

Consideraciones iniciales sobre el mercado inmobiliario

Una de las características especiales del mercado inmobiliario respecto de otros mercados productivos es que la propiedad inmobiliaria es a la vez un factor de producción y un activo de inversión. Tanto la promoción como la explotación de inmuebles son componentes de la productividad de una economía, la promoción vinculada al sector de la construcción y la explotación de inmuebles al sector de servicios. Por otro lado, cualquier bien inmueble es susceptible de ser objeto de inversión bien por la revalorización a futuro o por cesión de uso a terceros mediante arrendamiento. El uso y la propiedad de un bien pueden dissociarse y comercializarse separadamente.

En España, viene desarrollándose una tradición eminentemente promotora, es decir, construir sobre suelo finalista con el objetivo de vender a particulares. El método de financiación es por lo general, de origen bancario, la caja o el banco financia a la promotora y ésta cede (subrogación) al particular esa financiación en forma de hipoteca en el momento de la compraventa. En la mayoría de los casos la adquisición se ha realizado por la necesidad de uso de ese inmueble, subyaciendo también el propósito de que, con el tiempo, la amortización de la hipoteca junto con la plusvalía generada transformara la propiedad en una fuente de ahorro. Ésta ha sido prácticamente la única forma de inversión inmobiliaria para el pequeño ahorrador hasta hace bien poco en nuestro país. Evidentemente el mismo sistema de financiación limita el alcance de la promoción, ya que las características del préstamo y su retorno condicionan la duración del proyecto de negocio y su volumen. Por eso las operaciones más grandes se han concentrado en un reducido número de inversores con más capacidad financiera y en colaboración con organismos oficiales capaces de garantizar las actuaciones. El desarrollo de Barcelona '92 durante los años 80 es un claro ejemplo de estas intervenciones. Asimismo, cuando son pocos los agentes que acaparan el volumen de la inversión, la poca transparencia del mercado y la poca competencia difícilmente estimulan la eficiencia.



La Défense. Paris.

De esta forma, no existían en España las grandes operaciones inmobiliarias que todos hemos admirado de jóvenes en otros países como EEUU, Canadá, Australia... Es precisamente durante los años 90 donde empiezan a aparecer en Europa nuevas formas de financiación privada en forma de fondos y sociedades de inversión que, atraídos por esta dualidad de rentabilidades que ofrece el mercado inmobiliario, deciden destinar recursos a esta actividad. El resultado son proyectos de negocio a largo plazo y gran envergadura como La Defense en París o Canary Wharf en Londres. Se inicia así un nuevo formato de negocio inmobiliario caracterizado por una visión que va más allá de la estrictamente promotora, con vocación de permanencia ya que asume los beneficios de la explotación además de la revalorización del inmueble. La rentabilidad del negocio depende menos de las expectativas de plusvalías imprevisibles y más de las rentas y servicios derivados. Estas herramientas financieras introducen más liquidez y una mayor competitividad al mercado.

Finalmente, durante el inicio de este siglo XXI, se produce un exceso de liquidez en el mercado debido a un precio del dinero excepcionalmente bajo que alimenta a ambos tipos de inversores. Los fondos y sociedades de inversión utilizan su capacidad de endeudamiento para diversificar sus inversiones y los promotores se embarcan en un mayor número de operaciones. Estos últimos son los que se transforman en las grandes promotoras de España que sufren drásticamente los efectos de la crisis inmobiliaria actual.

¿Qué son los REIT's?

Los REITs (Real Estate Investment Trust) son fondos cerrados de inversión inmobiliaria que invierten en inmuebles o prestamos con garantía inmobiliaria, normalmente a través de acciones intercambiables en bolsa. Su característica principal consiste en distribuir la práctica totalidad de los beneficios en forma de dividendos entre los accionistas, por lo que son éstos los que pagan impuestos por la rentabilidad y no el fondo. De esta manera los REITs están exentos del impuesto de sociedades y tienen importantes rebajas fiscales sobre las plusvalías generadas por la revalorización de los inmuebles.

Los REITs tienen su origen en Estados Unidos y aunque se iniciaron a finales del s.XIX se extinguieron durante el crack financiero de 1929. Fue John F. Kennedy quien recuperó esta figura financiera en 1960 con dos objetivos principales: 1.- permitir la inversión inmobiliaria gestionada por profesionales al ahorrador americano medio y 2.- reflotar un mercado inmobiliario en crisis dotándole de mayor liquidez, al captar nuevos capitales que hasta la fecha no podían invertir directamente en inmuebles sino sólo a través de sociedades inversoras en las que se encontraban claramente en desventaja para decidir sobre los objetivos y estrategias.

Cabe aclarar en este punto que la inversión en bienes inmuebles a través de sociedades inmobiliarias está fiscalmente en desventaja respecto a la inversión directa, es decir, como persona física. En este último caso se contribuye por IRPF y en la inversión indirecta por el impuesto de sociedades

más el IRPF sobre el dividendo de los accionistas. De esta manera, la inversión en inmuebles era claramente más rentable para aquellas fortunas capaces de comprar inmuebles directamente más allá del de la vivienda habitual. Por eso la innovación de los REITs permitía al americano medio aglutinar sus ahorros conjuntamente para invertir en igualdad de condiciones en operaciones inmobiliarias profesionales. Además las reglamentaciones de la estructura accionarial (mínimo de 100 accionistas) dificultan la concentración del poder dentro de la entidad por los grupos mayoritarios.

La sociedad que se quiera acoger al régimen REIT en EEUU, debe pagar un impuesto sobre las plusvalías acumuladas de una sola vez (exit tax) e igual al tipo general que se aplica a las plusvalías de inmuebles en el Impuesto sobre Sociedades. Puede diferir e incluso eludir dicho impuesto si se mantienen los inmuebles en cartera durante un mínimo de 10 años. Una vez pagada el exit tax, el REIT estará sujeto a un tipo del 0% del impuesto de sociedades tanto por rentas generadas por alquiler como por plusvalías provenientes de ventas de inmuebles. El principal requisito para acogerse a este régimen fiscal es la distribución del 90% del beneficio generado por las rentas y del 100% de las plusvalías por venta de inmuebles. Mediante esta transparencia fiscal se muestran efectivamente los precios de mercado lo que genera una competitividad semejante a la del resto de mercados industriales.

Origen: Informe Esade "Propuesta de implantación de un régimen REIT". Eduard Mendiluce.

	Regimen	Cotización	Accionistas	Actividad	Endeudamiento	Pay Out
EEUU	REIT (1960)	Informar a los accionistas. No es Obligatorio cotizar	Mínimo de 100 accionistas	Inversión en activos inmobiliarios principalmente	No hay límite de endeudamiento	Rentas al 90%. Plusvalías no hay restricción

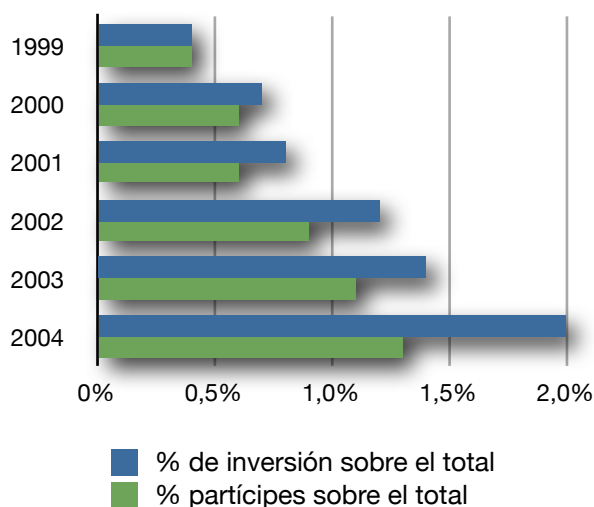
Imposición en origen				Imposición en destino		
Alquileres	Plusvalías	Retención s/ dividendos	ITP	Exit Tax	Pers. Física	Pers. Jurídica
Exención proporcional al pay-out	Exención proporcional al Pay Out	Residentes exentos. No residentes: 30-35%	Imposición indirecta varía en cada estado	Exit Tax a tipo básico del Imp. Soc. Posibilidad de diferir o exento si se mantienen los activos 10 años	IRPF destino: Dividendos +/- 39%. Venta de acciones: 15%	35%

La implantación de los REITs en Europa es relativamente reciente y sus resultados han sido muy diferentes según los países. Así como en Holanda (1969), Bélgica (1995) y Francia (2003) estos vehículos financieros han demostrado su eficacia para revitalizar el mercado inmobiliario desde su implantación, en Reino Unido y Alemania, regulados en 2007, tuvieron un estreno muy deslucido debido a la crisis financiera actual. De todas formas, nuestra experiencia confirma que capitales extranjeros se han introducido en España mediante estas estructuras fiscalmente transparentes desde esos países europeos y americanos pioneros en los REITs, para financiar proyectos de gran repercusión mediática, como es el caso de Diagonal Mar en Barcelona.

Los REITs españoles: las SOCIMIs

En España se han regulado los REITs bajo el nombre de SOCIMI (Sociedades Colectivas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) mediante la Ley 11/2009 del 26 de octubre. No se han limitado el tipo de activos de inversión por parte de las SOCIMIs, por lo que se permite invertir tanto en residencial, como en uso empresarial (oficinas, comercial y logística), incluida la rehabilitación, a diferencia de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria (SII y FII) cuya regulación (1992 y 2003) se orientó mayoritariamente al segmento residencial con la intención de potenciar el mercado de alquiler. Los expertos atribuyen a esta limitación principalmente, el escaso éxito de las SII y FII mientras que los fondos de carácter financiero no inmobiliario han crecido exponencialmente desde 1984. Cabe recordar que a finales de 2007 el número de FII y SII existentes en España era de 18¹ las cuales representan únicamente el 3% de las IIC² españolas. Afortunadamente, con la regulación de las SOCIMIs se ha levantado esta limitación para las SII y FII, por lo que la elección entre los diferentes vehículos de

inversión inmobiliaria depende de las preferencias del inversor.



Evolución de los Fondos Inmobiliarios en España sobre el total de Fondos de Inversión (%)

Desde el punto de vista fiscal, y contrariamente a la regulación internacional, en las SOCIMIs tributa la sociedad y no los inversores, aunque al tipo de las personas físicas (18%, 19% a partir del 2010). Posteriormente los inversores estarán exentos de tributación por dividendos en caso de ser personas físicas, y en el caso de sociedades tributarán el 12% por lo que la suma iguala el régimen general societario. La otra gran diferencia respecto a la regulación de los REITs europeos es que no se han impuesto limitaciones en la concentración de las participaciones de una SOCIMI. Por lo explicado anteriormente, creemos que estas divergencias reglamentarias obstaculizan la interacción con otros REITs y capitales europeos por la falta de transparencia y dificultan el acceso a inversores de perfil más modesto y con menos recursos para decidir dentro de la sociedad. De esta manera las SOCIMIs se convierten en vehículos de gestión de grandes patrimonios y por lo tanto se echa de menos una diferenciación mayor con respecto a los fondos de inversión inmobiliaria.

¹ Pertenecientes a tan solo 4 entidades financieras: Santander, BBVA, Caja Madrid y Caja Guipuzcoa. Fuente Inverco.

² Instituciones de Inversión Colectiva, es decir, fondos y sociedades de inversión de cualquier tipo.

Por lo demás las SOCIMIs requieren de un capital social mínimo de 15 millones de euros³ y su objeto social principal es la adquisición y promoción, incluida la rehabilitación, de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, y la participación en otras sociedades análogas nacionales o europeas e IIC inmobiliarias. El plazo mínimo de mantenimiento de los activos es de 3 años para inmuebles y participaciones y 7 en el caso de promoción de inmuebles para arrendamiento.

En cuanto a la distribución de resultados, las SOCIMIs están obligadas a distribuir entre sus accionistas los beneficios obtenidos durante el ejercicio, después de sus obligaciones mercantiles, de esta manera:

1. el 90% de los beneficios procedentes de las rentas de actividades principales o accesorias.
2. el 50% de los beneficios derivados de la liquidación (venta) de bienes inmuebles y participaciones.
3. el 100% de los dividendos derivados de otras participaciones.

El resto de beneficios deben reinvertirse en activos afectos al objeto social. Con esta distribución anual es difícil planificar estrategias de crecimiento para la sociedad, por eso se ha establecido un límite máximo de endeudamiento generoso para las SOCIMIs del 70% del valor de sus activos.

Las sociedades que cumplan estos requisitos pueden acogerse al régimen fiscal favorable descrito anteriormente.

Consideraciones finales

Como se describe en la exposición de motivos de la ley 11/2009 “se requiere el impulso de nuevos modelos de inversión que proporcionen una respuesta adecuada a las necesidades constantes del mercado, con el objeto de mantener su dinamismo y minimizar el impacto negativo de los ciclos económicos, de manera que favorezca la continua integración económica de nuestro país en un entorno globalizado.”

Así pues, la finalidad subyacente de la regulación de las SOCIMIs es estabilizar el mercado inmobiliario español a niveles de otros países europeos. En definitiva, son un instrumento de inversión a medio y largo plazo que, mediante las limitaciones que imponen a la comercialización, pretende impulsar un segmento de mercado liberado de las rentabilidades cortoplacistas de otras actividades inmobiliarias con lo que ayudarán a estabilizarán los ciclos y originarán precios más transparentes, lo cual es una condición principal para evaluar el riesgo de las inversiones.

En el siguiente informe trataremos más de cerca la implicación que esta figura financiera puede tener en el modelo inmobiliario español.

Noviembre de 2009.

BIBLIOGRAFIA

-Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

-Derecho mercantil inmobiliario. Álvaro Espinós coordinador y otros autores. Ed. Bosch

- Informe Ashurst. Régimen jurídico de las SOCIMIS. Octubre 2009.

- Informe ESADE: El mercado Inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT. Autor: Eduard Mendiluce Fradera. Abril 2005.

- Informe: Los fondos de inversión inmobiliaria en España 1994-2005: Análisis de rendimiento y persistencia. Regional and Sectorial Economic Studies Vol-6-2 (2006)

-<http://www.cotizalia.com/tribuna/socimis-reits-espanolas-20091029.html>. Autor: Eduardo Sebastián de Erice

AUTORES:

Mario Calvo, Arquitecto consultor.

Francisco Rodríguez, Arquitecto consultor.
OWNmanagement BCN

www.ownmanagement.com

³ Una vez más otra limitación para los pequeños y medianos patrimonios. Cabe recordar que en Holanda y Bélgica el capital mínimo para la creación de un REIT es de tan sólo 18.000 € y 1,25M € respectivamente.