

El mercado inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT

Eduardo Mendiluce*
Departamento de Control y Dirección Financiera
ESADE. Universitat Ramon Llull

Recibido: abril de 2005

Abstract

The document attempts to reflect on the peculiarities of the property market as an alternative to institutional investment and its relationship with the legal and tax structures it is regulated by. In this sector, unlike others, individuals and legal entities compete for the same assets. The tax inequality of both groups puts the corporate institutional investment at a disadvantage in the face of other foreign investment groups, which are open from a tax point of view.

This inequality has two main consequences: the loss of competitiveness in the face of countries with open vehicles, and the investment disincentive in the face of intensive rental products in management such as housing rental. The Spanish case has been analyzed, and a proposal to modify the existing legal system has been put forward. This would allow for the possibility of adopting an open tax system, having first complied with the minimum requirements, which must not entail excessive restriction of the company's management. This system should not involve the disappearance or the modification of similar products that already exist in Spain (property investment funds and property investment societies), since these can play an important role in the segment not listed on the Stock Market.

*Un especial agradecimiento a Jaume Solà. Sus opiniones y análisis han sido de gran utilidad para el buen fin del documento.

Eduardo Mendiluce: <eduardo.mendiluce@portaventura.es>

Introducción

El presente documento pretende reflexionar sobre las particularidades del mercado inmobiliario como alternativa de inversión institucional y su relación con las estructuras jurídicas y fiscales que lo regulan.

Como corolario de la reflexión anterior se pretende analizar el caso español y ofrecer alternativas jurídicas más adecuadas a la realidad de éste.

Para ello, se ha estructurado el documento en cuatro partes:

1. Descripción de las características propias y diferenciales del mercado inmobiliario frente a otro tipo de inversiones alternativas.
2. Análisis de las distintas opciones jurídicas y fiscales existentes en el mundo que pretenden superar algunas de las ineficiencias inherentes a éste mercado.
3. Estructuras jurídicas y fiscales existentes en España y posibilidades de mejora con vehículos más eficientes.
4. Conclusiones.

Características propias del mercado inmobiliario

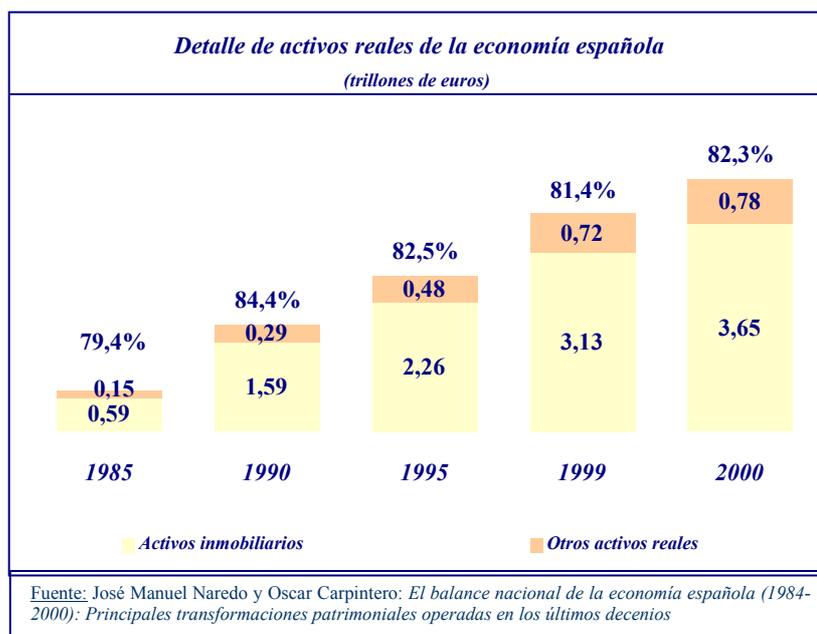
Importancia del mercado inmobiliario en la economía

El patrimonio inmobiliario tiene un peso significativo en la economía de la mayor parte de los países occidentales. Para poder cuantificarlo existen varias aproximaciones según el enfoque que quiera tomarse. En la mayoría de estudios se opta por un enfoque sectorial en el que se

analiza el peso del sector construcción sobre el PIB total (en España para el año 2003 fue del 15,2% aportando medio punto porcentual al crecimiento del país).

Este enfoque tiene como principal inconveniente que es una variable de flujo y que, por tanto, nos da idea de la evolución del sector en un periodo determinado. Sin embargo, con el fin de evaluar el peso del sector en la economía debemos intentar cuantificar el patrimonio inmobiliario sobre el total de bienes existentes en el país.

Aunque ni el Instituto Nacional de Estadística ni el Eurostat han publicado, hasta la fecha, cuentas patrimoniales, la primera aproximación elaborada con datos españoles se recoge en el estudio de José Manuel Naredo y Oscar Carpintero: *El balance nacional de la economía española (1984-2000): Principales transformaciones patrimoniales operadas en los últimos decenios*, quienes estiman el patrimonio real (activos no financieros) nacional del año 2000 en 4,44 trillones de euros, siete veces el PIB de ese año. La evolución desde 1985 es la siguiente:



Dado que la complejidad del cálculo es elevada y que se trata de una aproximación se debe ser muy cauteloso en el momento de valorar las cifras. Una de las principales limitaciones del estudio es la no inclusión de activos intangibles como patentes, software o derechos sobre bienes.

Como puede observarse, el peso de los activos inmobiliarios sobre el total de activos reales ha seguido la tendencia alcista del precio de los inmuebles.

Si efectuamos esta comparación con el total de activos (reales más financieros), la ponderación del patrimonio inmobiliario pasa únicamente de un 40,5% en 1985 a un 42,9% en el año 2000 ya que durante estos quince años la partida de acciones y participaciones empresariales ha crecido a un ritmo anual del 18,7% (incremento del volumen invertido más incremento del precio de los valores negociables).

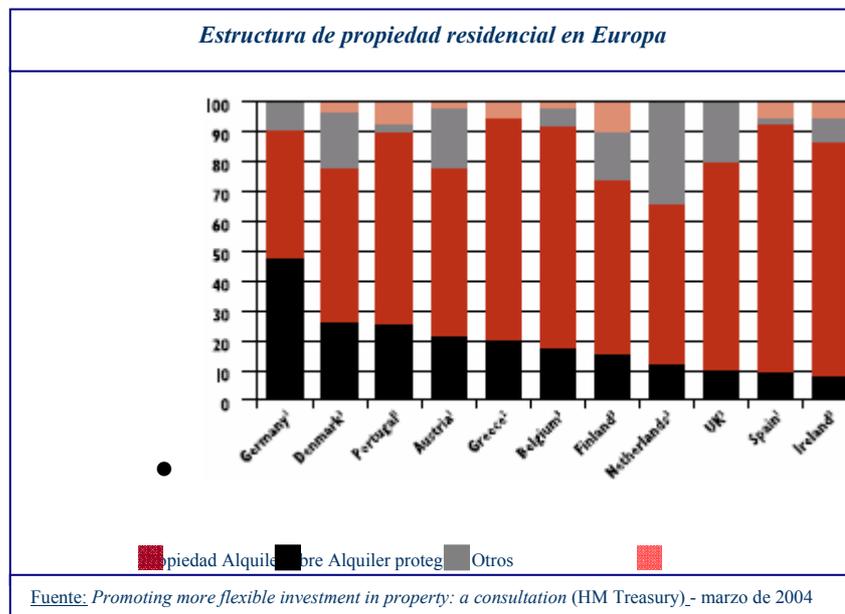
La principal causa del importante peso del stock inmobiliario en la economía es que, a diferencia del resto de sectores tradicionales, la propiedad inmobiliaria es a la vez un factor de producción y un activo de inversión. Esta característica será uno de los pilares que fundamentan este documento ya que implica que sobre un mismo activo pueden darse dos tipos de propietarios: inversor y usuario.

El peso de ambos tipos de propiedad en España no ha sido posible encontrarlo a partir de los datos de la Contabilidad Nacional. Sin embargo, podemos aproximar un orden de magnitud a partir de la Contabilidad Nacional de Gran Bretaña: el volumen total de activos productivos (inmuebles industriales y comerciales principalmente – y, por tanto, dejando a parte los activos residenciales-), es de 565.000 millones de libras esterlinas de los que 250.000 millones de libras (44,2%) corresponden a inversores y el resto (55,8%) a propietarios usuarios del activo. Dentro del concepto de inversores se incluyen instituciones financieras, empresas inmobiliarias tanto cotizadas como

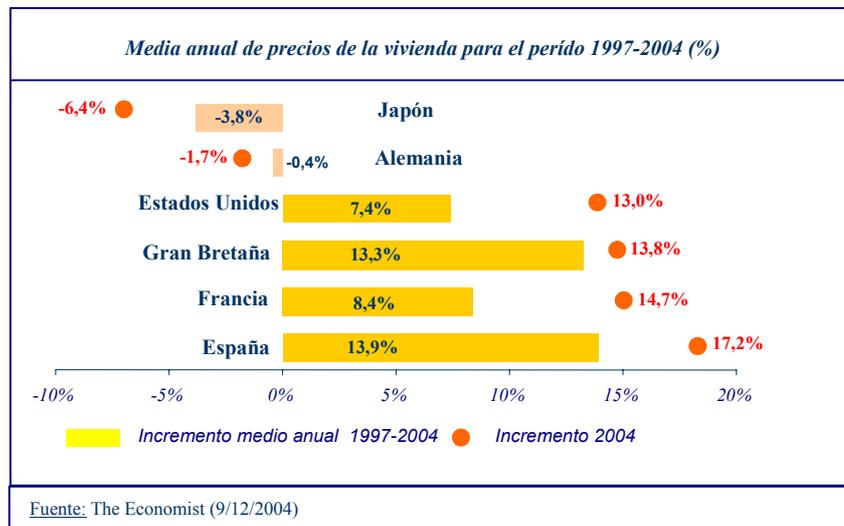
no cotizadas e inversores privados tanto del propio país como extranjeros.

Inmuebles para uso residencial

- La estructura de propiedad se rige principalmente por la ocupación por el propio propietario. Es cierto que existen diferencias sustanciales cuando comparamos distintos países de Europa pero el alquiler no supera en ningún caso el 50%.



- El precio de los inmuebles residenciales ha aumentando de forma muy significativa. España se sitúa entre los países del mundo que han registrado el mayor incremento acumulado en los últimos siete años detrás de Sudáfrica e Irlanda mientras que en Japón y Alemania han acumulado decrementos del 24% y 3%, respectivamente.



El precio de los alquileres también ha sufrido alzas importantes pero más moderadas que el precio de los activos. Esta diferencia de crecimientos ha provocado que el rendimiento (*yield*) implícito de los activos residenciales haya descendido en España hasta situarse en niveles del 2-3%.

El principal motivo de que un potencial inversor esté aceptando rentabilidades estáticas iniciales de este orden es la expectativa de realizar un valor liquidativo significativamente superior al de adquisición o bien, en una óptica no liquidativa, porque las expectativas de crecimiento de precios de alquiler añadirán los puntos porcentuales de rentabilidad que compensen el riesgo asumido.

- Sin embargo el inmueble residencial como inversión no parece haber seguido la lógica que se desprendería de los párrafos anteriores:
 1. Las principales compañías inmobiliarias patrimonialistas cotizadas en Europa no tienen como línea de negocio principal el alquiler de vivienda.

2. La mayor parte de la inversión privada se concentra en los propios propietarios que ocupan sus inmuebles y en una gran cantidad de pequeños inversores que poseen unos pocos inmuebles. Este hecho dificulta poder realizar una gestión activa sobre éstos ya que, de hecho, muchas viviendas permanecen desocupadas y se espera de ellas únicamente el rendimiento por plusvalías latentes. En estos casos, la mayor presencia de inversores institucionales permitiría aumentar la eficiencia a través de economías de escala.
3. Aun siendo un caso particular dentro de los inmuebles residenciales, la vivienda social tampoco ha atraído al inversor institucional como alternativa que pudiera tener un binomio rentabilidad / riesgo atractivo.

Las principales causas que, en el caso español, están motivando esta falta de atractivo son estrictamente legales. Las restricciones y condicionantes que establece la ley española para poder aplicar las bonificaciones fiscales al alquiler de viviendas reducen el incentivo que un inversor institucional pueda tener sobre este tipo de activos. Veamos un breve esquema de los incentivos fiscales y sus requisitos:¹

a) En sociedades patrimoniales:

Serán sociedades patrimoniales aquellas sociedades que cumplan los siguientes requisitos:

- Más del 50% de su activo no sea afecto a actividades económicas.
- Más del 50% de su capital social pertenezca como máximo a diez socios.
- Las acciones deberán ser nominativas.

¹ Real Decreto Ley de medidas de reforma económica 2/2003, de 25 de abril. Título II: “Fomento del arrendamiento de viviendas”.

La base imponible tributará al 20% si todos los accionistas son personas físicas. Las ganancias patrimoniales tributarán al 15%. Los dividendos repartidos a los socios estarán exentos.

- b) En sociedades dedicadas de forma exclusiva al arrendamiento de viviendas:

Podrán acogerse al régimen fiscal de fomento del arrendamiento de viviendas del impuesto de sociedades en caso de cumplir los siguientes requisitos:

1. Objeto social exclusivo el arrendamiento de viviendas situadas en territorio español. Se incluye la inversión en locales de negocio y plazas de garaje para su arrendamiento siempre que el valor contable conjunto no supere el 20% del valor contable total de las inversiones en vivienda de la entidad.
2. Que al menos un tercio de las viviendas arrendadas (como mínimo 10 viviendas) incorporen una opción de compra de la vivienda a favor del arrendatario. En las viviendas libres esta opción de compra deberá efectuarse en el plazo de dos años a partir de los cinco posteriores al inicio del arrendamiento.
3. Cuando las viviendas arrendadas no sean calificadas como de protección oficial, tendrán que cumplir:
 - Que sean adquiridas por la entidad a valor de mercado y no tengan una antigüedad superior a 3 años.
 - Que no excedan de 110 m².

- Que la actualización de la renta durante los cinco primeros años sea IPC – 0,75%.

4. La aplicación de este régimen será incompatible con deducción por reinversión de beneficios.

Las entidades que cumplan los requisitos anteriores podrán aplicarse las bonificaciones siguientes de la cuota íntegra:

1. El 85% de la parte de la cuota íntegra de las rentas que cumplan los requisitos anteriores y se reinvierta en el plazo de un año en otras viviendas, en caso de transmisión de la vivienda.
2. El 97% de la parte de la cuota íntegra que además de los requisitos anteriores cumpla:
 - En las viviendas libres:
 - a) Que la renta anual inicial que deba satisfacer el arrendatario no exceda del 4% del precio legal máximo de venta de las viviendas protegidas en arrendamiento.
 - b) Que el contrato de arrendamiento incorpore opción de compra.
 - c) Que hayan sido arrendadas por la entidad al menos durante 5 años.
 - En las viviendas calificadas como de protección oficial:
 - a) Que el contrato de arrendamiento incorpore opción de compra.
 - b) Que hayan sido arrendadas por la entidad al menos 10 años.

Como puede verse, las exigencias legales que permiten acogerse a los beneficios fiscales merman la capacidad de gestión tanto en lo referente a la rentabilidad por alquiler como a la decisión de venta del inmueble a un tercero.

Inmuebles para uso empresarial

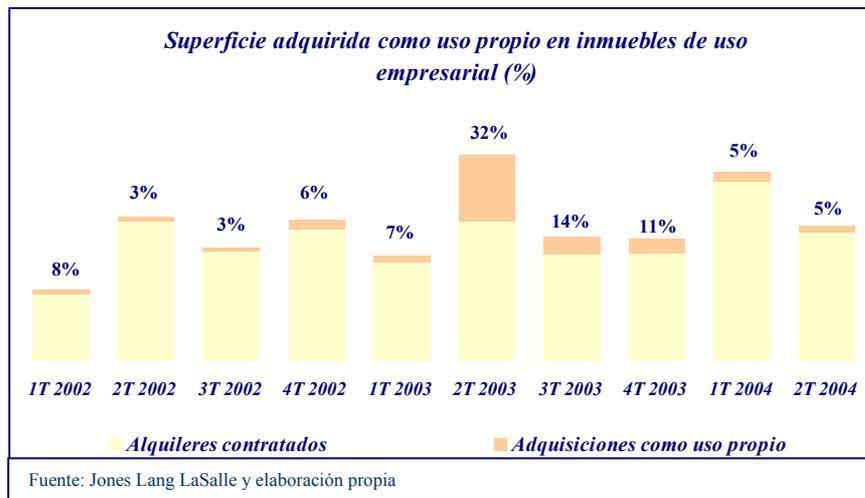
Entendemos por inmuebles para uso empresarial las oficinas, comercios y complejos industriales/logísticos que se explotan en alquiler. No se incluye el negocio promotor de este tipo de inmuebles ya que, este tipo de negocio está vinculado al sector de la construcción y/o a la gestión urbanística del suelo. En ambos casos se trata de un negocio claramente distinto al de la explotación en régimen de arrendamiento.

El análisis que se presenta a continuación se ha realizado únicamente con datos del segmento de oficinas por ser el más representativo de los tres. Algunas de las conclusiones que se deducirán podrían matizarse en el caso de centros comerciales o logística.

Las características principales de este grupo de inmuebles son:

- Estructura de propiedad basada principalmente en el alquiler.

A través del seguimiento de la contratación de oficinas que realizan los operadores del mercado, podemos evaluar la importancia del alquiler en este tipo de activos. Durante los últimos dos años y medio el porcentaje de metros cuadrados que se destinan para uso propio corresponden en promedio al 9% de la superficie total contratada.

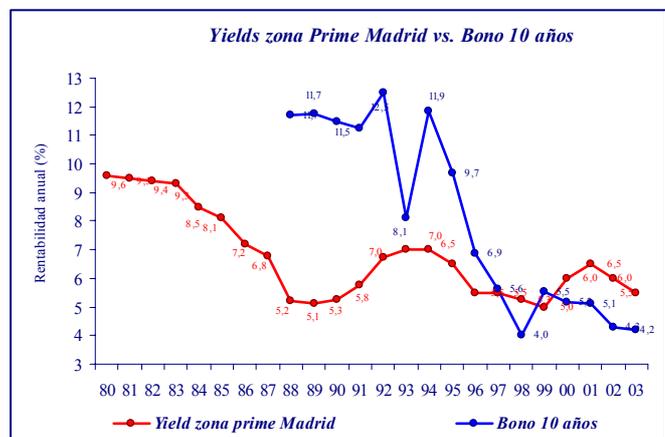
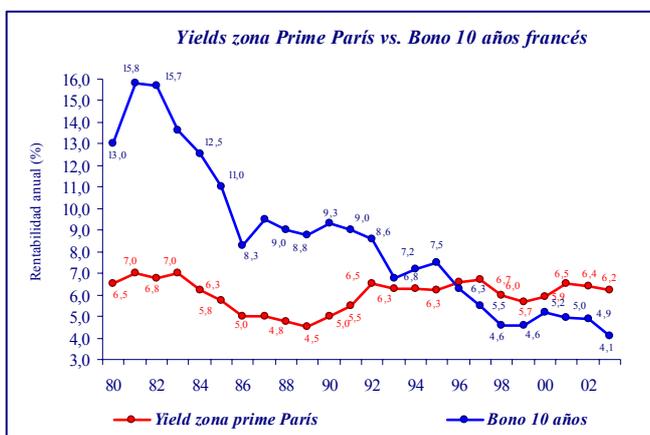


- Existen pocos mecanismos que permitan el acceso de pequeños inversores a este tipo de activos. En los casos en que éstos pueden acceder a algún tipo de inmueble comercial y al tratarse de activos intensivos en capital inicial, en la mayoría de casos no pueden diversificar la cartera de activos para reducir el riesgo global de la cartera.
- Las grandes operaciones se concentran en manos de un reducido número de inversores disminuyendo de esta forma la liquidez global del mercado así como la transparencia del mismo.
- El rendimiento de estos activos presenta un binomio rentabilidad – riesgo atractivo para carteras de inversión que quieran diversificar sus activos a largo plazo.

Para ilustrar esta última conclusión, se ha analizado el caso de Madrid y París en series de 16 y 24 años respectivamente. La variable analizada inicialmente ha sido son el *yield*

inmobiliario.² El resultado promedio obtenido es de un 5,86% en Madrid y del 6,01% en París.

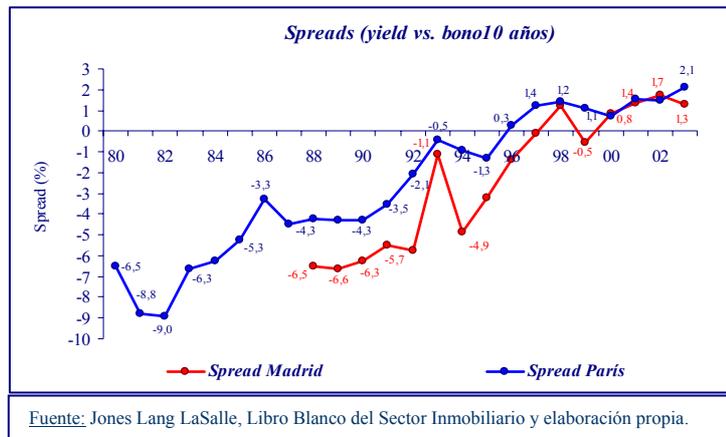
Cabe tener en cuenta que se trata de una rentabilidad estática bruta que no recoge ni los aumentos anuales del alquiler fijados por contrato (índice de precios al consumo u otra referencia similar) ni aquellos gastos e inversiones no repercutibles al arrendatario y que suponen una menor rentabilidad efectiva. Tampoco contempla el efecto los impuestos a aplicar sobre el rendimiento del alquiler.



Comparando esta rentabilidad estática con el comportamiento de la renta fija a largo plazo, vemos que existen dos tramos en los que el diferencial (*spread*) cambia de signo:

- Hasta 1996 (París) y 1998 (Madrid) el *spread* promedio fue negativo en 4,5 puntos y 4,1 puntos, respectivamente.
- A partir de estas fechas el *spread* ha sido positivo en 1,2 puntos en París y en 1,0 puntos en Madrid.

² Yield inmobiliario publicado por operadores de mercado = Ingresos anuales brutos por rentas / Valor de mercado del inmueble.



Para intentar comprender el por qué de este comportamiento, debemos repasar la fórmula del *yield* inmobiliario: es el cociente entre las rentas por alquileres y el valor de mercado del inmueble. Por tanto, la evolución del *yield* inmobiliario se nutre de los incrementos de precios de los alquileres corregidos por el incremento de precios de los inmuebles. Es por ello que la volatilidad aparente del *yield* es mucho menor a la de la renta fija e incluso presenta rendimientos inferiores a ésta durante los primeros 16 años.

La política monetaria europea durante los años correspondientes a la serie analizada ha seguido una tendencia clara y continuada de disminución de tipos de interés hasta los mínimos actuales. Este hecho ha reducido las primas de riesgo exigidas a las mayoría de activos –entre ellos, el inmobiliario–, lo que ha permitido revalorizaciones de precios anuales del 11,1% en Madrid y del 6,1% en París de forma sostenida durante los últimos 24 años.

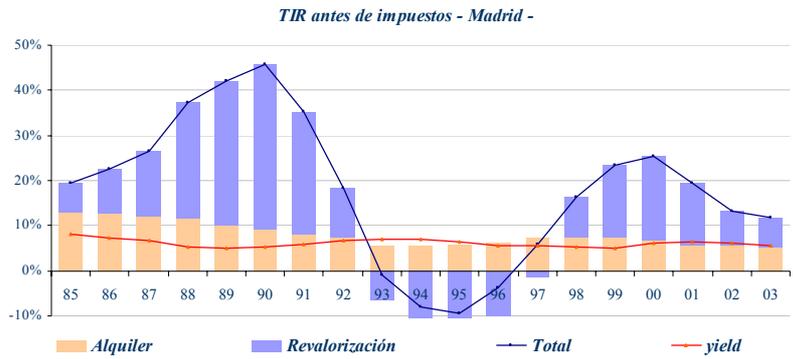
Del mismo modo, la demanda de alquileres en las principales ciudades europeas ha absorbido los incrementos de oferta proyectados posibilitando que los alquileres creciesen a una tasa anual promedio del 7,7% en Madrid y del 5,5% en París.

Como consecuencia de ambos efectos se explica la evolución de los *yields* expuestos. Es por ello que, cuando se analiza la volatilidad del mercado inmobiliario empresarial, hay que ser muy cauto en extraer conclusiones que podrían inducirnos a error. En efecto, la desviación típica del *yield* inmobiliario osciló entre el 0,72% y el 1,53% en ambos mercados cuando en los mercados de renta fija fue del 3,2% y del 3,5%, respectivamente. En este mismo periodo la desviación típica del EuroStoxx 50 fue del 29,5%.

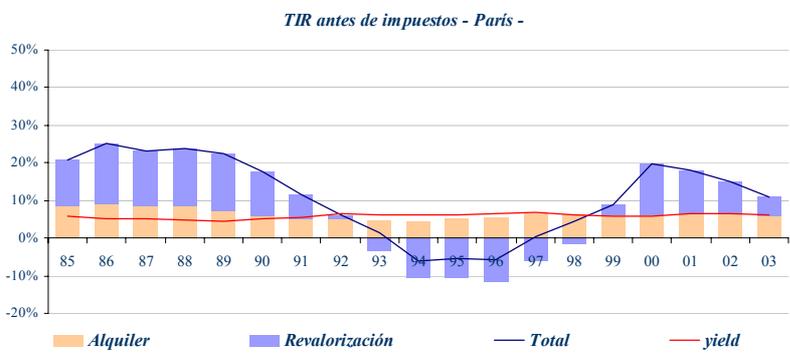
Parecería, pues, que estaríamos ante un mercado con un binomio rentabilidad-riesgo altamente atractivo. Sin duda, algo de esto es cierto pero con matices. El matiz es justamente el que se acaba de exponer en los párrafos anteriores: el *yield* no es un buen indicador de rendimiento inmobiliario porque es una fotografía estática e incompleta del inmueble. Estática porque sólo tiene en cuenta el momento de entrada en la inversión y no el momento de salida e incompleta porque obvia información relevante como las revalorizaciones y los gastos e inversiones.

Para superar estas limitaciones, se ha calculado el rendimiento dinámico a partir de la rentabilidad interna de los mercados de Madrid y París que hubiese obtenido un inversor entrando y saliendo de ambos mercados en periodos de cinco años. Asimismo, se ha descompuesto este rendimiento en dos partes:

- El rendimiento simple del alquiler: *yield* inicial más revisiones anuales del alquiler (índice de precios al consumo).
- El rendimiento proveniente de la revalorización de los activos inmobiliarios fruto de los incrementos anuales del precio de las oficinas.

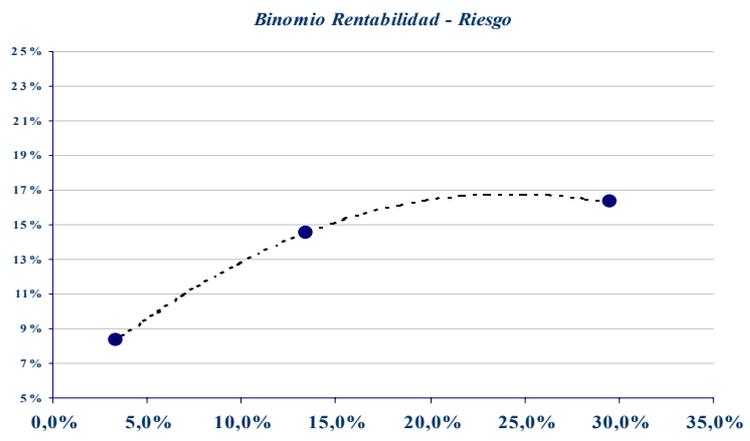


Resumen TIR's a.i. Madrid			
	Alquiler	Revaloriz.	Total
Promedio	8,0%	9,9%	17,9%
Desv. Típica	2,6%	14,7%	16,1%



Resumen TIR's a.i. París			
	Alquiler	Revaloriz.	Total
Promedio	6,4%	4,8%	11,2%
Desv. Típica	1,4%	9,6%	10,7%

Si consolidamos los resultados de ambos mercados y los comparamos con el rendimiento y el riesgo de la renta variable y la renta fija, obtenemos los resultados siguientes:



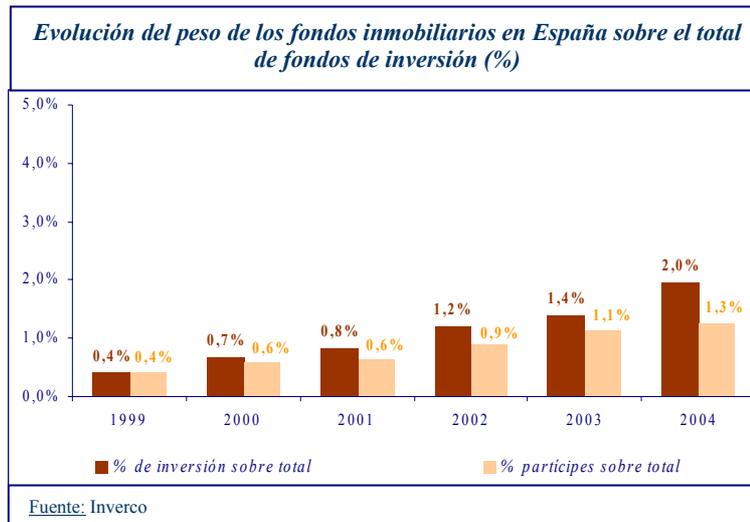
	Desv. Típica	Rentabilidad
Renta Variable	29,5%	16,3%
Inmuebles	13,4%	14,5%
Renta Fija	3,4%	8,3%

De esta forma, hemos podido matizar los resultados que, a partir del *yield*, no parecían razonables con la realidad del mercado inmobiliario. Sin embargo, hay que resaltar que el binomio rentabilidad-riesgo continua siendo atractivo frente a la renta fija y variable. Incluso, frente a la renta fija, podríamos afirmar que si tomamos como hipótesis el mantenimiento de la tendencia de la curva de tipos de interés a largo plazo en entornos entre el 4% y el 6%, fruto de un nuevo entorno monetario post-UEM, la diferencia de rendimiento entre el mercado inmobiliario y la renta fija sería sensiblemente superior.

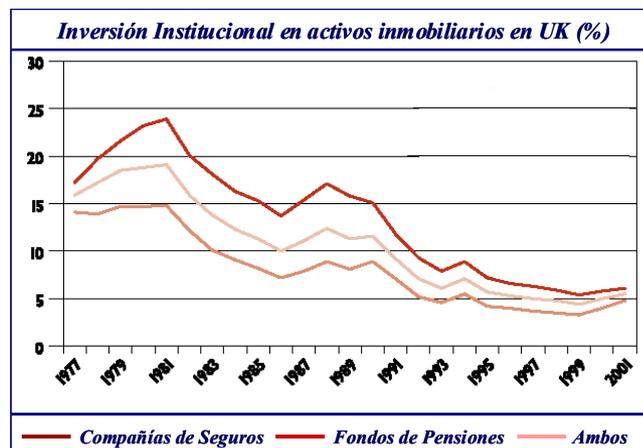
Del análisis de series históricas de rentabilidad del mercado inmobiliario de Estados Unidos las conclusiones no son muy distintas. La correlación entre la rentabilidad del mercado inmobiliario cotizado (Real Estate Investment Trusts cotizados) y el mercado de acciones es de 0,48 mientras que la correlación con el mercado de bonos del estado es de 0,29.

Por tanto, parecería lógico pensar que en un entorno en el que la volatilidad de los activos cotizados en los mercados financieros es creciente, el equilibrio entre rentabilidad y riesgo que ofrece la alternativa inmobiliaria sea tenida cada vez más en cuenta en los mercados cotizados. Sin embargo, la realidad no parece ser así:

1. Desde que en 1999 el ordenamiento jurídico español reguló los fondos de inversión inmobiliarios –actualmente regulados en la Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva, cuyo reglamento está actualmente en proyecto–, su evolución no ha sido todo lo exitosa que podía esperarse en un período en que el crecimiento de valor de los activos inmobiliarios ha superado al de los activos financieros. El principal motivo de ello, que se comentará detalladamente a lo largo del presente documento, se encuentra en las propias restricciones legales.



2. A escala europea, y a partir de datos extraídos del Investment Property Forum del reino Unido, desde finales de los años ochenta importantes inversores institucionales, como fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros, han reducido la ponderación del sector inmobiliario (a través de acciones) en sus carteras de inversión.



3. El número de empresas inmobiliarias cotizadas ha disminuido un 24,6% desde el año 1999. En términos de capitalización, representa una salida del 15,4% (13.930

millones de euros sobre una capitalización total de 90.550 millones de euros).

Cabe destacar que no se han incluido las salidas del mercado provocadas por la adquisición de empresas acogidas a regímenes fiscales transparentes (especialmente en Francia) ya que es justamente el objeto del presente documento el análisis de las posibles consecuencias de la implantación de este tipo de estructuras.

Salidas de cotización	País	Capitalización ⁽¹⁾	Fecha	Free float
CANARY WHARF GROUP	UK	2501	22/06/04	0,0%
UNIM	Italia	2295	01/09/99	0,0%
TESTA	España	1674		0,7%
CHELSEFIELD	UK	1307	08/06/04	0,0%
GREEN PROPERTY	Irlanda	1006	20/09/02	0,0%
SEFIMEG	Francia	989	01/06/99	0,0%
SIF	Francia	919	27/07/00	0,0%
UNI-INVEST	Holanda	815	10/01/03	0,0%
SONAE IMMOBILIARIA	Portugal	589	01/10/01	0,0%
DILIGENTIA	Suecia	622	20/03/00	0,0%
BENCHMARK GROUP	UK	392	01/07/04	0,0%
FASTIGHETS AB BALDER	Suecia	302	18/01/00	0,0%
DIÖS AB	Suecia	207	23/10/00	0,0%
FILO	España	195	⁽²⁾ 23/05/02	0,0%
PIREN AB	Suecia	116	02/02/00	0,0%
		13930		

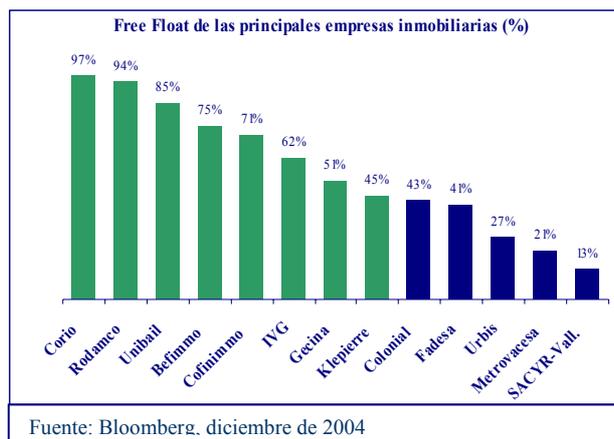
⁽¹⁾ Última capitalización antes de la salida o 30/9/04 en caso de cotizar con free float mínimo.

⁽²⁾ Capitalización a 31/12/01

Corrigiendo las salidas del mercado bursátil por las ofertas públicas de venta que se han formalizado en el mismo período, las conclusiones no son muy distintas. Dado que se han contabilizado 10 salidas a bolsa por un total de 5.279 millones de euros, el saldo neto de capital neto que ha dejado de cotizar en bolsa pasaría de 13.930 millones de euros a 8.651 millones de euros.

Compañía	País	Fecha OPV	Capitalización
Fadesa	España	abr-04	1381
Pirelli Real Estate	Italia	jun-02	1069
Inmobiliaria Colonial	España	oct-99	851
Deutsche Euroshop	Alemania	ene-01	600
Nexity	Francia	oct-04	534
Unite Group Plc	UK	ene-99	319
Foncia Groupe	Francia	jun-01	209
Vivacon AG	Alemania	dic-01	165
Piere & Vacances	Francia	nov-99	149
			5279

4. El capital flotante de las empresas españolas es sustancialmente inferior al de la mayoría de empresas europeas cotizadas. Este hecho se explica principalmente, por el mayor tamaño promedio de las empresas europeas, así como la importante presencia de grupos de interés asociados al negocio promotor en España.



Conclusiones

Es preciso remarcar dos ideas básicas de lo dicho hasta el momento ya que condicionarán la argumentación posterior:

- El mercado inmobiliario presenta una singularidad que no se da en el resto de activos productivos: es al mismo tiempo un activo de inversión y un factor de producción.
- Como activo de inversión, el binomio rentabilidad-riesgo es absolutamente atractivo tanto en los inmuebles de uso empresarial (oficinas, comercial e industrial, principalmente) como en los inmuebles de uso residencial (aunque hoy en día, en España, el origen de la rentabilidad residencial se origine más por las expectativas de plusvalías futuras que por las rentas derivadas del alquiler del inmueble).

Parece claro, por tanto, que ambos factores explicarían el importante peso que el sector tiene en la economía así como el importante volumen de inversión captado en los últimos años.

Sin embargo, como se ha visto, ni los fondos de inversión ni las sociedades cotizadas patrimoniales han crecido al mismo ritmo. Curiosamente ambos vehículos se caracterizan por invertir a medio-largo plazo remunerando al accionista tanto por el rendimiento anual derivado del alquiler como por las plusvalías generadas en la rotación de sus carteras de activos.

El principal motivo que explica este hecho lo encontramos en la fiscalidad. En el caso de empresas cotizadas también se apuntan otros dos motivos de pérdida de atractivo como son la financiación y el descuento sobre valor liquidativo. Sin embargo, la fiscalidad es, sin duda, el más relevante.

Fiscalidad

El tratamiento fiscal que se aplica a la inversión directa en inmuebles (entendiendo como tal la persona física que invierte en inmuebles) respecto a la indirecta (inversión a través de una sociedad que explota inmuebles) no es equitativo.

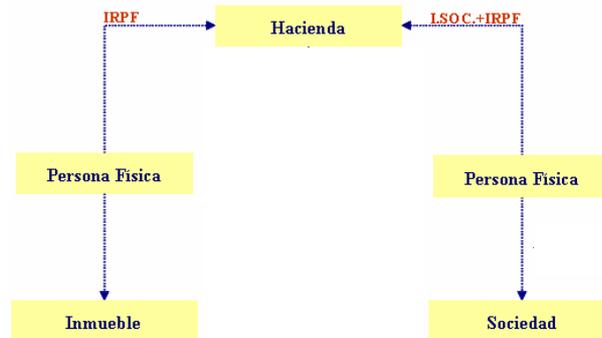
A continuación, se expone un esquema con las diferentes casuísticas de coste fiscal efectivo en función de si la inversión se efectúa sobre un inmueble o sobre una sociedad, así como en función del tipo de inversor: nacional o internacional.

	INMUEBLE	S.A. INMOBILIARIA
PERSONA FISICA ESPAÑOLA INVIERTE EN ESPAÑA	IRPF español	Impuesto sobre Sociedades español + IRPF (dividendo)
PERSONA FISICA ESPAÑOLA INVIERTE FUERA DE ESPAÑA	IRPF país extranjero	Impuesto sobre Sociedades país extranjero + IRPF español (dividendo)

El resultado de esta tabla es el coste fiscal final que soportaría el inversor como persona física después de tributar por IRPF directamente o bien después de tributar la sociedad sobre la que invierte en concepto de impuesto sobre sociedades, en cuyo caso cabe aplicar, según corresponda, la deducción por doble imposición nacional o internacional en el momento de repartir los dividendos hacia el socio.

En el caso de sociedades españolas que inviertan fuera del territorio español, se ha tenido en cuenta la modificación del artículo 20 bis (actual artículo 21) de la Ley del Impuesto sobre Sociedades – introducida en la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos de 2004– de manera que la exención para evitar la doble imposición económica internacional sobre dividendos y plusvalías de entidades participadas no residentes en territorio español es aplicable cuando la renta procede de un Estado que ha firmado con España un convenio de doble imposición con cláusula de intercambio de información y cumple el resto de los requisitos previstos en dicho artículo (participación mínima del 5% durante 1 año y realización de la actividad empresarial de la participada).

Como vemos, el desequilibrio fiscal entre invertir directamente en inmuebles o hacerlo a través de una sociedad es significativo.



Esta falta de homogeneidad supone un desincentivo para las sociedades españolas que se planteen invertir tanto en España como en otros países –en este último caso, habría que matizar el caso de países extranjeros con regímenes transparentes, que sí pueden ser atractivos para compañías españolas, tal como se ha demostrado con las adquisiciones de sociedades cotizadas españolas sobre empresas cotizadas francesas.

La consecuencia principal es la pérdida de competitividad en el momento en que sociedades españolas estudian proyectos de inversión frente a aquellos inversores extranjeros que en sus países de origen disponen de vehículos societarios fiscalmente transparentes ya que, en estos casos, la fiscalidad final sería equivalente a la de una persona física que invierta directamente en inmuebles.

Veamos cual sería la fiscalidad soportada por una sociedad situada en España pero controlada por una no residente en donde las rentas y plusvalías derivadas de la gestión de inmuebles no tributen:

Un activo situado en España o una sociedad residente en España controlada por una no residente en la que sus activos estén

compuestos, al menos, en un 50% por inmuebles situados en España, estará sujeta al ITP y AJD (7%), así como al impuesto sobre sociedades español al tipo del 35% por los beneficios derivados de la explotación de los inmuebles. La plusvalía obtenida por la venta de las acciones de la sociedad española que posea inmuebles en territorio español puede, en determinadas condiciones, tributar únicamente en el país de residencia del transmitente siempre y cuando exista un convenio de doble imposición entre España y el país de residencia del transmitente (p. ej., Holanda).

Por tanto, si bien es cierto que las rentas de los alquileres tributarán en cualquier caso en España sea cual sea el inversor que ostente la propiedad, la tributación derivada de la plusvalía de una posterior venta de las acciones podría, en determinadas condiciones, ser nula tanto en España como en el país de destino si éste posee un régimen jurídico transparente sobre las plusvalías de venta de participaciones en empresas de arrendamiento de inmuebles.

A partir de ciertas hipótesis y sobre un caso genérico, se ha cuantificado la pérdida de competitividad de un inversor español frente a un extranjero en términos tanto de menor precio que podría ofrecer el inversor español como en puntos porcentuales de renuncia de rentabilidad.

Las principales hipótesis de cálculo son:

- Objeto de la inversión: el 100 % de las acciones de una empresa española dedicada a la explotación de inmuebles en régimen de arrendamiento.
- El inversor extranjero invierte en una sociedad española a través de un vehículo transparente domiciliado en un país con convenio de doble imposición con España.
- Duración de la inversión: 10 años (momento en que se vende la totalidad de las acciones).

- Fiscalidad que soporta el inversor español sobre la plusvalía de la venta: 15% en aplicación del artículo 36 ter de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (supuesto de reinversión).
- Durante los 10 años de explotación la sociedad ha repartido el 100% de los beneficios como dividendo.
- El precio del inmueble dobla su valor durante los 10 años considerados (rentabilidad anual del 7,2% antes de impuestos).

El resultado es que si ambos inversores aplican la misma tasa de descuento, la diferencia de valor actual neto de la inversión será del 6,2% a favor del inversor extranjero. En términos de TIR, el inversor español deberá renunciar a un 0,64% anual.

Esta desventaja fiscal del inversor español frente al extranjero explicaría el importante flujo de capital no español que en los últimos años ha entrado en España pagando significativas primas sobre las ofertas que inversores españoles podían estar dispuestos a desembolsar.

Descuento sobre valor liquidativo

En cuanto a las compañías cotizadas en bolsa, es sabido que una gran parte de ellas cotizan con importantes descuentos sobre el valor liquidativo (fondos propios + plusvalías). El descuento promedio durante el período 1999-2003 de las principales compañías inmobiliarias francesas y españolas se ha situado en el 36%. Sin embargo, durante el año 2004 se han reducido sustancialmente hasta situarse en el 7%.

	País	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Cotización ⁽¹⁾							
Cofinimmo	Bel	102,5	90,4	97,0	99,9	110,2	120,4
Froncière Lyonnaise	Fra	32,5	28,8	26,7	29,4	34,4	39,9
Unibail	Fra	41,8	56,6	57,1	67,8	74,4	91,6
Sophia	Fra	28,0	30,0	30,2	30,8	40,9	44,0
Colonial	Esp	10,2	14,3	11,7	14,8	19,0	29,6
Metrovacesa	Esp	14,9	13,3	13,4	18,3	24,6	34,2
Vallehermoso	Esp	6,8	6,5	7,0	9,7	11,7	12,2
Urbis	Esp	4,5	4,8	4,6	5,7	7,9	10,7
Promedio año			35,0	35,4	39,5	46,1	54,6
NAV a.i. ⁽²⁾							
Cofinimmo	Bel	N/D	99,7	103,2	104,4	103,9	109,1
Froncière Lyonnaise	Fra	35,8	39,2	39,9	40,0	41,8	42,7
Unibail	Fra	47,3	57,6	64,4	67,2	76,9	84,6
Sophia	Fra	32,7	37,5	40,8	42,9	43,8	44,1
Colonial	Esp	23,8	25,8	27,4	29,1	33,4	36,0
Metrovacesa	Esp	N/D	31,4	36,7	37,6	43,4	43,1
Vallehermoso	Esp	12,8	14,0	15,2	15,8	N/D	N/D
Urbis	Esp	8,5	9,6	10,5	11,9	14,8	14,6
Promedio año		26,8	45,0	48,3	49,8	59,7	62,4
Descuento s/NAV							
Cofinimmo	Bel	-	-9%	-6%	-4%	6%	10%
Froncière Lyonnaise	Fra	-9%	-26%	-33%	-27%	-18%	-7%
Unibail	Fra	-12%	-2%	-11%	1%	-3%	8%
Sophia	Fra	-14%	-20%	-26%	-28%	-7%	0%
Colonial	Esp	-57%	-44%	-57%	-49%	-43%	-18%
Metrovacesa	Esp	-	-58%	-64%	-51%	-43%	-21%
Vallehermoso	Esp	-47%	-54%	-54%	-39%	N/D	N/D
Urbis	Esp	-47%	-51%	-56%	-52%	-47%	-17%
Promedio año		-37%	-38%	-44%	-36%	-26%	-7%

⁽¹⁾ Fuente: *Datastream*; cierre a 31/12/xx

⁽²⁾ Valor liquidativo antes de impuestos 2004: estimación analistas.

Este hecho dificulta la percepción del inversor el mercado de capitales como referencia de valor de las compañías que lo componen. Puede llegar a tenerse la sensación de que el mercado cotizado no captura todo el valor que empresas de este cariz son capaces de generar.

La siguiente disfunción que provoca este hecho es la mayor dificultad de levantar financiación mediante ampliaciones de capital. Del mismo

modo, el elevado descuento dificulta el éxito de aquellas compañías que pretenden llegar a acuerdos corporativos (fusión, compra o canje de valores) en los que el porcentaje de intercambio de acciones es significativo en la estructura de pagos de la operación.

Existen diversos motivos que pueden justificar este descuento. Entre ellos cabe destacar:

1. *Tamaño*: el mercado institucional internacional se concentra en capitalizaciones superiores a 1.000 millones de euros.
2. *Liquidez insuficiente*.
3. *Estructura accionarial*: estructuras con elevada influencia de uno o unos pocos accionistas que ostentan y ejercen el control sobre la sociedad.
4. *Mix de negocio*: el mercado institucional internacional penaliza a las sociedades con dos ramas de negocio distintas (concesiones, construcción, promoción vs. alquiler).
5. *Fiscalidad*: la existencia de estructuras fiscales en algunos países de Europa más eficientes que en España (Francia, Bélgica y Holanda) ha reducido considerablemente los descuentos sobre NAV en estos países. Incluso hay empresas francesas y belgas que cotizan con prima actualmente (Unibail y Cofinimmo).

Como podemos comprobar, de la lista de motivos expuesta, la constante que se repite como factor que distorsiona el mercado cotizado es el distinto trato fiscal entre sociedades y particulares. Es por ello que la pérdida de atractivo del mercado cotizado no se da con la misma magnitud en todos los países.

Estados Unidos fue el primer país en reflexionar hace ya algunas décadas sobre la idiosincrasia de un sector en que, a diferencia del

resto, la propiedad inmobiliaria es a la vez un factor de producción y un activo de inversión, dándose cuenta de la necesidad de superar el desequilibrio fiscal entre sociedades y particulares. A continuación se expone el caso norteamericano con más detalle así como la tabla comparativa con el resto de países que han introducido modificaciones en su marco jurídico en la misma línea.

Marco jurídico comparado

En este apartado se analizarán los distintos modelos jurídicos que otros países han desarrollado para evitar el desequilibrio fiscal comentado en el capítulo anterior.

Estados Unidos

Estados Unidos fue el primer país que adoptó en 1960 un régimen jurídico con el objetivo de que los pequeños inversores pudieran invertir conjuntamente en bienes inmuebles a gran escala. Las entidades que se crearon al respecto se denominan Real Estate Investment Trust (REIT). La principal característica de los REIT es que son fiscalmente transparentes dotando de esta manera al pequeño inversor, de un instrumento para invertir en grandes activos inmobiliarios, con el mismo trato fiscal que una inversión directa.

El desarrollo de este tipo de vehículos ha sido muy importante desde entonces. Existen dos grandes asociaciones que agrupan tanto los REIT como cualquier otro tipo de sociedad de inversión inmobiliaria: la National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) y el National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF). La primera engloba a todas las sociedades REIT de Estados Unidos, mientras que en la segunda, el NCREIF, están asociadas las instituciones inmobiliarias, sean o no REIT.

Existen tres categorías de REIT:

- De capital: son los más comunes. Poseen y operan con bienes inmuebles generadores de ingresos, incluyendo actividades inmobiliarias como el leasing, el desarrollo de inmuebles (promoción y/o rehabilitación) y la administración de alquileres (con intención de explotación y no de *trading*). A finales de 2004 había 163 REIT de capital cotizando.
- De crédito hipotecario: prestan dinero directamente a propietarios de inmuebles y agentes o adquieren préstamos con garantía hipotecaria. A finales de 2004 había 33 REIT de crédito hipotecario cotizando.
- Híbridos: mezcla de REIT de capital y de crédito. A finales de 2004 había 7 REIT híbridos cotizando.

Fiscalidad:

La sociedad que se quiera acoger al régimen REIT, 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 durante un mínimo de diez años. Una vez pagado el *exit tax*, el REIT estará sujeto a un tipo del 0% en el impuesto sobre 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 recurrente generado y del 100% de las plusvalías por venta de inmuebles.

Estructura mercantil:

Los REIT pueden ser sociedades anónimas (*incorporated company, Inc.*) o sociedades de inversión (*trusts*). Ambas estructuras conllevan ciertos beneficios respecto a una estructura de sociedad limitada:

- Mayor liquidez, dado que se les permite cotizar en bolsa.
- No hay una cantidad mínima de inversión –en una sociedad limitada se requiere normalmente un desembolso mínimo de \$2,000 a \$5,000.
- Mayor capacidad de endeudamiento.
- Mayor control y transparencia al estar sujetas al regulador del mercado de valores.
- Los inversores sólo están sujetos a impuestos en los estados de donde son residentes. Contrariamente, en el caso de las sociedades limitadas, los inversores están sujetos a impuestos en todos los estados que posean participaciones.

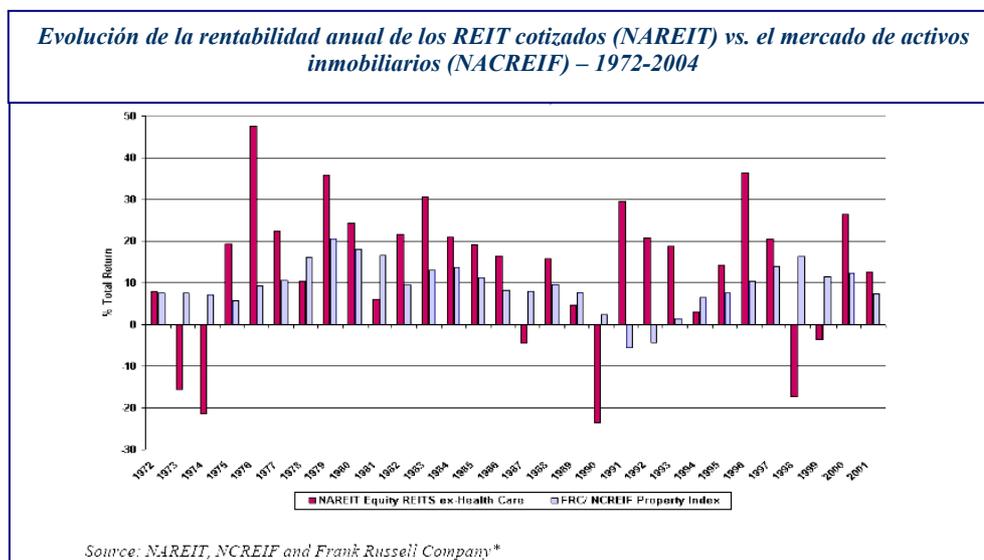
Los requisitos jurídicos que se establecen varían en función de si el REIT es cotizado o no. Como puede verse en la tabla siguiente, el hecho de cotizar es independientemente de que sean sociedades anónimas o sociedades de inversión (*trusts*).

	← PÚBLICOS →	→ PRIVADOS	
	<i>Cotizan</i>	<i>No cotizan</i>	
Visión general	Están registrados en la SEC y las acciones se intercambian en la bolsa de valores.	Están registrados en la SEC pero las acciones no se intercambian en la bolsa de valores.	No están registrados en la bolsa nacional de valores
Liquidez	Las acciones son intercambiadas diariamente	La compraventa de acciones está limitada. Normalmente debe haber un tiempo mínimo de posesión de las acciones.	Cada compañía tiene sus restricciones y normalmente el intercambio de acciones está muy limitado.
Restricciones Inversión	<ul style="list-style-type: none"> - Poseer acciones totalmente transferibles - Mínimo 100 accionistas - < 50 % de sus acciones en manos de 5 personas - > 75 % de activos inmobiliarios - >75 % de ingresos brutos de alquileres o intereses de hipotecas - < 20 % activos en acciones de filiales REIT - repartir > 90 % de la renta en forma de dividendos 	<ul style="list-style-type: none"> - Poseer acciones totalmente transferibles - Mínimo 100 accionistas - < 50 % de sus acciones en manos de 5 personas - > 75 % de activos inmobiliarios - > 75 % ingresos brutos de alquileres o intereses de hipotecas - < 20 % activos en acciones de filiales REIT - repartir > 90 % de la renta en forma de dividendos 	<ul style="list-style-type: none"> - Poseer acciones totalmente transferibles - Mínimo 100 accionistas - < 50 % de sus acciones en manos de 5 personas - > 75 % de activos inmobiliarios - > 75 % ingresos brutos de alquileres o intereses de hipotecas - < 20 % activos en acciones de filiales REIT - repartir > 90 % de la renta en forma de dividendos
Management	Normalmente es interno	Normalmente se externaliza a un tercero	Normalmente se externaliza a un tercero
Cantidad mínima	Una acción	Normalmente entre \$1,000 y \$2,000	Entre \$1,000 y \$25,000 o superior si hay inversores institucionales

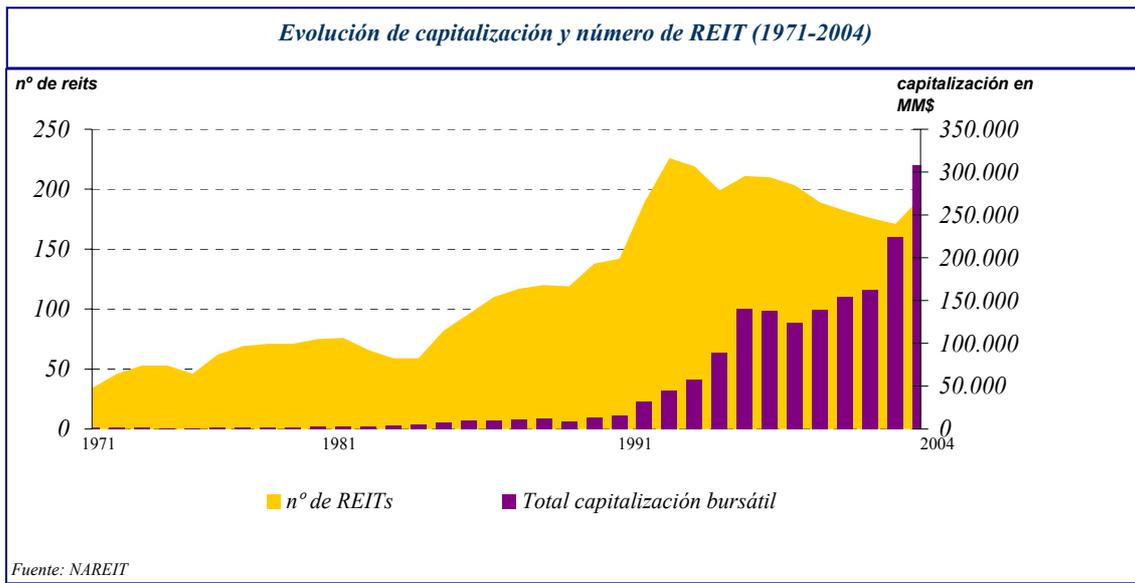
Independencia administradores	Está regido por la normativa de la bolsa de valores: completamente independientes	La mayoría de los administradores deben ser independientes	No hay requisitos
Normativa	La específica de la bolsa de valores	Sujeto al estado y a la NASAA	No hay requisitos
Obligaciones	Auditorías cuatrimestrales y otras según la SEC	Auditorías cuatrimestrales y otras según la SEC	No hay requisitos
Estructura mercantil	Inc. (sociedad anónima) Trust (sociedad de inversión)	Inc. (sociedad anónima) Trust (sociedad de inversión)	Inc. (sociedad anónima) Trust (sociedad de inversión)

En cuanto a la estructura mercantil vemos que pueden adoptar indistintamente la forma de fondo (*trust*) o sociedad (*inc.*). Las diferencias son prácticamente imperceptibles y podrían afectar en todo caso a la responsabilidad de los partícipes vs. accionistas, y a matices en cuanto a los derechos de voto.

Las empresas y fondos cotizados tienen como índice de referencia el NAREIT Index y el resto de sociedades no cotizadas se agrupan en torno al NACREIF Index (elaborado a partir de tasaciones periódicas). Es interesante observar el distinto comportamiento de ambos en una serie amplia (1972-2001): los REIT cotizados ofrecen rentabilidades y volatilidades superiores al de los activos no cotizados.



Actualmente, Estados Unidos es el país con una mayor capitalización de sociedades bajo el régimen REIT (más de 300.000 millones de dólares) y mayor número de sociedades REIT, con más de 200 sociedades cotizadas.



Marco jurídico comparado

Existen doce países en el mundo con vehículos similares a los REIT americanos. Su implantación ha sido progresiva desde 1960 siendo Francia el último país que ha aprobado un régimen de fiscalidad transparente (SIIC). En la actualidad están estudiando su implantación Gran Bretaña y Alemania.

Se han elaborado dos tablas con la regulación básica de diez de estos doce países (se ha incluido a Estados Unidos para facilitar la comparación). Los dos países de los que no se ha obtenido suficiente información son Malasia y Méjico. Del primero sólo destacar que su excesiva regulación ha mermado su operatividad, mientras que del segundo, cabe destacar que sigue el patrón americano.

En la primera tabla, se exponen los requisitos básicos que deben seguir aquellas sociedades o fondos que opten por acogerse a este régimen. La segunda tabla es exclusivamente fiscal.

	Régimen	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: 90%. Plusvalías no hay restricción.
HOLANDA	BI (1969)	Residencia holandesa. Capital mínimo: 18,000€	max del 45% (resid.) y 25% (no-resid.) del capital.	Inversiones pasivas en bienes inmuebles exclusivamente	60% del valor de los bienes inmuebles	Rentas: 100%. Plusvalías no hay restricción.
AUSTRALIA	Unit Trust (1985)	No hay requisitos	No hay restricciones	-	No está limitado.	Rentas: 100%. Plusvalías no hay restricción.
CANADÁ	MFT (1994)	Cotizar	Mínimo de 150 accionistas.	Inversión en activos inmobiliarios	No hay límite de endeudamiento	Es obligación distribuir rentas y ganancias de capital.
BÉLGICA	SICAFI (1995)	Licencia, reconocimiento en las instituciones de inversión belgas. Capital mínimo de €1,25 MM. Debe cotizar.	Debe ofrecerse un mínimo del 30% del capital a minoritarios en la OPV	Inversiones en bienes inmuebles principalmente	50% del valor de los activos	Rentas: 80%. Plusvalías no hay restricción si se reinvierten en 4 años.
JAPÓN	JREIT (2000)	Muy regulado por el gobierno japonés. Hay dos clases: Trust y Sociedad (capital mínimo de ¥100 MM.)	Mínimo de 1,000 accionistas antes de cotizar.	Inversión en bienes inmuebles y otros activos calificados	No está limitado	Rentas: 90%. Plusvalías: 90%
COREA DEL SUR	REIT CR-REIT (2001)	Hay 2 clases: REIT (régimen general): debe cotizar en bolsa CR-REIT (régimen de sociedades)	REIT: mínimo 30% del capital a minoritarios en la OPV. CR-REIT: no hay restricciones	REIT: 90% de los activos serán bienes inmuebles CR-REIT: 70% de los activos deben ser bienes inmb.	No hay posibilidad de endeudamiento	REIT: Rentas: 90%. Plusvalías: 90%. CREIT: 100%
SINGAPUR	SREIT (2002)	Debe cotizar en la bolsa de valores de Singapur. Pueden ser trust o sociedad	Mínimo de 500 accionistas.	No sólo invierten en bienes inmuebles (70% como mínimo)	Como norma general no hay endeudamiento en más de un 35% de los fondos	Rentas: 90%. Plusvalías: 90%
HONG KONG	REIT (2003)	2 modalidades: REIT y SPV. Ambas deben cotizar en bolsa.	No hay restricciones	Inversión únicamente en bienes inmuebles de Hong Kong	35% del valor de los activos	Rentas: 90%. Plusvalías: 90%
FRANCIA	SIIC (2003)	Debe cotizar en bolsa. Capital mínimo €15 MM. Control del 95% de la filial que se acoja al SIIC	No hay restricciones	Inversiones en bienes inmuebles principalmente. Alquiler < 50% de los activos	No está limitado	Rentas: 85%. Plusvalías: 50% Filiales SIIC: 100%

	Imposición en origen					Imposición en destino	
	Alquileres	Plusvalías	Retención s/dividendos	ITP	Exit Tax	Pers. Física	Pers. Jurídica
EEUU	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 I.Soc. Posibilidad de diferir o exento si mantienes los activos 10 años.	IRPF destino: Dividendos: +/- 39% Venta de acciones: 15%	35%
HOLANDA	Sujetos al 0%	Exentas	Residentes: 25% No residentes: 15%-25% (menor si convenio d.imp.)	6,00%	Exit Tax a tipo básico I.Soc.	IRPF destino	I.S. destino
AUSTRALIA	Exentos	Exentas	Residentes: exentos. No residentes: I.S. Ordinario (30%).	6,75%	N/A	IRPF destino	30%
CANADÁ	Exención proporcional al pay out.	Tributa el 50% de la plusvalía. Puede compensar minusvalías	Residentes: exentos. No residentes: 25%.	Imposición Indirecta varía en cada estado.	N/A	IRPF destino	35%
BÉLGICA	Rentas sujetas a tipo del 0%. Rentas de otras actividades al 33,33%	Exentas	Residentes: 15% (posibilidad de d.d.i.) No residentes: 15% (menor si convenio d.imp.)	10,00%-12,50%	20,85% sobre plusvalías implícitas	IRPF destino (plusvalías x vta. de acciones exentas).	33,99%
JAPÓN	Exención proporcional al pay out.	Exención proporcional al pay out.	Residentes: estatal del 7% y local del 3%. No residentes: 7%.	n.d.	N/A	La retención estatal y local de los dividendos actúan como impuesto finalista	I.S. destino
COREA DEL SUR	REIT: tributan entre el 14,3% y el 27,5%. CREIT: exentos	REIT: tributan entre el 14,3% y el 27,5%. CREIT: exentas	Residentes: 14,3%. No residentes: 27,5%.	Impuesto de adquisición, registro y recargos	N/A	IRPF destino	Sujetos al impuesto de sociedades al tipo del 14,3% y 27,5%
SINGAPUR	Exentos	Exentas	n.d.	3,00%	N/A	IRPF destino	I.S. destino
HONG KONG	REIT: tributa al tipo de I.S. Ordinario. SPV: Exentos	Exentas	No hay retención ni para residentes ni para no residentes.	3,75%	N/A	Tributación en destino según impuestos locales	
FRANCIA	Rentas sujetas a tipo del 0%. Rentas de otras actividades al 35,43%	Exentas	Residentes: 25% (< 10%) o exentos (>= 10%). No residentes: 25% o exento en caso de convenio d.i. + normativa local (% y/o tiempo mínimos)	4,8% + imposición local	16,5% sobre plusvalías implícitas	IRPF destino	>= 10% exento (inc. no resid. con conv. d.i.) <10% I.S. (pueden deducirse rentas no SIIC)

Como puede observarse, la transparencia fiscal se aplica sobre las rentas de alquileres y plusvalías a cambio de una regulación más o menos laxa sobre cinco aspectos: obligación de cotizar, *free float*

mínimo, porcentaje mínimo de *pay out*, límite de endeudamiento y pago de un *exit tax* en el momento de acogerse al régimen fiscal.

El mantenimiento de *pay outs* mínimos del 80% sobre las rentas y del 50% sobre las plusvalías es común en todos los países, mientras que el resto de requisitos se regulan con mayor o menor rigidez en función del marco regulador de cada país.

La estructura mercantil que puede adoptar este tipo de vehículos varía entre sociedad o fondo. El detalle por países es el siguiente:

<i>Sociedades</i>	<i>Trusts</i>	<i>Ambos</i>
Bélgica	Australia	Japón
Francia	Hong Kong	Estados Unidos
Holanda	Canadá	Corea del Sur
		Singapur

A continuación se exponen las similitudes y diferencias entre sociedad y *trust*:

	<i>SOCIEDAD</i>	<i>TRUST</i>
Cotizan en la bolsa de valores	Sí. La cotización de las sociedades REIT dota de liquidez a un mercado con antecedentes de falta de liquidez, y reduce el descuento S/NAV.	Sí (<i>open-ended funds</i>) No (<i>closed-ended funds</i>)
Management interno / externo	Interno. Permite mejor control de la compañía, reducción de los costes operativos, no hay posibilidad de conflicto de intereses, mayor conocimiento del patrimonio propio...	Normalmente externo: permite economías de escala en costes y mayor flexibilidad para invertir en los distintos sectores inmobiliarios. Sin embargo, pueden aparecer conflictos de intereses en la sociedad gestora. Desde hace pocos años

		algunos países permiten el management interno.
Renta mínima distribuida (%)	80%-100%	80%-100%
Límite de endeudamiento	Entre 50% y sin límite. Permite una mayor flexibilidad en cuanto a financiación y acceso a mejores condiciones.	Entre 35% y sin límite. Las mayores restricciones de endeudamiento limitan en mayor medida el crecimiento corporativo.
<i>Free float</i> mínimo (%)	0% a 55%	0% a 70%
Proyectos de desarrollo	Sí o con ciertas restricciones ya que puede ser considerada como una actividad especulativa y por tanto, puede estar en contra de la filosofía del REIT (rentas constantes).	Mayores restricciones como norma general.
Inversión mínima en bienes inmuebles.	Entre 75% y 100%	Entre 50% y 100%. Algunos <i>trusts</i> tienen este porcentaje más bajo para dotar de más liquidez al REIT. Con un porcentaje mayor de activos mobiliarios se puede dotar de más liquidez al REIT.
Estructura mercantil	Sociedades anónimas. Los accionistas responden por las obligaciones y deudas de la sociedad. Mayores derechos de los accionistas (voto, control). Mayor proyección de crecimiento al poder realizar OPA, fusiones.	Sociedades de inversión o fondos de inversión. Menor flexibilidad para realizar operaciones corporativas.

A partir de la información descrita en el cuadro anterior, se intuye una mayor flexibilidad en las sociedades que en los *trusts* debido a las menores restricciones que en general recaen sobre ellas. Sin embargo, no siempre tiene por qué ser así. En el caso americano, donde la figura

de los REIT ha evolucionado a lo largo de más de 50 años, las diferencias entre la estructura de sociedad y REIT son mínimas.

Parece, por tanto, que, en general, en caso de querer implementarse un régimen transparente con elevada regulación (cotización, endeudamiento, *pay out*, *free float*...), una estructura de fondo sería más adecuada dado que el marco jurídico de este tipo de productos permite entrar en limitaciones de esta naturaleza.

El régimen de sociedades permite una mayor flexibilidad al tener una personalidad jurídica propia (especialmente en lo relativo a operaciones corporativas) pero podría ser jurídicamente complicado regular limitaciones como el número de acciones máximo en poder de un solo accionista. Dicho esto, si la regulación se limita a ofrecer un determinado régimen fiscal transparente sujeto al cumplimiento de unos requisitos, sin que ello vaya más allá de la propia Ley de Sociedades Anónimas, las posibles limitaciones jurídicas podrían ser salvables. Volveremos sobre este aspecto en el próximo apartado.

Propuestas para el caso español

Alternativas que ofrece la legislación actual

A continuación profundizaremos en el caso español para tener una perspectiva sobre el marco jurídico actual.

El objetivo es analizar qué tipo de reformas se tendrían que realizar para evolucionar hacia los vehículos de que disfrutaban los países analizados anteriormente eligiendo previamente el modelo más adecuado para la realidad española.

En España, la figura jurídica más parecida a los REIT, la encontramos en las instituciones de inversión colectiva.

Las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) son aquellas instituciones que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Las IIC revestirán la forma o de sociedad de inversión o de fondo de inversión.

Los fondos de inversión son IIC configurados como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora.

Hay dos clases: los fondos de carácter financiero (en adelante, FI) y los de carácter no financiero (dentro de los cuales encontramos los fondos de inversión inmobiliaria, en adelante FII).

El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado.

El patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarias.

El número de partícipes del fondo de inversión no podrá ser inferior a 100.

Las sociedades de Inversión son aquellas IIC que adoptan la forma de sociedad anónima. Hay dos clases: las de carácter financiero (sociedades de inversión de capital variable, en adelante SICAV) y las de carácter no financiero (en este grupo encontramos las sociedades de inversión inmobiliaria, en adelante SII). Antes de abordar las no

financieras, simplemente recordar los requisitos que el nuevo reglamento (en proyecto) prevé para las SICAV:

- Capital mínimo desembolsado de 2,4 MM€.
- Posibilidad de disminuir y aumentar el capital inicial y el estatutario. Se elimina la figura de las sociedades de carácter financiero de capital cerrado.
- Las SICAV podrán solicitar la admisión a negociación en bolsas de valores de sus acciones. La SICAV, por tanto, puede no negociar sus valores en bolsa (a diferencia de la ley anterior que obligaba a cotizar a este tipo de sociedades).
- La sociedad comprará o venderá sus propias acciones en operaciones de contado, sin aplazamiento de liquidación, en las bolsas de valores, bien en contratación normal, bien mediante oferta pública de adquisición o venta.

Fusión

Las IIC únicamente podrán fusionarse cuando pertenezcan a la misma clase. La fusión podrá ser tanto por absorción como por creación de una nueva institución siempre que, en este último caso, se lleve a cabo entre IIC de la misma forma jurídica.

En el caso de sociedades de inversión, los procesos de fusión se ajustarán a lo dispuesto en la Ley de Sociedades Anónimas.

En el caso de fondos de inversión, el procedimiento de fusión se iniciará previo acuerdo de la sociedad gestora o, en su caso, de las sociedades gestoras, y del depositario o, en su caso, de los depositarios, de las instituciones que pretendan fusionarse, el cual,

junto con el proyecto de fusión, se presentará ante la CNMV para su autorización.

En el caso de fusión de IIC de distinta naturaleza jurídica, el procedimiento se determinará reglamentariamente.

Instituciones de inversión colectiva inmobiliaria

Las IIC inmobiliarias son aquellas de carácter no financiero que tienen por objeto principal la inversión en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento.

Las IIC inmobiliaria invertirán su activo en bienes inmuebles, que podrán adquirir en sus distintas fases de construcción, pudiendo compatibilizarlo, de acuerdo con las limitaciones que se establezcan reglamentariamente, con la inversión de una parte de su activo en valores negociados en mercados secundarios. Se dividen en FII y SII.

Regulación común para FII y SII

1. Deberán invertir en bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento.
2. Las viviendas, las residencias estudiantiles y las residencias de la tercera edad, representarán conjuntamente, al menos, el 50 % del total del activo. Para alcanzar dicho límite se dispondrá de un máximo de tres años.
3. Las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar.

4. Las inversiones en inmuebles a través de compra sobre plano y de compromisos de compra no podrán representar más del 40 % del activo; a efectos de este límite, los compromisos de compra se valorarán por el precio total de los inmuebles objeto del contrato.
5. Los bienes inmuebles que integren el activo no podrán enajenarse hasta que no hayan transcurrido tres años desde su adquisición, salvo que medie, con carácter excepcional, autorización expresa de la CNMV.
6. Las opciones de compra cuando el valor de la prima no supere el 5 % del precio de ejercicio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.
7. La inversión en opciones de compra no podrá superar el 10 % del activo; a efectos de este límite, las opciones de compra se valorarán por la prima total pagada.
8. La titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles.
9. En ningún caso, el fondo o la sociedad podrán explotar el negocio y servicios anexos a los inmuebles integrantes de su activo, más allá del arrendamiento del local.
10. Estarán sujetas a la normativa sobre tasaciones establecida en el Reglamento de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.
11. Los inmuebles adquiridos a entidades del mismo grupo de la institución de inversión colectiva o del grupo de su sociedad

gestora no podrán suponer más del 25 % del activo de la institución.

12. El saldo vivo de las financiaciones ajenas en ningún momento podrá superar el 50 % del activo de la institución.
13. Al menos el 70 % del promedio anual de saldos mensuales deberá estar invertido en bienes inmuebles (según la adenda al proyecto del reglamento que desarrolla la Ley 35/2003). El resto del activo podrán tenerlo invertido en valores de renta fija o variable.
14. El coeficiente de liquidez mínimo debe ser del 10 % del activo total del mes anterior.

Regulación específica de las SII

- Se trata de sociedades anónimas que sólo podrán adoptar la forma de capital fijo.
- El capital social mínimo es de 12 millones de euros.
- En las sociedades por compartimentos, cada uno de éstos deberá tener un capital mínimo de 2,4 millones de euros.
- Las aportaciones para la constitución o ampliación del capital podrán efectuarse también en inmuebles tasados al momento de su aportación.

Regulación específica de los FII

- El valor liquidativo deberá ser fijado mensualmente por la sociedad gestora del fondo.
- El valor de los bienes inmuebles tomará como referencia el de la última tasación. Las disminuciones y los incrementos del valor de los inmuebles se imputarán al mes en que se realice la tasación.
- Deberá permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones, al menos una vez al año.
- Podrá suspenderse temporalmente la suscripción o el reembolso de participaciones o permitirse el incumplimiento de los coeficientes de diversificación del riesgo, así como el reembolso con bienes integrantes del patrimonio del fondo.
- En el supuesto de suspensión provisional del reembolso, se reembolsará hasta un importe equivalente al 10% del activo, efectuando a tal fin un prorrateo entre todos los reembolsos solicitados con anterioridad a la suspensión.

La contrapartida a estas restricciones es la posibilidad de aplicar un régimen fiscal casi transparente dado que están sujetos al 1 % en el Impuesto sobre Sociedades y se les permite una bonificación del 95 % del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Como vemos, el conjunto de restricciones anterior está lejos de los modelos analizados en el apartado segundo de este documento. Un modelo de transparencia fiscal ágil y flexible debería superar algunas de las limitaciones anteriores para convertirse en verdadera alternativa para un inversor que se plantea invertir directamente en inmuebles o hacerlo desde una sociedad. Es cierto que algunas de las limitaciones que se regulan en España ya se contemplan en el resto de países. Son

otras, sin embargo, las que pueden ser excesivas para asegurar la operatividad del fondo o la sociedad:

- Limitación de inversión en viviendas o residencias.
- Imposibilidad de vender activos hasta el tercer año.
- Limitación de liquidez (reembolso de la participación).
- Imposibilidad de cotizar.

Propuesta para el caso español

En esta sección se analiza cada una de las posibilidades que podrían plantarse en el diseño de una hipotética reforma jurídica en España. Con ello se pretende ofrecer una propuesta concreta que cumpla con los objetivos que se han ido mencionando a lo largo del documento y, al mismo tiempo, que permita superar las dificultades que otros modelos con más experiencia sabemos que están teniendo actualmente.

	PROS	CONTRAS
Sociedad vs. fondo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Personalidad jurídica (operaciones corporativas) ■ Management interno. ■ Mayor flexibilidad. ■ Mayor control accionista sobre la Junta. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Menor control. ✗ Puede desvirtuar el objetivo final (operaciones corporativas en manos extranjeras). ✗ En caso de no ser cotizado, el mercado secundario de participaciones es más limitado: ventas asociadas a reducción de activos.
Cotización	<ul style="list-style-type: none"> ■ Liquidez (especialmente para pequeño inversor). ■ Valoración a mercado. ■ Favorece crecimiento (OPS, canjes...). ■ Mayores requerimientos de información (CNMV). ■ Permite reducir el <i>gap</i> entre precio y NAV. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Mayor volatilidad. ✗ Costes de transacción derivados del <i>listing</i>.
Management interno vs. externo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Evita conflictos de interés. ■ Mayor control sobre la compañía. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Menores economías de escala. ✗ Menor flexibilidad de gestión (acceso a distintos <i>skills</i>).
Pay out mínimo elevado	<ul style="list-style-type: none"> ■ Coherente con transparencia fiscal. ■ Asegura <i>yields</i> mínimos elevados. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Limita la capacidad de crecimiento o incrementa el nivel de endeudamiento.
Proyectos en desarrollo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Permite generar valor más allá de la evolución de rentas. ■ Flexibilidad en la gestión. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Aumenta el riesgo de la cartera. ✗ Puede no ser coherente con la filosofía REIT (flujos de caja constantes). ✗ Asimilación con actividad promotora.
Exit tax	<ul style="list-style-type: none"> ■ Coherencia con la sujeción a tipo 0 %. ■ Equilibra el valor actual de la pérdida de recaudación. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Reducción inicial del NAV. ✗ Aumento del endeudamiento (podrían pactarse plazos de pago).
Free float mínimo	<ul style="list-style-type: none"> ■ Reduce riesgo de <i>delisting</i>. ■ Sería conveniente un máximo del 33 % para asegurar mayorías cualificadas. 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Desincentivo para institucional con ánimo de máximo control.
Límite en endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> ■ Reduce el riesgo financiero 	<ul style="list-style-type: none"> ✗ Limita la capacidad de crecimiento

Regular más allá de los puntos anteriores (forzar la inversión en viviendas, control de ventas o limitar la liquidez) no conseguiría los objetivos del modelo convirtiéndolo en un apéndice más de los actuales fondos de inversión inmobiliarios.

La propuesta que se expone a continuación pasa por la redacción de un régimen fiscal especial (régimen de las sociedades de inversión inmobiliaria, SII), distinto al regulado en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Esta regulación podría redactarse como una modificación de la Ley del Impuesto sobre Sociedades que permita la transparencia fiscal sujeto al cumplimiento de una serie de obligaciones:

Objeto:

Sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social (no exclusivo) sea el alquiler de inmuebles.

Política de reparto de dividendos:

Pagar un mínimo del 90% del resultado positivo generado por las rentas de alquileres y el 50% del resultado positivo generado por las ventas de inmuebles.

Free float mínimo:

Asegurar un mínimo del 30 % de *free float* de forma que ningún accionista pueda tener de forma continuada durante más de 6 meses más del 70 % del capital social. De esta forma pretende evitarse la salida masiva del mercado cotizado de empresas adquiridas por grupos extranjeros.

Proyectos en desarrollo:

Limitarlos a rehabilitaciones de inmuebles. No se permite el desarrollo de suelo ni su promoción.

Exit tax:

Pago de un *exit tax* a un tipo asimilable a la tributación actual de las plusvalías generadas por las ventas de inmuebles suponiendo la reinversión de las mismas (art. 36 ter de la Ley del Impuesto sobre Sociedades).

Estas propuestas, que obviamente deberían ser fruto de discusión con el Ministerio de Economía y Hacienda, tendrían un impacto sensible en la recaudación global del Estado. Obviamente, aunque el impacto en el momento inicial sería positivo (*exit tax*), a partir de este momento sería negativo. El saldo final conjunto es negativo en tanto en cuanto la menor recaudación no es más que el sobre coste que actualmente soportan las compañías inmobiliarias patrimoniales en su conjunto.

Se adjunta a continuación una tabla con una aproximación del impacto de la recaudación de una empresa genérica con un valor de activos de 1.000 MM€ en la que se han considerado las siguientes hipótesis de negocio y fiscalidad:

Tabla de hipótesis de cálculo del impacto en la recaudación (empresa genérica)

Tasación	1.000	Resultado antes tax	32
NAV antes tax	800	Impto. sobre sociedades	11
Fondos Propios	300	Resultado después tax	21
Plusvalías antes tax	500	Pay Out rentas	90%
Deuda financiera	300	Pay Out plusvalías	50%
Capital de Trabajo	100	Dividendo rentas	19
Yield	6,0%	Rotación de activos (años)	10
Inflación	3,0%		
Tasa de descuento	9,2%		
Impto. sobre sociedades (%)	35%		
% Exit Tax	15%		
IRPF dividendos	15%		
Impto.Soc. plusv. 36 ter + c.m.	10%		
% Institucionales (> 5% y + 1año)	66%		
% Institucionales Internac. (con c.d.i.i.)	20%		

Como puede verse, se han seguido las restricciones propuestas para el modelo español. En cuanto a la fiscalidad, téngase en cuenta que un porcentaje de accionistas (minoritarios con participaciones inferiores al 5 % y que, por tanto, no gozan de la deducción por doble imposición), ya están tributando por IRPF. Este flujo de recaudación no debe considerarse como diferencial en el momento de aplicar el régimen de transparencia. Asimismo, también debe deducirse el porcentaje de institucionales que traspasarán el dividendo recibido a accionistas individuales residentes en países extranjeros que tienen firmado convenio de doble imposición internacional.

Está claro que es una aproximación y, como tal, no está exenta de simplificaciones como el comportamiento de las plusvalías por ventas

(tributación efectiva y momento) así como la tributación final del dividendo recibido.

El resultado de la simulación supone una pérdida de recaudación de 188 millones de euros en términos de valor actual en una serie de 52 años. El equivalente anual ascendería a 3,6 millones de euros:

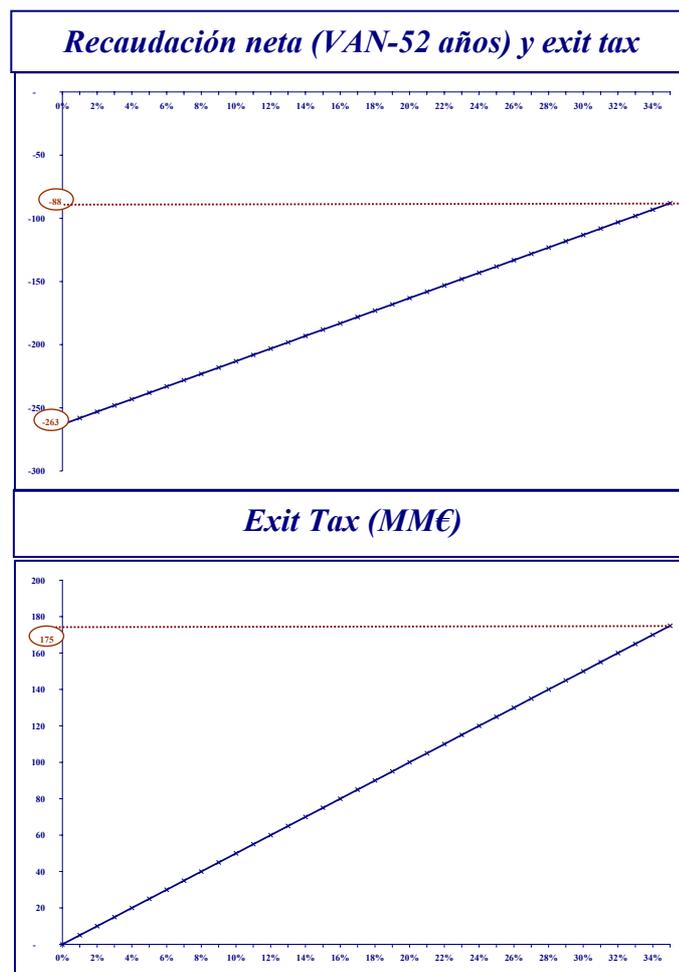
<i>Resultados de la simulación del impacto en la recaudación (corte a 11 años)</i>												
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Exit Tax	75											
Pérdida Tributación Actual		-11	-12	-13	-13	-14	-15	-16	-18	-19	-20	-17
Tributación Dividendos s/Rentas ^{(1) y (2)}			1	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Pérdida Tributación Plusvalías												-116
Tributación Dividendos s/Plusvalías ^{(1) y (2)}												26
Total flujos anuales	75	-11	-10	-11	-12	-13	-13	-14	-15	-16	-17	-104
VAN (yield + ipc) a 50 años	-188											
VAN promedio anual	-3,6											

⁽¹⁾ El free float ya tributaba por IRPF (no ddi). No es flujo adicional de recaudación.
⁽²⁾ Se ha descontado el porcentaje de accionistas del inversor institucional de origen internacional y con domicilio fiscal en países con c.d.i.i.

El impacto macroeconómico global sería igual a 188 millones de euros por el número de compañías que podrían acogerse a este régimen cumpliendo los requisitos mencionados. Si bien el número de empresas cotizadas que hoy en día podrían acogerse a este régimen (en todas o parte de sus líneas de negocio) es limitado dado que el sector del alquiler no tiene un peso excesivamente importante en el mercado cotizado español, está claro la implementación del modelo propuesto afloraría gran cantidad de patrimonios privados (no cotizados) que hoy en día se acogen a estructuras jurídicas familiares. Las consecuencias en cuanto a transparencia y control por parte del regulador no deberían despreciarse.

El siguiente gráfico nos ilustra la sensibilidad del impacto en la recaudación a diferentes niveles de *exit tax*. Como puede observarse, el rango oscila entre 88 millones de euros –*exit tax* máximo e igual al 35%– a 263 millones de euros –*exit tax* nulo.

El impacto positivo en la recaudación del primer año podría llegar a suponer 175 millones de euros por compañía, aunque en este caso cabría plantearse si sería razonable fijar un *exit tax* sobre las plusvalías implícitas igual al tipo básico del impuesto sobre sociedades sin tener en cuenta ningún tipo de reinversión. Parece claro que esta hipótesis se ajustaría más a la realidad de una empresa en liquidación y cierre que a una empresa en funcionamiento.



Conclusiones

Al inicio del presente documento se demostraba el importante peso del sector inmobiliario en la economía en términos patrimoniales tanto en España como en la mayoría de países occidentales. La causa principal de este importante peso del stock inmobiliario en la economía es que, a diferencia del resto de sectores tradicionales, la propiedad inmobiliaria es, a la vez, un factor de producción y un activo de inversión.

Como activo de inversión, ya sea de uso empresarial o residencial, el binomio rentabilidad-riesgo es claramente atractivo para complementar la cartera de cualquier fondo de inversión o para que afloren importantes compañías patrimoniales. Sin embargo, la realidad, basada en datos extraídos tanto del mercado de fondos de inversión españoles como del mercado cotizado europeo, no ha seguido esta lógica, ya que, ni el volumen de fondos captados, ni el saldo neto de capitales invertidos en empresas cotizadas ha seguido una senda paralela al crecimiento del sector.

Del análisis particular del caso español, se deduce que la causa principal se encuentra en el marco fiscal que se aplica hoy en día tanto sobre el rendimiento de los inmuebles en concepto de alquiler como sobre las plusvalías de la venta. Los únicos vehículos transparentes existentes en la actualidad (fondos de inversión inmobiliaria y sociedades de inversión inmobiliaria) deben ceñirse a un corsé legal demasiado rígido que les merma capacidad de gestión y, por tanto, la posibilidad de competir al mismo nivel que los vehículos transparentes europeos.

La falta de un marco jurídico amplio y flexible que permita igualar la fiscalidad de una persona física que invierte en un inmueble con la fiscalidad que soportará esta misma persona física si invierte en una sociedad que explota este mismo inmueble, merma la competitividad del sistema frente a aquellos países que ya han desarrollado vehículos

parecidos al REIT americano (primer país que reguló un estatus de transparencia fiscal en sociedades inmobiliarias patrimonialistas), y en los que la fiscalidad que se aplica tanto sobre rentas como sobre plusvalías no recae sobre la sociedad explotadora de los inmuebles, sino sobre el accionista final.

Esta merma de competitividad se ha cuantificado, tanto en términos del menor precio que un inversor puede pagar por un inmueble frente a un competidor extranjero, como en términos de menor rentabilidad en caso de que el precio para ambos fuese equivalente.

Del mismo modo, y centrándonos en el mercado residencial en el que, las rentabilidades por alquiler netas de impuestos son inferiores a la renta fija, la falta de un régimen REIT no favorece el desarrollo real de este mercado en España. Es por todos sabido la existencia de ingentes bolsas de inmuebles desocupados en manos de inversores que han decidido limitar la rentabilidad de sus activos únicamente a la plusvalía de una futura venta. En Cataluña, se calcula que existen más de 200.000 inmuebles en esta situación.

La propuesta de creación de la Sociedad Pública del Alquiler que asegure el cobro de alquileres al propietario tanto por morosidad como por desocupación a cambio de un porcentaje del alquiler anual, soluciona parcialmente el problema ya que la rentabilidad final neta de impuestos del alquiler continuará estando por debajo del rendimiento de otros activos calificados con un riesgo menor al inmobiliario-residencial. Además, no debe olvidarse que la vida inicialmente prevista para esta sociedad es limitada (10 años).

Finalmente y como corolario de todo lo anterior se propone en el presente documento la redacción de un régimen fiscal especial dentro de la Ley del Impuesto sobre Sociedades que regule un vehículo REIT para España utilizando la terminología de las sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Las restricciones legales deberían asegurar únicamente la actividad patrimonial, *pay out* y *free float*. Este último

requisito es clave para asegurar el mantenimiento de un bloque de minoritarios que de sentido al concepto de REIT y evite salidas del mercado cotizado masivas).

Las consecuencias de la implantación del estatus SII serían:

1. Competir, ante una posible inversión en España, en igualdad de condiciones frente a inversores no españoles.
2. Fomentar el mercado residencial en alquiler.
3. Aumento significativo de las salidas a bolsa de patrimonios inmobiliarios privados.
4. Profesionalización del sector: información, transparencia y control.
5. Separación progresiva del negocio patrimonial del promotor.
6. Reducción del descuento sobre valor liquidativo en empresas cotizadas.
7. Aumento de las operaciones *cross border*: internacionalización.

En cuanto a los actuales fondos inmobiliarios, pueden continuar siendo una alternativa de inversión para aquellos inversores que, amparados por un marco regulador muy estricto antepongan la seguridad y la baja volatilidad a la liquidez y a la rentabilidad.

Obviamente, el impacto en la recaudación será negativo. Sin embargo, cabe preguntarse si puede de todos modos ser inevitable parte de la pérdida neta de recaudación, independientemente de la implantación del régimen REIT en España, si se tiene en cuenta que en la UEM ya está desarrollado en tres países.

Bibliografía

Agulhon, V., et al. (2004) *EPRA–REIT–Survey*. EPRA.

Anagnos, J. (2004) *Property Outlook 2004. REIT's Express: All Aboard*. Deutsche Bank Research.

Asociación de Promotores Inmobiliarios de Madrid (ASPRIMA). (2004) *Análisis de la estructura empresarial del sector inmobiliario*. Analistas Financieros Internacionales, Grupo Planner.

Bergsman, S. (2002) *Maverich Real Estate Investing. The Art of Buying and Selling*, John Willey & Sons.

Boer, J. de. (2004) *UK Real Estate: A Recipe for REIT's*. Goldman Sachs Research.

Caballer, V., et al. (2003) *El mercado inmobiliario urbano en España*. Pirámide.

Caparrós Navarro, A. (2003). *Manual de Gestión Inmobiliaria*. Colegio de Ingenieros de Caminos, Canales y Puertos

Conner, P. (2004) “Rational differences between public and private real estate”. *Prudential Real Estate Investors*.

Falzon, R. (2003) “Stock Market Rotations and REIT valuations”, *Wharton Real Estate Review*, vol. VII, num. 1, primavera.

Golman Sachs Research, (2003) *UK Real Estate, Taking the Treasury Angle*.

Hess, R. (2004) “The building blocks of real estate return”. *Prudential Real Estate Investor*.

Kaiser, R. W. (1997) *Why pension funds should invest in Real Estate now*. Institutional Real Estate, Inc.

Naredo, J. M.; Carpintero, O. (2002) *El balance nacional de la economía española (1984-2000): Principales transformaciones patrimoniales operadas en los últimos decenios*. FUNCAS.

Leinberger, C. B. (1993) “Strategy for Real Estate Companies”. *The Urban Land Institute*.

Liang, Y. (2003) “Four facts from the NCREIF data base”. *Prudential Real Estate Investors*.

Liang, Y. (2003) “The expanding frontier of institutional real estate”. *Prudential Real Estate Investors*.

Penny, A. (2004) *UK REIT's: J P Morgan Response to Treasury Consultation Document*. J P Morgan Research.

Rodríguez, F.; Acuña, R. de. (2003) *Anuario estadístico del mercado inmobiliario español 2003*. R.R. de Acuña & Ass.

Sagalyn, L. (2001) “Cases in Real Estate: Finance and Investing Strategy”. *The Urban Land Institute*.

Treasury, H. M. (2004) *Promoting More Flexible Investment in Property: a Consultation*. Her Majesty's Stationery Office.

VV. AA. (2002) “Financing Real Estate today-Info Packet no. 384”. *ULI Information Services*.

VV. AA. (2003) *Memento inmobiliario, 2004-2005*. Ediciones Francis Lefebre.

VV. AA. (1999) *Libro blanco del sector inmobiliario*. Ministerio del Fomento-FEI-IESE.