	Régimen SOCIMI 2009	Régimen actual
Capital social mínimo	15 millones de euros	5 millones de euros
Obligaciones de cotización	Mercados regulados españoles o de cualquier estado miembro del Espacio Económico Europeo	Mercados regulados, incluyendo sistemas de negociación multilateral de cualquier país con el que exista efectivo intercambio de información tributaria.
Plazo mínimo de mantenimiento	7 años	3 años
Requisitos de diversificación	Mínimo 3 inmuebles sin que ninguno represente más del 40% del activo	Eliminación de este requisito
El origen 80% rentas de su objeto social	Todos los arrendamiento se tienen en cuenta para el cómputo del 80%	Se excluyen del cálculo del 80%, las rentas procedentes de inmuebles arrendados a entidades que formen parte a entidades que formen parte del grupo del artículo 42 del Código de Comercio
% obligatorio de distribución de beneficios	90%	80%
Financiación ajena	No podrá representar más de un 70% del activo	Se elimina este requisito
Requisitos para gozar del régimen fiscal especial	La sociedad debe cotizar desde la misma fecha de la comunicación de la opción por el régimen	Se elimina este requisito
Tipo de gravamen en el IS	19%	0% / 19% (*)
Distribución de dividendos	No están sometidos a retención	Están sometidos a retención
Distribución de dividendos		

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 16.

Anexo 16. Ahorro fiscal

EJEMPLO A	Régimen General	Socio Sociedad - IS-		Socio Persona Física -IRPF-
		>5%	<5%	
	Beneficio bruto	10.000	10.000	10.000
	Tributación IS	-3.000,00	-3.000,00	-3.000,00
	Líquido a distribuir - dividendo-	7.000,00	7.000,00	7.000,00
	Tributación Socio	2.100,00	2.100,00	1.350,00
	Deducción doble imposición	2.100,00	1.050,00	0,00
	Exención 1.500	-	-	1.350,00
	Tributación socio final	0,00	1.050,00	0,00
	Tributación Total	3.000,00	4.050,00	3.000,00
	% Tributación sobre beneficio	30,0%	40,5%	30,0%

EJEMPLO B	SOCIMI	Socio Sociedad - IS-		Socio Persona Física -IRPF-
		>5%	<5%	
	Beneficio bruto	10.000	10.000	10.000
	Tributación IS	0	0	0
	Líquido a distribuir - dividendo-	10.000	10.000	10.000
	Tributación Socio	3.000	3.000	1.980
	Deducción doble imposición	-	-	-
	Exención 1.500	-	-	-
	Tributación socio final	3.000	3.000	1.980
	Tributación Total	3.000	3.000	1.980
	% Tributación sobre beneficio	30,0%	30,0%	19,8%

Mayor tributación régimen general respecto al régimen SOCIMI

0%	10,5%	10,2%
----	-------	-------

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 17.

CIRCULAR 5/2010

**REQUISITOS Y PROCEDIMIENTO APLICABLES A LA INCORPORACIÓN Y EXCLUSIÓN
EN EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL DE ACCIONES EMITIDAS POR
EMPRESAS EN EXPANSIÓN**

El Reglamento del Mercado prevé un segmento de negociación de valores para la aplicación de valores e instrumentos negociables financieros emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización y recoge las reglas generales para incorporar al Mercado los valores e instrumentos financieros en él negociables.

En su desarrollo, resulta preciso concretar esas previsiones, definir la documentación requerida para esa incorporación y diseñar el procedimiento que se seguirá al efecto así como los requisitos y procedimiento para la eventual exclusión de tales valores negociables.

La presente Circular se ciñe a las normas y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión de acciones emitidas por empresas de reducida capitalización.

Primero. Ámbito de aplicación

La presente Circular detalla los requisitos, documentación y procedimiento aplicables para la incorporación y la exclusión en el Mercado de acciones emitidas por empresas de reducida capitalización.

Segundo. Requisitos de incorporación

1. Características de las entidades emisoras

Podrán incorporarse al Mercado aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, españolas y extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones. Las acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta.

El régimen contable y la información financiera que difundan tales sociedades se ajustarán a los siguientes estándares:

a.- Si la sociedad está constituida en un país del Espacio Económico Europeo, podrá optar entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), o el estándar contable nacional de su estado miembro.

b.- Si la sociedad está constituida en un país no miembro, podrá optar entre NIIF o US GAAP.

Las sociedades que soliciten la incorporación al Mercado deberán estar ya comercializando productos o servicios o haber ya desarrollado actuaciones relevantes directamente referidas a la preparación de esa actividad comercializadora y, adicionalmente, estar obteniendo ingresos significativos como consecuencia de esa comercialización o de transacciones, operaciones y aportaciones financieras fundamentadas en las actuaciones preparatorias que las sociedades hubieran ya llevado a cabo.

Aquellas sociedades que, en el momento en que soliciten la incorporación de sus acciones, no cuenten con dos ejercicios completos deberán presentar unas previsiones o estimaciones relativas al ejercicio en curso y al siguiente en las que, al menos, se contenga información numérica sobre ingresos o ventas, costes, gastos generales, gastos financieros, amortizaciones y beneficio antes de impuestos. Esta información deberá remitirse hasta que la antigüedad de la compañía alcance tres ejercicios.

En todo caso, en el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a dos años, los accionistas de referencia y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado.

2. Estatutos Sociales

La sociedad deberá justificar la inclusión en sus Estatutos Sociales de las siguientes previsiones:

2.1. Comunicación de participaciones significativas

Obligación del accionista de comunicar al emisor la adquisición o pérdida de acciones que alcancen, superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos, por cualquier título, directa o indirectamente.

En el caso de los administradores y directivos, esa obligación se referirá al porcentaje del 1% del capital social y sucesivos múltiples.

Las comunicaciones deberán efectuarse dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquél en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación.

2.2. Publicidad de los pactos parasociales

Obligación de los accionistas de comunicar a la sociedad la suscripción, prórroga o extinción de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.

Las comunicaciones deberán efectuarse dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquél en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación.

2.3. Solicitud de exclusión de negociación en el MAB

Obligación de la sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de negociación del Mercado que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, de ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación.

2.4. Cambio de control de la sociedad

Obligación del accionista que reciba una oferta de compra de otro accionista o de un tercero que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50% del capital) de no poder transmitir la aludida participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

3. Acciones susceptibles de incorporación

Podrán ser incorporadas acciones que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o de suscripción, pública o no, así como acciones que no lo hayan sido. En el primer caso, el valor estimado de las acciones objeto de oferta no podrá ser inferior a dos millones

de euros y deberá ser titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5 % del capital social.

Si se solicita la incorporación al Mercado sin oferta previa, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros.

4. Designación de Asesor Registrado

La entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro especial establecido al efecto por el Mercado, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento del Mercado y en la correspondiente Circular del Mercado.

5. Presentación del contrato de liquidez

La entidad emisora, o algunos de sus accionistas de referencia, suscribirá con un intermediario financiero un contrato de liquidez, de acuerdo con lo establecido en el punto 8 de la Circular de Contratación.

Tercero. Solicitud de incorporación

1. Escrito de solicitud

La incorporación de valores negociables será solicitada por el emisor o por cualquier Miembro del Mercado mediante escrito dirigido al Mercado y firmado por persona con poder bastante.

A dicha solicitud se acompañará la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación previstos en el apartado Segundo de la presente Circular, el documento informativo inicial previsto en el punto 2 del presente apartado y la restante documentación e información que en cada caso puedan recabar los órganos de gobierno del Mercado.

En la solicitud de incorporación al Mercado, el emisor se comprometerá a remitir al Mercado para su difusión la información relevante que, con carácter periódico o puntual, pueda afectar a la negociación de sus acciones y esté prevista en las normas reguladoras del Mercado.

2. Documentación informativa inicial

En el supuesto de que la entidad emisora registre en la Comisión Nacional del Mercado de Valores un folleto informativo de oferta de valores, deberá aportarse al Mercado el referido folleto, así como justificación de su registro.

En defecto de folleto informativo será necesario presentar un Documento Informativo de Incorporación al Mercado¹. El Documento Informativo de Incorporación contendrá, como mínimo, la información que se indica en el Anexo 1 de la presente Circular.

El Comité de Coordinación e Incorporaciones podrá aceptar como Documento Informativo de Incorporación el mismo documento que haya servido para la admisión a negociación en un mercado extranjero equivalente, con las actualizaciones y adaptaciones que en cada caso estime oportunas.

En el caso de valores negociables previamente admitidos a negociación en una Bolsa de Valores se recabará de la Bolsa en cuestión los documentos de índole informativa que la entidad emisora tuviera presentados a efectos de que puedan hacerse valer para el cumplimiento de la información inicial exigida por el Mercado.

Cuarto. Tramitación

Recibida la solicitud, se dará traslado de ella al Comité de Coordinación e Incorporaciones, que evaluará si los valores negociables cuya incorporación se solicita reúnen los requisitos exigidos para ello. Asimismo, el Mercado se encargará de poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud y documentación recibida.

El Comité de Coordinación e Incorporaciones elevará al Consejo de Administración el informe de evaluación junto con la correspondiente propuesta de acuerdo.

¹ En la actualidad no es preceptivo registrar un folleto informativo en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los siguientes supuestos:

- a) Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros.
- b) Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados.
- c) Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados.
- d) Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

Quinto. Incorporación

El Consejo de Administración deberá pronunciarse sobre las incorporaciones solicitadas en el plazo máximo de tres meses.

Los acuerdos de incorporación figurarán en un registro público, serán publicados en el Boletín del Mercado y se comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con el régimen previsto en el Reglamento del Mercado.

Sexto. Exclusión de valores negociables

De acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del Reglamento del Mercado, sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores negociables podrán ser excluidos de la negociación en el Mercado cuando así lo decida, de forma motivada, el Consejo de Administración en los siguientes casos:

1. Incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles a la entidad emisora, especialmente en lo que se refiere a la remisión y publicación de información y al mantenimiento de Asesor Registrado y de Proveedor de Liquidez. Con carácter previo, dicho incumplimiento podrá dar lugar a un apercibimiento escrito dirigido a la entidad emisora con objeto de obtener las medidas correctoras correspondientes.
2. Solicitud de la entidad emisora.
 - a) En el supuesto de acuerdo unánime de la Junta General de Accionistas en la que esté representado el 100 % del capital social, el acuerdo de exclusión se adoptará una vez que obre en poder del Mercado la justificación del acuerdo.
 - b) A falta de respaldo unánime de los accionistas, la emisora deberá ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones, de acuerdo con las previsiones de los Estatutos Sociales.
3. Inobservancia por la entidad emisora de los requisitos o condiciones exigidos para la incorporación, de los valores negociables emitidos por la misma, al correspondiente segmento del Mercado.
4. Inobservancia por la entidad emisora de la condición exigida a la entidad para su incorporación al Mercado.

5. Exclusión de negociación de los valores negociables incorporados al Mercado en los mercados regulados donde se encontrasen admitidos a negociación,

Los acuerdos de exclusión de valores negociables se adoptarán, en todo caso, previa audiencia de la sociedad y serán comunicados en el mismo día de su adopción a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los referidos acuerdos serán anunciados con la máxima antelación posible.

Séptimo. Desarrollo de procedimientos administrativos y técnicos

A propuesta del Comité de Coordinación e Incorporaciones o de otros órganos de gobierno del Mercado, su Consejo de Administración implantará los procedimientos administrativos y técnicos necesarios para el adecuado desarrollo de las reglas contenidas en la presente Circular.

Octavo. Fecha de aplicación

La presente Circular será aplicable a partir del día que se anuncie por medio de Instrucción Operativa.

Madrid, 4 de enero de 2010

EL SECRETARIO

Ignacio Olivares Blanco

ANEXO 1

Esquema del Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil (Segmento para Empresas en Expansión)

A continuación se facilita un esquema del contenido mínimo del Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil, segmento para Empresas en Expansión (“**MAB-EE**”).

1 Portada

- Indicación de que el Documento se ha preparado con ocasión de la incorporación en el MAB-EE de la totalidad de las acciones (o de ciertas clases o series de acciones) emitidas por una determinada Sociedad.
- Invitación a los inversores a leer íntegramente el Documento con anterioridad a cualquier decisión de inversión relativa a los valores negociables.
- Indicación de que ni la Sociedad Rectora del Mercado Alternativo Bursátil ni la Comisión Nacional del Mercado de Valores han aprobado o efectuado ningún tipo de verificación o comprobación en relación con el contenido del Documento.
- Referencia al MAB-EE.
- Identidad del Asesor Registrado.
- Declaración del Asesor Registrado de que la compañía cumple los requisitos de incorporación, y en su caso, que la información de la empresa cumple la normativa y no omite datos relevantes ni induzca a confusión a los inversores.

2 Información general y relativa a la compañía y su negocio

- 2.1** Persona o personas (físicas, que deberán tener la condición de administrador) responsables de la información contenida en el Documento. Declaración por su parte de que la misma, según su conocimiento, es conforme con la realidad y de que no aprecian ninguna omisión relevante.

- 2.2** Auditor de cuentas de la sociedad.
- 2.3** Identificación completa de la sociedad (datos registrales, domicilio...) y objeto social.
- 2.4** Breve exposición sobre la historia de la empresa, incluyendo referencia a los hitos más relevantes.
- 2.5** Razones por las que se ha decidido solicitar la incorporación a negociación en el MABEE.
- 2.6** Descripción general del negocio del emisor, con particular referencia a las actividades que desarrolla, a las características de sus productos o servicios y a su posición en los mercados en los que opera.
- 2.7** Estrategia y ventajas competitivas del emisor.
- 2.8** En su caso, dependencia con respecto a patentes, licencias o similares.
- 2.9** Nivel de diversificación (contratos relevantes con proveedores o clientes, información sobre posible concentración en determinados productos...).
- 2.10** Principales inversiones del emisor en cada ejercicio cubierto por la información financiera aportada (ver punto 2.19) y principales inversiones futuras ya comprometidas a la fecha del Documento.
- 2.11** Breve descripción del grupo de sociedades del emisor. Descripción de las características y actividad de las filiales con efecto significativo en la valoración o situación del emisor.
- 2.12** Referencia a los aspectos medioambientales que puedan afectar a la actividad del emisor.
- 2.13** Información sobre tendencias significativas en cuanto a producción, ventas y costes del emisor desde el cierre del último ejercicio hasta la fecha del Documento.
- 2.14** En el caso de que, de acuerdo con la normativa del Mercado Alternativo Bursátil o a voluntad del emisor, se cuantifiquen previsiones o estimaciones de carácter numérico sobre ingresos y costes futuros (ingresos o ventas, costes,

gastos generales, gastos financieros, amortizaciones y beneficio antes de impuestos) se deberá indicar o incluir también lo siguiente²:

2.14.1 Que se han preparado utilizando criterios comparables a los utilizados para la información financiera histórica.

2.14.2 Asunciones y factores principales que podrían afectar sustancialmente al cumplimiento de las previsiones o estimaciones.

2.14.3 Declaración de los administradores del emisor de que las previsiones o estimaciones derivan de análisis efectuados con una diligencia razonable.

2.15 Información relativa a los administradores y altos directivos del emisor.

2.15.1 Características del órgano de administración (estructura, composición, duración del mandato de los administradores), que habrá de tener carácter plural.

2.15.2 Trayectoria y perfil profesional de los administradores y, en el caso, de que el principal o los principales directivos no ostenten la condición de administrador, del principal o los principales directivos. En el caso de que alguno de ellos hubiera sido imputado, procesado, condenado o sancionado administrativamente por infracción de la normativa bancaria, del mercado de valores o de seguros, se incluirán las aclaraciones y explicaciones, breves, que se consideren oportunas.

2.15.3 Régimen de retribución de los administradores y de los altos directivos (descripción general que incluirá información relativa a la existencia de posibles sistemas de retribución basados en la entrega de acciones, en opciones sobre acciones o referenciados a la cotización de las acciones). Existencia o no de cláusulas de garantía o “blindaje” de administradores o altos directivos para casos de extinción de sus contratos, despido o cambio de control.

2.16 Empleados. Número total; categorías y distribución geográfica.

² La inclusión de este tipo de previsiones y estimaciones implicará el compromiso de informar al mercado, a través del MAB, en cuanto se advierta como probable que los ingresos y costes diferirán significativamente de los previstos o estimado.

2.17 Accionistas principales, entendiéndose por tales aquellos que tengan una participación superior al 5% del capital, incluyendo número de acciones y porcentaje sobre el capital.

2.18 Información relativa a operaciones vinculadas.

2.18.1 Información sobre las operaciones vinculadas significativas según la definición contenida en la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre³, realizadas durante los dos ejercicios anteriores a la fecha del Documento Informativo de Incorporación. En caso de no existir, declaración negativa. La información se deberá, en su caso, presentar distinguiendo entre tres tipos de operaciones vinculadas:

(i) operaciones realizadas con los accionistas significativos.

(ii) operaciones realizadas con administradores y directivos.

(iii) operaciones realizadas entre personas, sociedades o entidades del grupo.

³ De acuerdo a la Orden EHA/3050/2004 se considera operación vinculada toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación. La Orden se refiere en concreto a compras o ventas de bienes, terminados o no; compras o ventas de inmovilizado, ya sea material, intangible o financiero; prestación o recepción de servicios; contratos de colaboración; contratos de arrendamiento financiero; transferencias de investigación y desarrollo; acuerdos sobre licencias; acuerdos de financiación, incluyendo préstamos y aportaciones de capital, ya sean en efectivo o en especie; intereses abonados o cargados; o aquellos devengados pero no pagados o cobrados; dividendos y otros beneficios distribuidos; garantías y avales; contratos de gestión; remuneraciones e indemnizaciones; aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida; prestaciones a compensar con instrumentos financieros propios (planes de derechos de opción, obligaciones convertibles, etc.), y compromisos por opciones de compra o de venta u otros instrumentos que puedan implicar una transmisión de recursos o de obligaciones entre la sociedad y la parte vinculada.

A efectos de este apartado, se considerarán significativas aquellas operaciones cuya cuantía exceda del 1% de los ingresos o de los fondos propios de la Sociedad (considerando para el cómputo como una sola operación todas las operaciones realizadas con una misma persona o entidad).

2.19 Información financiera.

2.19.1 Información financiera correspondiente a los últimos tres ejercicios (o al período más corto de actividad del emisor), con el informe de auditoría correspondiente a cada año. Las cuentas anuales deberán estar formuladas con sujeción a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), estándar contable nacional o US GAAP, según el caso, de acuerdo con la Circular de Requisitos y Procedimientos de Incorporación. Deberán incluir, a) balance, b) cuenta de resultados, c) cambios en el neto patrimonial, d) estado de flujos de tesorería y e) políticas contables utilizadas y notas explicativas.

2.19.2 En caso de existir opiniones adversas, negaciones de opinión, salvedades o limitaciones de alcance por parte de los auditores, se informará de los motivos, actuaciones conducentes a su subsanación y plazo previsto para ello.

2.19.3 Descripción de la política de dividendos.

2.19.4 Información sobre litigios que puedan tener un efecto significativo sobre el emisor.

2.20 Factores de riesgo (Como conclusión de esta primera parte, relativa a la compañía y a su negocio, se destacarán los principales factores de riesgo que habrán de tenerse en cuenta por los inversores al adoptar su decisión de inversión. Se intentará no reflejar más de tres, dando preferencia al seleccionarlos a dos criterios: mayor relevancia y menor obviedad para el público en general).

3 Información relativa a las acciones

3.1 Número de acciones cuya incorporación se solicita, valor nominal de las mismas. Capital social, indicación de si existen otras clases o series de acciones y de si se han emitido valores que den derecho a suscribir o adquirir acciones.

- 3.2** Grado de difusión de los valores negociables. Descripción, en su caso, de la posible oferta previa a la incorporación que se haya realizado y de su resultado.
- 3.3** Características principales de las acciones y los derechos que incorporan. Incluyendo mención a posibles limitaciones del derecho de asistencia, voto y nombramiento de administradores por el sistema proporcional.
- 3.4** En caso de existir, descripción de cualquier condición a la libre transmisibilidad de la acciones estatutaria o extra-estatutaria compatible con la negociación en el MAB-EE.
- 3.5** Pactos parasociales entre accionistas o entre la sociedad y accionistas que limiten la transmisión de acciones o que afecten al derecho de voto.
- 3.6** Compromisos de no venta o transmisión, o de no emisión, asumidos por accionistas o por la Sociedad con ocasión de la incorporación a negociación en el MAB-EE.
- 3.7** Las previsiones estatutarias requeridas por la regulación del Mercado Alternativo Bursátil relativas a la obligación de comunicar participaciones significativas y los pactos parasociales y los requisitos exigibles a la solicitud de exclusión de negociación en el MAB y a los cambios de control de la sociedad.
- 3.8** Descripción del funcionamiento de la Junta General.
- 3.9** Proveedor de liquidez con quien se haya firmado el correspondiente contrato de liquidez y breve. Descripción de su función.

4 Otras informaciones de interés

Cualquier otra información que, en función de las características y actividad propia de la sociedad o por otras razones, se considere pueda resultar de especial interés para los inversores (en su caso, y entre otras cuestiones, podría incluirse aquí información sobre el sistema de gobierno corporativo de la sociedad).

5 Asesor Registrado y otros expertos o asesores.

5.1 Información relativa al Asesor Registrado.

- 5.2** En caso de que el documento incluya alguna declaración o informe de tercero emitido en calidad de experto se deberá hacer constar, incluyendo cualificaciones y, en su caso, cualquier interés relevante que el tercero tenga en el emisor.
- 5.3** Información relativa a otros asesores que hayan colaborado en el proceso de incorporación al MAB-EE.

ANEXO 18.

D.(nombre del interesado) en sus condición de Presidente/Consejero Delegado/Director de (nombre de la Sociedad), en virtud del nombramiento/facultades que tiene conferidas en escritura de fecha

EXPONE

Que la Junta General Universal de socios celebrada en fecga (dia) de (mes) de (20XX) se adopto por unanimidad el siguiente acuerdo:

Solicitar al Mercado Alternativo Bursatil la incorporación de la Sociedad (XXXXX). Y de conformidad con lo dispuesto en la circular 5/2010 de requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión, se adjunta el correspondiente Documento Informativo de incorporación en el segmento de Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario- SOCIMIS.

Por lo cual,

SUPLICA

Tenga por presentado este escrito al objeto de iniciar los trámites legales que concluyan en la incorporación de la sociedad al mercado de cotización.

En (Ciudad), a (día) de (mes) de (20XX)

ANEXO 19.

[SOLICITANTE], mayor de edad, con N.I.F [XXXXXXX] como [TIPO ADMINISTRADOR] de [SOCIEDAD QUE VA A SOLICITAR INCORPORACIÓN AL REGIMEN] domiciliada en [CIUDAD, DIRECCIÓN], inscrita en el Registro Mercantil de [XXX], al Tomo [XXXX], Folio [XX], Sección [X], Hoja [XXXXXX], con C.I.F.[XXXXXXX], comparece ante V.I. y

EXPONE

Que en la Junta General Universal de socios celebrada con fecha [DIA] de [MES] de [20XX] se adoptó por unanimidad el siguiente acuerdo:

"Optar por el Régimen Fiscal especial de la Ley 11/2009 de 26 de octubre por el que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), de conformidad con lo dispuesto en el artículo 8. de dicha Ley, realizar la correspondiente comunicación de la opción a la Delegación de la Agencia Estatal de Administración Tributaria de [CIUDAD] — [DISTRITO] antes del 30 de septiembre de [20XX] y realizar todas las transformaciones societarias y de otra índole necesarias para cumplir los requisitos exigidos en la indicada Ley para convertir a [NOMBRE SOCIEDAD] en una SOCIMI."

Por todo lo cual a V.I.

SUPLICA

Tenga por presentado este escrito y tenga por comunicada dentro del plazo legal la opción para aplicar el Régimen Fiscal Especial de SOCIMI, regulada en la Ley 11/2009, por parte de [NOMBRE SOCIEDAD]

En [CIUDAD], a [DÍA] de [MES] de [20XX].

ANEXO 20.

BALANCE DE SITUACIÓN

	2010	2011	2012	2013	2011/2010	2012/2011	2013/2012
A) ACTIVO NO CORRIENTE	27.896.667,65	26.595.843,57	25.500.500,04	24.519.216,77	-4,66%	-4,12%	-3,85%
I. Inmovilizado intangible	1.076.077,44	1.076.077,44	1.082.559,30	1.080.868,38	0,00%	0,60%	-0,16%
II. Inmovilizado material	16.218,37	10.220,51	5.999,25	4.676,27	-36,98%	-41,30%	-22,05%
III. Inversiones inmobiliarias	26.799.169,14	25.504.342,92	24.402.534,30	23.428.469,42	-4,83%	-4,32%	-3,99%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
V. Inversiones financieras a largo plazo	5.202,70	5.202,70	9.407,19	5.202,70	0,00%	80,81%	-44,69%
VI. Activos por impuesto diferido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Deudores comerciales no corrientes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
B) ACTIVO CORRIENTE	2.082.472,65	2.220.313,82	2.628.427,75	2.405.054,50	6,62%	18,38%	-8,50%
I. Activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
II. Existencias	80.245,32	37.733,04	47.463,52	49.656,04	-52,98%	25,79%	4,62%
III. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	980.623,53	1.243.700,02	1.578.863,66	1.059.357,69	26,83%	26,95%	-32,90%
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
V. Inversiones financieras a corto plazo	0,00	0,00	0,00	4.204,49	0,00%	0,00%	420449,00%
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00	0,00	27.461,61	16.782,78	0,00%	2746161,00%	-38,89%
VII. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1.021.603,80	938.880,76	974.638,96	1.275.053,50	-8,10%	3,81%	30,82%
TOTAL ACTIVO (A+B)	29.979.140,30	28.816.157,39	28.128.927,79	26.924.271,27	-3,88%	-2,38%	-4,28%

	2010	2011	2012	2013	2011/2010	2012/2011	2013/2012
A) PATRIMONIO NETO	12.862.448,64	13.507.100,07	14.234.852,86	14.967.118,28	5,01%	5,39%	5,14%
A-1) FONDOS PROPIOS	12.862.448,64	13.507.100,07	14.234.852,86	14.967.118,28	5,01%	5,39%	5,14%
I. Capital	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00	0,00%	0,00%	0,00%
II. Prima de emisión	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
III. Reservas	1.670.309,20	2.862.448,64	3.507.100,07	4.234.852,86	71,37%	22,52%	20,75%
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
V. Resultados de ejercicios anteriores	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Otras aportaciones de socios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Resultado del ejercicio	1.192.139,44	644.651,43	727.752,79	732.265,42	-45,92%	12,89%	0,62%
VIII. (Dividendo a cuenta)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
IX. Otros instrumentos de patrimonio neto	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
A-2) AJUSTES EN PATRIMONIO NETO	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
A-3) SUBVENCIONES, DONACIONES Y LEGADOS RECIBIDOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
B) PASIVO NO CORRIENTE	14.711.471,43	13.059.985,79	11.263.540,20	9.416.311,20	-11,23%	-13,76%	-16,40%
I. Provisiones a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
II. Deudas a largo plazo	14.711.471,43	13.059.985,79	11.263.540,20	9.416.311,20	-11,23%	-13,76%	-16,40%
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
IV. Pasivos por impuesto diferido	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
V. Periodificaciones a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VI. Acreedores comerciales no corrientes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
C) PASIVO CORRIENTE	2.405.220,23	2.249.071,53	2.630.534,73	2.540.841,80	-6,49%	16,96%	-3,41%
I. Pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
II. Provisiones a corto plazo	0,00	132.239,70	62.933,01	51.382,01	13223970,00%	-52,41%	-18,35%
III. Deudas a corto plazo	1.617.980,04	1.649.956,79	1.792.920,59	1.900.174,74	1,98%	8,66%	5,98%
IV. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	787.240,19	466.875,04	774.681,13	589.285,05	-40,69%	65,93%	-23,93%
VI. Periodificaciones a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
VII. Deuda con características especiales a corto plazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A+B+C)	29.979.140,30	28.816.157,39	28.128.927,79	26.924.271,28	-3,88%	-2,38%	-4,28%

ANEXO 21.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	2010	2011	2012	2013	2011/2010	2012/2011	2013/2012
1. Importe neto de la cifra de negocios	8.706.616,06	7.551.469,64	7.097.972,55	6.775.972,31	-13,27%	-6,01%	-4,54%
2. Variación de existencias productos terminados y en curso de fabricación	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
4. Aprovisionamientos	(792.420,41)	(694.473,25)	(728.499,65)	(729.522,75)	-12,36%	4,90%	0,14%
5. Otros ingresos de explotación	86.809,43	16.987,10	25.897,97	34.576,68	-80,43%	52,46%	33,51%
6. Gastos de personal	(1.849.057,61)	(1.803.953,92)	(1.749.662,27)	(1.788.377,69)	-2,44%	-3,01%	2,21%
7. Otros gastos de explotación	(1.970.579,50)	(1.932.977,38)	(1.921.634,36)	(1.835.455,16)	-1,91%	-0,59%	-4,48%
8. Amortización del inmovilizado	(1.793.650,66)	(1.590.541,74)	(1.072.006,84)	(1.020.633,95)	-11,32%	-32,60%	-4,79%
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
10. Exceso de provisiones	(127.980,56)	(5.798,44)	(13.883,52)	(13.194,15)	-95,47%	139,44%	-4,97%
11. Deterioro y resultado por enajenaciones de inmovilizados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
13. Otros resultados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10+11+12+13)	2.259.736,75	1.540.712,01	1.638.183,88	1.423.365,29	-31,82%	6,33%	-13,11%
14. Ingresos financieros	9.961,18	423,87	589,13	895,93	-95,74%	38,99%	52,08%
15. Gastos financieros	(643.488,16)	(623.546,38)	(621.399,51)	(373.758,06)	-3,10%	-0,34%	-39,85%
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
17. Diferencias de cambio	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00%	0,00%	0,00%
19. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	76.846,57	3.341,12	22.273,34	(4.409,71)	-95,65%	566,64%	-119,80%
B) RESULTADO FINANCIERO (14+15+16+17+18+19)	(556.680,41)	(619.781,39)	(598.537,04)	(377.271,84)	11,34%	-3,43%	-36,97%
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A+B)	1.703.056,34	920.930,62	1.039.646,84	1.046.093,45	-45,92%	12,89%	0,62%
20. Impuestos sobre beneficios	(510.916,90)	(276.279,19)	(311.894,05)	(313.828,04)	-45,92%	12,89%	0,62%
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (C+20)	1.192.139,44	644.651,43	727.752,79	732.265,42	-46%	13%	1%

ANEXO 22.

Balance de Situación "Activo"
al 31 de diciembre de 2012 y 2011

Activo

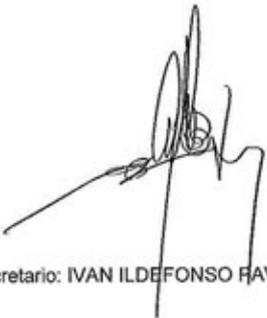
	Nota	31-12-2012	31-12-2011
A) ACTIVO NO CORRIENTE		7.165.738,37	7.198.627,78
I. Inmovilizado Intangible	5	589,50	0,00
Otro inmovilizado Intangible		589,50	0,00
II. Inmovilizado material	5	6.240,00	0,00
Instalaciones técnicas y otro Inmovilizado		6.240,00	0,00
III. Inversiones inmobiliarias	5	7.147.503,72	7.192.974,94
Terrenos		6.042.995,02	6.042.303,68
Construcciones		1.104.508,70	1.150.671,26
IV. Inversiones financieras a largo plazo	6	8.008,49	0,00
Otros activos financieros		8.008,49	0,00
VI. Activos por impuesto diferido	10	3.396,66	5.652,84
B) ACTIVO CORRIENTE		18.925,89	13.886,01
II. Deudores comerciales y otras cuentas a pagar		688,55	13.886,01
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios		93,83	9.754,96
3. Otros deudores	10	594,72	4.131,05
III. Inversiones Financieras a corto plazo	6	5.787,00	0,00
Otros activos financieros		5.787,00	0,00
IV. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes		12.460,34	0,00
Tesorería		12.450,34	0,00
TOTAL ACTIVO		7.184.664,26	7.212.513,79

El Balance al 31 de diciembre de 2011 se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos. Las notas descritas en la Memoria forman parte integrante de los Balances al 31 de diciembre de 2012 y 2011.



Consejo de Administración


Presidente: JOSÉ PAVON OLID

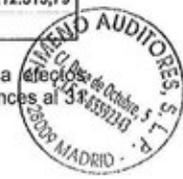

Secretario: IVAN ILDEFONSO PAVON CASTRO


Vocal: IGNACIO JOSE PAVON CASTRO

**Balance de Situación "Pasivo"
al 31 de diciembre de 2012 y 2011**

	Nota	31-12-2012	31-12-2011
A) PATRIMONIO NETO		6.079.983,82	6.072.310,05
A-1) Fondos propios	9	6.079.983,82	6.072.310,05
I. Capital		6.090.000,00	6.085.500,00
1. Capital escriturado		6.090.000,00	15.000.000,00
2. (Capital no exigido)		0,00	-8.914.500,00
III. Reservas		-16.280,60	-16.065,20
Legal		287,53	0,00
Otras Reservas		-15.568,13	-16.065,20
VII. Resultado del ejercicio		6.284,42	2.875,25
B) PASIVO NO CORRIENTE		977.256,00	997.870,23
II. Deudas a largo plazo	7	977.256,00	997.870,23
1. Deudas con entidades de crédito		504.535,54	547.870,23
3. Otras deudas a largo plazo		472.720,46	450.000,00
C) PASIVO CORRIENTE		127.424,44	142.333,51
III. Deudas a corto plazo	7	61.540,31	78.947,58
1. Deudas con entidades de crédito		42.967,57	40.757,19
3. Otras deudas a corto plazo		8.572,74	38.190,39
V. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	7	75.884,13	63.385,93
Acreedores Varios		8.509,17	0,00
Otras deudas con Administraciones públicas	10	67.374,96	63.385,93
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO		7.184.664,26	7.212.513,79

El Balance al 31 de diciembre de 2011 se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos. Las notas descritas en la Memoria forman parte integrante de los Balances al 31 de diciembre de 2012 y 2011.



Consejo de Administración

[Handwritten signature]

Presidente: JOSE PAVON OLID

[Handwritten signature]

Vocal: IGNACIO JOSE PAVON CASTRO

[Handwritten signature]

Secretario: IVAN ILDEFONSO PAVON CASTRO

Cuenta de Pérdidas y Ganancias al 31 de diciembre de 2012 y 2011

	Nota	31-12-2012	31-12-2011
1. Importe neto de la cifra de negocios	11	135.514,48	12.193,70
Prestación de servicios		135.514,48	12.193,70
4. Aprovisionamientos	11	-490,51	0,00
Compras y aprovisionamientos		-490,51	0,00
6. Gastos de personal		-21.853,92	0,00
Sueldos, salarios y asimilados		-16.612,56	0,00
Cargas sociales	11	-5.241,36	0,00
7. Otros gastos de explotación	11	-42.039,69	-2.856,11
Servicios exteriores		-24.900,91	-2.856,11
Tributos		-17.078,78	0,00
8. Amortización del inmovilizado	4,3/5	-46.162,56	-3.392,43
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado		-990,00	0,00
Resultado por enajenaciones y otras		-990,00	0,00
13. Otros Resultados		-45,14	0,00
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN		23.932,66	5.945,16
15. Gastos financieros		-16.412,06	-1.837,66
Por deudas con terceros		-16.412,06	-1.837,66
B) RESULTADO FINANCIERO		-16.412,06	-1.837,66
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS		7.520,60	4.107,50
19. Impuesto sobre beneficios	3/10	-2.256,18	-1.232,25
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (BENEFICIOS)	10	5.264,42	2.875,25

La cuenta de Pérdidas y Ganancias al 31 de diciembre de 2011 se presenta, única y exclusivamente, a efectos comparativos. Las notas descritas en la Memoria forman parte integrante de los Balances al 31 de diciembre de 2012 y 2011.



Consejo de Administración

Presidente: JOSE PAVON OLID

Vocal: IGNACIO JOSE PAVON CASTRO

Secretario: IVAN ILDEFONSO PAVON CASTRO

ANEXO 23.

BALANCE DE PYMES

BP1

NIF: B84193531 DENOMINACIÓN SOCIAL: ENTRECAMPOS CUATRO S.L.	UNIDAD (1) Euros 09001 <input checked="" type="checkbox"/>	Espacio destinado para las firmas de los administradores
---	--	--

NO APTO PARA SU PRESENTACIÓN COMO DEPÓSITO EN PAPEL EN EL REGISTRO MERCANTIL

ACTIVO	NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2012 (2)	EJERCICIO 2011 (3)
A) ACTIVO NO CORRIENTE	11000	90.374.188,40	94.835.154,41
I. Inmovilizado intangible	11100 5.1	19.611,84	29.538,91
II. Inmovilizado material	11200 5.2	1.277.764,35	95.260,52
III. Inversiones inmobiliarias	11300 5.3	88.184.212,01	93.673.742,57
IV. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo ...	11400		
V. Inversiones financieras a largo plazo	11500 6	892.600,20	956.085,67
VI. Activos por impuesto diferido	11600		80.526,74
VII. Deudores comerciales no corrientes	11700		
B) ACTIVO CORRIENTE	12000	4.396.947,74	2.793.542,54
I. Existencias	12200		
II. Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	12300 6	1.156.832,38	852.223,89
1. Clientes por ventas y prestaciones de servicios	12380	287.527,69	169.843,87
a) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a largo plazo	12381		
b) Clientes por ventas y prestaciones de servicios a corto plazo	12382	287.527,69	169.843,87
2. Accionistas (socios) por desembolsos exigidos	12370		
3. Otros deudores	12390	869.304,69	682.380,02
III. Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo ...	12400		
IV. Inversiones financieras a corto plazo	12500 6	1.169.113,76	220.000,00
V. Periodificaciones a corto plazo	12600	-2.536,55	-6.767,44
VI. Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	12700 6	2.073.538,15	1.728.086,09
TOTAL ACTIVO (A + B)	10000	94.771.136,14	97.628.696,95

(1) Todos los documentos que integran las cuentas anuales se elaborarán expresando sus valores en euros.
 (2) Ejercicio al que van referidas las cuentas anuales.
 (3) Ejercicio anterior.

BALANCE DE PYMES

BP2.1

NIF:	B84193531	Espacio destinado para las firmas de los administradores
DENOMINACIÓN SOCIAL:	ENTRECAMPOS CUATRO S.L.	

NO APTO PARA SU PRESENTACIÓN COMO DEPÓSITO EN PAPEL EN EL REGISTRO MERCANTIL

PATRIMONIO NETO Y PASIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2012 (1)	EJERCICIO 2011 (2)
A) PATRIMONIO NETO	20000		55.125.503,32	58.795.077,00
A-1) Fondos propios	21000		55.125.503,32	58.795.077,00
I. Capital	21100	8	75.776.591,00	75.776.591,00
1. Capital escriturado	21110		75.776.591,00	75.776.591,00
2. (Capital no exigido)	21120			
II. Prima de emisión	21200	8	50,00	50,00
III. Reservas	21300	8	-16.981.564,00	-17.176.129,22
IV. (Acciones y participaciones en patrimonio propias)	21400			
V. Resultados de ejercicios anteriores	21500			-115.486,68
VI. Otras aportaciones de socios	21600			
VII. Resultado del ejercicio	21700	3	-3.669.573,68	640.051,90
VIII. (Dividendo a cuenta)	21800			-330.000,00
A-2) Ajustes en patrimonio neto	22000			
A-3) Subvenciones, donaciones y legados recibidos	23000			
B) PASIVO NO CORRIENTE	31000		37.765.362,11	37.031.563,74
I. Provisiones a largo plazo	31100			
II. Deudas a largo plazo	31200	7	22.181.801,16	23.346.820,15
1. Deudas con entidades de crédito	31220		6.058.592,26	6.561.208,92
2. Acreedores por arrendamiento financiero	31230		15.311.875,47	15.982.932,79
3. Otras deudas a largo plazo	31290		811.333,43	802.678,44
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo	31300			
IV. Pasivos por impuesto diferido	31400	9	15.583.560,95	13.684.743,59
V. Periodificaciones a largo plazo	31500			
VI. Acreedores comerciales no corrientes	31600			
VII. Deuda con características especiales a largo plazo	31700			

(1) Ejercicio al que van referidas las cuentas anuales.
 (2) Ejercicio anterior.

BALANCE DE PYMES

BP2.2

NIF:	B84193531	Espacio destinado para las firmas de los administradores
DENOMINACIÓN SOCIAL:	ENTRECAMPOS CUATRO S.L.	

NO APTO PARA SU PRESENTACIÓN COMO DEPÓSITO EN PAPEL EN EL REGISTRO MERCANTIL

PATRIMONIO NETO Y PASIVO		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2012 (1)	EJERCICIO 2011 (2)
C) PASIVO CORRIENTE	32000		1.880.270,71	1.802.056,21
I. Provisiones a corto plazo	32200		2.320,00	
II. Deudas a corto plazo	32300	7	1.170.935,39	1.129.699,79
1. Deudas con entidades de crédito	32320		496.956,70	469.597,10
2. Acreedores por arrendamiento financiero	32330		671.057,32	647.602,69
3. Otras deudas a corto plazo	32390		2.921,37	12.500,00
III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	32400			
IV. Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	32500	7	707.015,32	672.356,42
1. Proveedores	32580		15.563,37	22.639,20
a) Proveedores a largo plazo	32581			
b) Proveedores a corto plazo	32582		15.563,37	22.639,20
2. Otros acreedores	32590		691.451,95	649.717,22
V. Periodificaciones a corto plazo	32600			
VI. Deuda con características especiales a corto plazo	32700			
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO (A + B + C)	30000		94.771.136,14	97.628.696,95

(1) Ejercicio al que van referidas las cuentas anuales.
 (2) Ejercicio anterior.

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS DE PYMES

PP

NIF: B84193531		Espacio destinado para las firmas de los administradores		
DENOMINACIÓN SOCIAL: ENTRECAMPOS CUATRO S.L.				
(DEBE) / HABER				
		NOTAS DE LA MEMORIA	EJERCICIO 2012 (1)	EJERCICIO 2011 (2)
1. Importe neto de la cifra de negocios	40100	10	5.972.353,06	5.541.288,16
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	40200			
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	40300			
4. Aprovisionamientos	40400			
5. Otros ingresos de explotación	40500		41.773,27	79.874,12
6. Gastos de personal	40600	10	-499.511,61	-443.889,83
7. Otros gastos de explotación	40700	10	-1.824.537,41	-1.882.095,85
8. Amortización del inmovilizado	40800	5	-2.021.350,69	-1.877.474,25
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	40900			
10. Excesos de provisiones	41000			
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	41100	5	-3.163.933,21	52.908,47
12. Otros resultados	41300	10	351.331,65	160.456,54
A) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12)	49100		-1.143.874,94	1.631.067,36
13. Ingresos financieros	41400		230.981,69	122.477,89
a) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	41430			
b) Otros ingresos financieros	41490		230.981,69	122.477,89
14. Gastos financieros	41500		-642.999,57	-947.343,48
15. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	41600			
16. Diferencias de cambio	41700			
17. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	41800		-31.993,35	68.007,00
18. Otros ingresos y gastos de carácter financiero	42100			
a) Incorporación al activo de gastos financieros	42110			
b) Ingresos financieros derivados de convenios de acreedores	42120			
c) Resto de ingresos y gastos	42130			
B) RESULTADO FINANCIERO (13 + 14 + 15 + 16 + 17 + 18)	49200		-444.011,23	-756.858,59
C) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A + B)	49300		-1.587.886,17	874.208,77
19. Impuestos sobre beneficios	41900	9	-2.081.687,51	-234.156,87
D) RESULTADO DEL EJERCICIO (C + 19)	49500		-3.669.573,68	640.051,90
<p>(1) Ejercicio al que van referidas las cuentas anuales. (2) Ejercicio anterior.</p>				

NO APTO PARA SU PRESENTACIÓN COMO DEPÓSITO EN PAPEL EN EL REGISTRO MERCANTIL

ANEXO 24.

GALERIA CENTRUM

PÉRDIDAS Y GANANCIAS

	AÑO 2012	AÑO 2013
Importe neto de la cifra de negocios	1.623.901,51	1.553.586,24
Ingresos por arrendamientos	1.572.598,13	1.482.939,09
Prestación de servicios	51.303,38	70.647,14
Gastos de personal	116.270,70	116.236,87
Sueldos, salarios y asimilados.	101.920,27	103.867,48
Cargas sociales.	14.350,44	12.369,39
Otros gastos de explotación	480.522,89	472.307,74
Servicio profesionales independientes	23.803,65	37.664,24
Otros servicios	413.853,54	381.756,14
Tributos	42.865,70	52.887,36
Amortización del inmovilizado	229.730,80	230.010,60
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	797.377,12	735.031,02
Gastos financieros y gastos asimilados	2.548,92	3.581,90
Por deudas con terceros y gastos asimilados	2.548,92	3.581,90
Otros intereses e ingresos asimilados	15,82	21,95
Otros intereses	15,82	21,95
RESULTADO FINANCIERO	2.533,10	3.559,94
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	794.844,02	731.471,08
Impuesto sobre beneficios	254.841,55	242.834,36
RESULTADO DEL EJERCICIO	540.002,47	488.636,72

ANEXO 25.

DETALLES "OTROS SERVICIOS" 2.013

CONCEPTOS	IMPORTE	% S/TOTAL
CONSUMO	94.360,46	24,72%
Eléctrico	78.295,39	
Gas	5.362,50	
Agua	10.702,57	
SEGURIDAD	71.351,04	18,69%
Vigilancia	67.970,96	
Central Alarmas	3.380,08	
LIMPIEZA	47.070,88	12,33%
Contrato	40.173,72	
Material higiénico	5.448,00	
Extraordinarios	1.449,16	
OTROS SERVICIOS	59.649,52	15,63%
Mantenimiento general	19.920,00	
Ascensores	6.559,60	
Escaleras	19.546,64	
Bacteriostáticos	1.991,98	
Contra Incendios	4.802,37	
Desinsectación	1.695,29	
Control Legionella	5.133,64	
REPARACIONES-MATERIALES	18.921,53	4,96%
Material eléctrico	8.082,99	
Sal Descalcificador	723,75	
Fontanería	2.118,80	
Jardinería	4.951,99	
Puertas	2.197,00	
Varios	847,00	
SEGUROS	18.966,07	4,97%
OFICINA DE ADMINISTRACIÓN	8.902,79	2,33%
Auditoría, Abogados	6.200,00	
Varios	2.702,79	
PUBLICIDAD	62.533,85	16,38%
TOTAL CUENTA	381.756,14	100,00%

ANEXO 26.

HOTEL PARQUE CENTRAL VALENCIA

	2.012	2.013
<u>DATOS ESTADISTICOS</u>		
DIAS ABIERTO	365	365
% OCUPACION	37,21%	39,81%
PRECIO MEDIO HABITACION	32,90	35,00
PLANTILLA MEDIA TRABAJADORES	22,52	23,92
<u>BALANCE DE EXPLOTACIÓN</u>		
DEPARTAMENTOS OPERACIONALES		
INGRESOS	TOTAL	TOTAL
HABITACIONES	921.245	994.944
COMIDA	120.767	135.498
BEBIDA	10.451	11.725
OTROS INGRESOS	25.779	28.923
TOTAL INGRESOS	1.078.242	1.171.093
COSTE DIRECTO	TOTAL	TOTAL
COMIDA	45.436	50.978
BEBIDA	5.604	6.287
OTROS INGRESOS	1.528	1.714
TOTAL COSTE DIRECTO	52.568	58.980
COSTE DE PERSONAL	TOTAL	TOTAL
HABITACIONES	155.666	171.117
COMIDA Y BEBIDA	44.436	49.856
TOTAL COSTE DE PERSONAL	200.102	220.973
OTROS GASTOS	TOTAL	TOTAL
HABITACIONES	267.482	291.572
COMIDA Y BEBIDA	16.255	18.237
OTROS INGRESOS	2.039	2.287
TOTAL OTROS GASTOS	285.776	312.097
BENEFICIO DEPARTAMENTOS OPEI	TOTAL	TOTAL
HABITACIONES	498.097	532.255
COMIDA Y BEBIDA	19.487	21.864
OTROS INGRESOS	22.212	24.921
TOTAL BENEFICIO DEP. OPERACIONES	539.796	579.041

ANEXO 27.

MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL



EURONA

Doc. Ampliación de capital (Junio 2014)



INKEMIA

Doc. Ampliación de Capital (Mayo 2014)



- EMPRESAS EN EXPANSION
- ¿Qué es?
- ¿Por qué cotizar en el MAB?
- Incentivos fiscales y ayudas
- Normativa
- Tarifas
- Asesores registrados
- Cotizaciones
- Empresas cotizadas
- Info Financiera
- Avisos y Hechos Relevantes
- Eventos
- Artículos y Publicaciones
- Análisis
- Canal Vídeo MAB
- ÁREA PRIVADA
- SOCI MIS**
- SICAVS
- ECR
- SIL
- OPERACIONES FINANCIERAS
- MIEMBROS
- BOLETÍN DIARIO
- NOTAS DE PRENSA
- CONTACTOS

MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL



EURONA

Doc. Ampliación de capital (Junio 2014)



INKEMIA

Doc. Ampliación de Capital (Mayo 2014)



- Normativa
- Tarifas
- Asesores registrados
- Cotizaciones
- Empresas cotizadas
- Info Financiera
- Avisos y Hechos Relevantes
- Eventos
- Artículos y Publicaciones
- Análisis
- Canal Vídeo MAB
- ÁREA PRIVADA
- SOCI MIS**
- ¿Qué son?
- ¿Cómo acceder?
- Ventajas para los inversores
- Normativa
- Tarifas
- Asesores registrados
- Cotizaciones
- Empresas cotizadas
- Info Financiera
- ÁREA PRIVADA
- SICAVS
- ECR

ASESORES REGISTRADOS

Los "Asesores Registrados" son profesionales especializados que valoran la idoneidad de las empresas para incorporarse al MAB y, una vez incorporadas, las acompañan y asisten durante su permanencia en el mercado. Cada empresa debe tener designado en todo momento un Asesor Registrado.

Sus principales funciones son:

- Asesorar a la compañía en el cumplimiento de los requisitos de incorporación.
- Revisar la información presentada por la compañía en el momento de su incorporación y, posteriormente, ayudar a la empresa a que cumpla con los requisitos de información, tanto en lo que se refiere a la información financiera periódica, como a la comunicación puntual de hechos relevantes.
- Estar disponibles ante el MAB para atender sus preguntas sobre el emisor, su actividad, cumplimiento, etc.

Para ser asesor registrado hay que solicitarlo al MAB y cumplir los requisitos que indica la normativa del Mercado.

[Listado de asesores registrados](#)

Guía y normativa:

- ["Guía de buenas prácticas para Asesores Registrados"](#)
- [Circular 1/2010 "Asesor Registrado en el MAB"](#)

- ▶ Normativa
- ▶ Tarifas
- ▶ Asesores registrados
- ▶ Cotizaciones
- ▶ Empresas cotizadas
- ▶ Info Financiera
- ▶ Avisos y Hechos Relevantes
- ▶ Eventos
- ▶ Artículos y Publicaciones
- ▶ Análisis
- ▶ Canal Vídeo MAB
- ▶ ÁREA PRIVADA
- SOCIMIS
- ▶ ¿Qué son?
- ▶ ¿Cómo acceder?
- ▶ Ventajas para los inversores
- ▶ Normativa
- ▶ Tarifas
- ▶ Asesores registrados
- ▶ Cotizaciones
- ▶ Empresas cotizadas
- ▶ Info Financiera
- ▶ ÁREA PRIVADA
- SICAVS
- ECR
- SIL

ASESORES REGISTRADOS

EMPRESA	CONTACTO	TELÉFONO	EMAIL
ABANTE ASESORES DISTRIBUCIÓN A.V. S.A.	Mª de las Viñas Herrera Hernampérez	91 781 57 50	✉
ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI)	Marta Itzaguirre Cavestany	91 781 57 50	✉
	Pablo Gujarro	91 520 04 35	✉
ARCANO VALORES, A.V. S.A.	Virginia González Pérez	91 520 01 00/02	✉
	Alvaro de Remedios	91 353 21 40	✉
ARMABEX ASESORES REGISTRADOS, S.L.	Constantino Gómez Lavin	91 353 21 40	✉
	Antonio Fernández Hernando	91 662 25 91	✉
BANCO EUROPEO DE FINANZAS, S.A.	Javier Mateos	669 82 96 54	✉
	Itziar Gómez de la Vega Pedruelo	91 319 62 69	✉
BANCO SANTANDER, S.A.	Manuel Aguilera Montañez	952 367 958	✉
	Iñigo Bastarrica Escala	91 289 33 38	✉
BDO FINANZAS CORPORATIVAS, S.L.	José Villaverde González	91 289 45 78	✉
	Eduardo Pérez Ruiz	91 702 22 12	✉
CONFIVENDIS, S.L.	Carlos López Casas	91 662 90 66	✉
	Manuel Urribarri Zarranz	91 662 90 66	✉
DCM ASESORES Dirección y Consultoría de Mercados, S.L.	Ana Rozas	881 89 60 49	✉
	David Carro Meana	881 89 60 49	✉
DELOITTE, S.L.	Gloria Hernandez Aler	91.582.09.00	✉
	Sara Gutiérrez Campiña	91.582.09.00	✉
DIDENDUM ASESOR REGISTRADO S.L.	José Beiras Escudero	636806065	✉
	María Victoria Vázquez Sacristán	652902314	✉
ERNST & YOUNG SERVICIOS CORPORATIVOS, S.L.	Fernando Pérez Ruiz	91 572 78 11	✉
			✉

- EMPRESAS EN EXPANSION
- ▶ ¿Qué es?
- ▶ ¿Por qué cotizar en el MAB?
- ▶ Incentivos fiscales y ayudas
- ▶ Normativa
- ▶ Tarifas
- ▶ Asesores registrados
- ▶ Cotizaciones
- ▶ Empresas cotizadas
- ▶ Info Financiera
- ▶ Avisos y Hechos Relevantes
- ▶ Eventos
- ▶ Artículos y Publicaciones
- ▶ Análisis
- ▶ Canal Vídeo MAB
- ▶ ÁREA PRIVADA
- SOCIMIS
- ▶ ¿Qué son?
- ▶ ¿Cómo acceder?
- ▶ Ventajas para los inversores
- ▶ Normativa
- ▶ Tarifas
- ▶ Asesores registrados
- ▶ Cotizaciones
- ▶ Empresas cotizadas
- ▶ Info Financiera

ANEXO 28.



Selección de Inmuebles

Colaborador Sareb

Comercializadoras

Nuestra misión:

Desinvertir los activos en un plazo de 15 años, maximizando el valor de los mismos

Noticias

Sareb amortiza deuda por importe de 1.400 millones con cargo al ejercicio 2014

09/04/2014

Sareb, Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria

Es una entidad privada creada para ayudar al saneamiento del



La web inmobiliaria de Sareb incluye una selección de suelos, fincas rústicas, oficinas, hoteles y locales comerciales

En esta página puedes acceder a la web inmobiliaria de Sareb donde se incluyen una primera selección de inmuebles disponibles para su venta o alquiler, que se irá ampliando progresivamente. La oferta actual se compone fundamentalmente de **suelo, fincas rústicas, oficinas, naves industriales, locales comerciales** y **hoteles**.

Si estás interesado en adquirir o alquilar alguna de las viviendas de Sareb, puedes consultar la oferta disponible a través de los canales habituales de las entidades encargadas de comercializar nuestros activos.



SUELO



FINCAS RÚSTICAS



OFICINAS



INDUSTRIAL



COMERCIAL



HOTELES





¿Quiere comercializar
nuestros inmuebles?

Homoléguese en
nuestra web
como >



Comunidad Valenciana

Valencia/València

Seleccione una población...

Buscar



www.inmuebles-sareb.es



Suelo



F. Rústicas



Hoteles



Oficinas



Industrial



Comercial



Hotel Parque Central en Valencia (ID-BV179)

FICHA DE DETALLE DEL ACTIVO

Tipología

Hotelero

Ubicación

Plaza Manuel Sanchís Guarner, nº 1. Valencia (Valencia/València)

Descripción:

Hotel urbano de 4* junto al casco antiguo de Valencia. Dispone de todas las comodidades, así como de completas instalaciones (zona restauración, teatro/auditorio, gimnasio, sauna...) A 10 minutos de la estación de tren.

Características

Superficie edificada: 12.805,00 m²

Edificio entre medianeras, de 8 plantas sobre rasante, con amplia fachada, formando parte de la Plaza Manuel Sanchís Guarner. Dispone de 192 habitaciones completamente equipadas. / Certificación de Eficiencia Energética EN CURSO



Solicitar información



IMÁGENES

