

Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI

Jordi Fernández Gimeno, Francisco Javier Llovera Sáez, Jaume Roig Hernando

Universitat Politècnica de Catalunya (Spain)

jorge.fernandez@upc.edu, javier.llovera@upc.edu, jaume.roig@alumni.esade.edu

Received October, 2011

Accepted May, 2012

Resumen

Objeto: Análisis desde una perspectiva financiera de las SOCIMI, instrumentos de inversión inmobiliaria regulados en España, equivalentes a los *Real Estate Investment Trusts* (REITs).

Diseño/metodología/enfoque: Se ha aplicado la metodología inductiva-deductiva y la metodología experimental.

Aportaciones y resultados: Desde el punto de vista del inversor, las SOCIMI son un vehículo de inversión inmobiliaria competitivo en términos de rentabilidad y riesgo los cuales se verán afectados, no sólo por la evolución de los mercados financieros, si no por sus activos subyacentes que estarán sujetos al ciclo del mercado inmobiliario. Por otro lado, las SOCIMI son un instrumento útil para la captación de financiación en compañías inmobiliarias pero se prevé que su cotización presente descuentos significativos sobre el valor neto de sus activos subyacentes (*Net Asset Value*). Tanto para inversores como gestores de compañías inmobiliarias, la aplicación de las finanzas conductuales permitirá mejorar las tomas de decisiones de inversión y financiación en el sector inmobiliario al aportar modelos de análisis que permiten comprender las ineficiencias a las que están sujetas los mercados.

Originalidad / Valor añadido: Aumento de la investigación sobre el vehículo SOCIMI, escasamente estudiado hasta la fecha lo que puede

ayudar a la tomar de decisiones tanto para inversores como para compañías interesadas a financiarse a través de dicho vehículo.

Palabras clave: Inversión inmobiliaria, finanzas conductuales, Real Estate Investment Trusts (REITs), Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)

Códigos JEL: G12, G32

Title: Spanish REITs as a investment vehicle and financing source of the real state activity articles

Abstract

Purpose: Analysis from a financial perspective of the SOCIMI, real estate investment vehicles regulated in Spain since 2009, which are equivalent to *Real Estate Investment Trusts* (REITs).

Design/methodology: It has been used the inductive-deductive and experimental methodology.

Findings: From the investors point of view, SOCIMI are real estate investment vehicles competitive in terms of profitability and risk being affected not only by the evolution of financial markets, but also by its underlying assets which are subject to the real estate market cycle. On the other hand, SOCIMI are helpful for funding capture in real estate companies but it is foreseen that its quotation will incorporate significant discounts over the Net Asset Value (NAV) of its underlying assets. For investors as well as for real estate company managers, the application of behavioral finance will enable a better investment and financing decision making in the real estate market with the contribution of analysis models which make possible the understanding of market inefficiencies.

Originality/value: Further investigation over SOCIMI, the real estate investment vehicle, barely studied up to now, can help to improve decision making of investors as well as real estate companies interested in fund raising through this vehicle.

Keywords: Real Estate Investment, behavioral finance, Real Estate Investment Trusts (REITs), Listed Companies Investment Market Real Estate (REIT)

Jel Codes: G12, G32

1. Las SOCIMI, un vehículo de inversión en el sector inmobiliario español

La inversión indirecta en el sector inmobiliario

Existen múltiples vías de inversión en el sector inmobiliario: la adquisición directa de inmuebles, la concesión de préstamos para la adquisición de activos inmobiliarios, la adquisición de participaciones en fondos de inversión inmobiliaria o, por ejemplo, la inversión en derivados sobre activos inmobiliarios.

A continuación se categoriza la inversión en inmuebles mediante tres niveles de complejidad (Suárez, 2006):

- **Originación:** Es el nivel básico y corresponde a la inversión directa en activos y a la financiación a través de préstamos hipotecarios. Esta modalidad, como veremos más adelante, cuenta con limitaciones operativas y de liquidez que son solventadas, en parte, en otros niveles.
- **Segundo escalón:** Nivel de complejidad más elevado y se refiere a la financiación de deuda hipotecaria mediante bonos y cédulas hipotecarias (debt), así como, a la inversión indirecta (equity). A diferencia de la originación, dicho nivel mejora aspectos como los altos costes de transacción y alta inversión inicial de la inversión directa o la escasa liquidez de los activos inmobiliarios. En este nivel, encontramos a las SOCIMI.
- **Tercer escalón:** Es el nivel más alto de complejidad y, mediante estos instrumentos el inversor consigue mejorar la ineficiencia informacional, operativa y racional, características comunes en el sector inmobiliario.

La selección del vehículo más apropiado dependerá de los objetivos del inversor o de la sociedad gestora. Éstos, deberán analizar las ventajas y desventajas de los distintos productos y tomar posición en función de la idoneidad del mismo en su cartera o en su sociedad. En el caso de las SOCIMI, sus características financieras y fiscales suponen determinadas ventajas que permiten a los inversores mejorar la esperanza de rentabilidad – riesgo de su carteras de inversión como veremos en el presente documento (Suárez & Vassallo, 2005).

A continuación se presentan las tipologías de inversión en inmuebles (Tabla 1):

ORIGINACIÓN		
Capital	Inversión directa	Adquisición de un activo inmobiliario obteniendo el título de propiedad del mismo con el objetivo de obtener rentabilidad mediante un aumento en el valor del bien o mediante el arrendamiento del mismo
Deuda	Deuda hipotecaria	Concesión de un préstamo garantizado por un inmueble, el cual permanece en poder de su propietario, pudiendo el acreedor hipotecario, en caso de que la deuda garantizada no sea satisfecha en el plazo pactado, promover la venta forzosa del bien
SEGUNDO ESCALÓN		
Capital	Limited partnerships	Sociedad de carácter personalista que se dedica a la explotación del objeto social en nombre colectivo. En ellas, coexisten socios colectivos que aportan trabajo y que participan en la gestión de la sociedad y socios comanditarios que sólo aportan capital. Mientras que los socios colectivos tienen responsabilidad ilimitada y deben responder personal y solidariamente de las operaciones que se hagan a nombre y por cuenta de la sociedad, la responsabilidad de los socios comanditarios se limita al capital aportado o comprometido
	Investment trusts	Sociedades especializadas en la administración y gestión de inversiones que reúne los fondos captados de los inversionistas quienes, por medio de la colocación de sus capitales o mediante la cesión de una cartera de activos durante un periodo de tiempo, adquieren derechos de participación en las mismas
	Fondos cerrados	Un fondo cerrado es una sociedad de inversión colectiva con un número limitado de acciones que emite un importe fijo del capital al mercado. El fondo es estructurado y cotiza en los mercados de capitales igual que lo haría una acción. Se define como cerrado ya que raramente se emiten nuevas acciones y las participaciones difícilmente son intercambiables
	Unit Linked	Modalidad de seguros de vida en los que las aportaciones realizadas por el tomador del seguro se invierten en fondos de inversión. El tomador del seguro es quien asume el riesgo de la inversión
	REITs	Sociedad que cotiza total o parcialmente en los mercados de capitales y que invierte directa o indirectamente en activos inmobiliarios o préstamos hipotecarios. Existen tres tipologías de REIT: (i) REIT de Capital invierte en propiedades, (ii) REIT Deuda que ofrece préstamos hipotecarios a sociedades inmobiliarias, compra deuda existente a otros prestamistas o adquiere MBS y (iii) REIT híbrido que invierte tanto en activos inmobiliarios o deuda
Deuda	Bonos hipotecarios	Activos financieros garantizados por un crédito o grupo de créditos hipotecarios que se vinculan específicamente a su emisión
	Cédulas hipotecarias	Títulos que representan una parte alícuota de un crédito garantizado con un derecho hipotecario. Estos títulos están garantizados por la
	Mezz funds	Conocidos también como fondos de financiación intermedia, ofrecen deuda normalmente a compañías existentes a través de un híbrido
TERCER ESCALÓN		
Capital	Derivados	Es un instrumento financiero de gestión del riesgo cuyo valor está referenciado con el precio de un activo, previamente definido, denominado Activo Subyacente. Los productos más destacados que utilizan derivados son los swaps, los contratos futuros, las opciones y los productos estructurados
Deuda	MBS	Los Mortgage-Backed Securities (o bonos de titulización hipotecaria) corresponden a títulos que representan participaciones sobre paquetes formados por préstamos hipotecarios (subyacente). Los intereses y los flujos de caja de la inversión se corresponden a los de los préstamos hipotecarios que respaldan la emisión

Tabla 1. Tipologías de inversión en inmuebles

Los vehículos de inversión indirecta en España

Los vehículos de inversión indirecta, como sucede con los fondos de inversión o hedge funds, cuentan con estructuras legales y fiscales diferentes en función del país donde se ubican.

En territorio Español existen los siguientes vehículos de inversión indirecta:

- Las entidades de arrendamiento de viviendas, cuyas principales características son:
 - El arrendamiento de viviendas en territorio español, que cumpliendo determinados requisitos, tributan en el impuesto de sociedades (en adelante, IS) al 4.5% (3%, si se trata de alquiler de inmuebles a discapacitados)
 - Sus dividendos tributan sin particularidades en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (en adelante, IRPF) y en IS con deducción al 50%.
- Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria (en adelante, IICI): constituidas por sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Sus características principales son:
 - Inversión en inmuebles para su arrendamiento,
 - Capital mínimo de 9 millones de euros,
 - Requiere un mínimo de 100 partícipes (inversión colectiva),
 - El valor mínimo invertido en inmuebles urbanos destinados a arrendamiento será del 90% en las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) y, del 70% en los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), incluyendo:
 - Derechos reales sobre inmuebles y concesiones administrativas que permitan el arrendamiento de inmuebles,
 - La financiación ajena se limita al 50% (10% adicional en caso de dificultades de tesorería),

- Requiere diversificación de inversiones, es decir, el valor de un inmueble no puede ser superior al 35% del patrimonio total de la sociedad o fondo,
- El plazo mínimo de mantenimiento de un activo arrendado debe ser de 3 años (7 años si es promovido por la IICI).
- Las SOCIMI: corresponden a las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario cuyas características analizaremos en el siguiente punto.

Definición de SOCIMI

SOCIMI son las siglas de Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Según el preámbulo de la Ley 11/2009 de 26 de octubre la creación de estas sociedades responde a la voluntad de:

“continuar con el impulso del mercado del alquiler en España, elevando su profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario, obteniendo el inversor una rentabilidad estable de la inversión en el capital de estas sociedades a través de la distribución obligatoria de los beneficios a sus accionistas”.

Las SOCIMI son sociedades patrimonialistas que pueden dedicarse a la gestión inmobiliaria (alquilando o vendiendo inmuebles), a la inversión en otras empresas inmobiliarias e, incluso, a la financiación de inmuebles que destacan sobre todo por ser instrumentos de inversión mucho más líquidos que otros vehículos alternativos.

La constitución de esta sociedad, a diferencia de otros vehículos de inversión como las instituciones de inversión colectiva, no requiere autorización administrativa previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), sino que deben ser sociedades anónimas ordinarias que, por cumplir una serie de requisitos (entre otros, la cotización en un mercado regulado) pueden ampararse en un régimen fiscal especial.

Los actores partícipes en la cadena de valor de un REIT son la compañía gestora, los arrendatarios y el inversor. Por último, también debe tenerse en cuenta a los gobiernos que, en el ámbito legislativo, ejercen un papel destacable. La Figura 1 representa la estructura típica de un REIT.

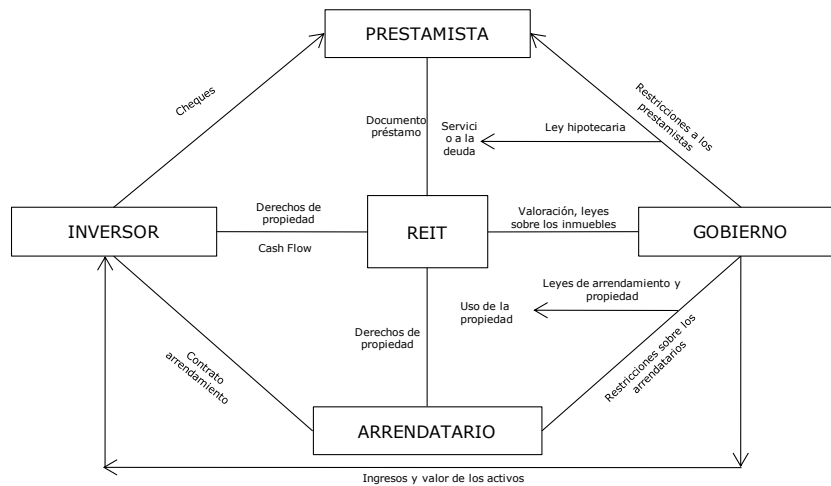


Figura 1. El Entorno operativo de un REIT. (PWC)

Principales características de las SOCIMI

Las principales características de las SOCIMI son las siguientes (Clifford Chance, 2010):

- Al tratarse de una sociedad anónima cotizada, su capital mínimo es de 15 millones de euros y, la reserva legal será del 20% del capital social, como máximo,
- El 80% del valor del activo de la sociedad debe estar invertido en inmuebles urbanos destinados a arrendamiento,
 - Incluyendo:
 - Terrenos para promoción de inmuebles destinados a arrendamiento
 - Participaciones en sociedades similares
 - Derechos de superficie o inmuebles poseídos en arrendamiento financiero
 - Excluyendo:
 - Inmuebles especiales (e.g. aeropuertos, puertos, autopistas, carreteras, etc.)
 - Arrendamientos financieros (como arrendador)

- Concesiones administrativas
 - El 80% de los ingresos del ejercicio deben proceder de los bienes enumerados,
 - El límite máximo de financiación ajena es del 70%,
 - En referencia a la diversificación de las inversiones, se establece un mínimo de 3 inmuebles, sin que ninguno de ellos represente más del 40% del activo total,
 - Como regla general, el plazo mínimo de mantenimiento de un activo arrendado es de 3 años; no obstante, será de 7 años para el caso de inmuebles promovidos por la sociedad y de 3 años para participaciones,
 - Distribución obligatoria del 90% de los beneficios procedentes del arrendamiento de inmuebles y, del 50% de los beneficios procedentes de transmisión de inmuebles o participaciones, debiéndose reinvertir el 50% restante en el plazo de los 3 años siguientes. Además, deberá distribuirse el 100% de los beneficios procedentes de dividendos percibidos.

Régimen fiscal general de las SOCIMI

El régimen fiscal establecido para estos vehículos de inversión inmobiliaria no se corresponde con el esquema clásico de los REIT existentes en otros países, en los que la fiscalidad definitiva se traslada a los socios vía dividendos, mientras que la renta obtenida por el REIT queda exenta de tributación.

Esta estructura fiscal de notable éxito internacional, y que constituye el fundamento de este tipo de sociedades, no ha sido respetada por el modelo español, en el que la tributación recae sobre la propia SOCIMI a un tipo del 18% y con una exención posterior en la renta percibida por el socio en el impuesto de la renta sobre las personas físicas. Esta exención desaparece si quién recibe el dividendo es una entidad sujeta al impuesto sobre sociedades.

La estructura fiscal de las SOCIMI lleva a las mismas a estar dirigidas hacia un determinado mercado, el minorista (tal y como se pone de manifiesto en la propia Ley 11/2009, en su exposición de motivos).

De este modo, el inversor particular puede invertir sus ahorros en la adquisición de acciones de una sociedad cotizada que tiene el compromiso, por Ley, de distribuir

una parte importante de sus beneficios, con la ventaja de que las rentas que obtenga estarán libres de impuestos.

Las principales características del régimen fiscal general de las SOCIMI se describen a continuación, distinguiendo entre la tributación de la propia sociedad y la de sus socios (Clifford Chance, 2010):

- Tributación de las SOCIMI:
 - La SOCIMI tributa al 18% sobre el beneficio repartido y, en el caso que el arrendamiento de viviendas supere el 50% del activo, se aplica una exención del 20%,
 - No contará con retención de salida para cualquier inversor (persona física, sociedad anónima/limitada, no residente, etc.),
 - Incompatibilidad con otros regímenes fiscales especiales (salvo neutralidad fiscal),
 - Deducción por reinversión del 6%, sobre el dividendo repartido generado por la plusvalía,
 - Las bases imponibles negativas anteriores a la conversión de la sociedad a una SOCIMI pueden compensarse,
 - Las plusvalías latentes se contabilizarán mediante el sistema lineal salvo prueba en contrario,
 - Cuentan con exenciones fiscales en operaciones societarias,
 - Bonificación del 95% en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (en adelante, ITP/AJD), en la adquisición de viviendas y terrenos para promoción de viviendas (destinadas al arrendamiento).

- Tributación de los socios de las SOCIMI:
 - Por lo que respecta a los dividendos percibidos por los socios:
 - En el caso de personas físicas: cuentan con exención total en el IRPF,

- En el caso de personas jurídicas (independientemente del porcentaje de participación): la base imponible del IS se calculará de la siguiente manera: dividendo percibido x (100 / 82), sobre la cual se aplicará el tipo de gravamen del 30%, y una deducción en la cuota del 19%, resultando una paga del 11% restante,
 - En el Impuesto sobre la Renta de No Residentes (en adelante, IRNR), tendrán una exención total en el caso de no contar con establecimiento permanente y, para el caso de establecimiento permanente equivaldrá a la tributación del IS.
- Plusvalías:
- Respecto al IRPF las ganancias o pérdidas patrimoniales tributarán según se muestra en la Figura 2.

$$\frac{\text{PRECIO DE TRANSMISIÓN} - \text{PRECIO DE ADQUISICIÓN}}{=} = \text{GANANCIA O PÉRDIDA PATRIMONIAL}$$

{

GANANCIA: exenta por la diferencia positiva entre:
10% valor de adquisición x número de años SOCIMI
(-)
Dividendos exentos percibidos

PÉRDIDA: computable menos dividendo exento ejercicio anterior

Figura 2. Tributación de las plusvalías de las SOCIMI

La plusvalía puede estar exenta por la diferencia entre el 10% del precio de adquisición, multiplicado por el número de años de tributación como SOCIMI, y los dividendos exentos percibidos. La pérdida patrimonial se minorará por los dividendos exentos percibidos en el año anterior.

- Respecto al IS, durante el período de tenencia como SOCIMI, será igual al 11% adicional. Durante el periodo de tenencia como no SOCIMI, la deducción será por la doble imposición (art. 30.5 TRLIS)
- Respecto al IRNR, para el caso de no contar con establecimiento permanente tributará igual que el IRPF. Para el caso de contar con establecimiento permanente tributará como el IS.

Características de los vehículos de inversión equivalentes a las SOCIMI en otros mercados

Las SOCIMI cuentan con numerosos vehículos parecidos en otros países. Dichos vehículos, como sucede en el caso español, actúan como cualquier empresa inmobiliaria pero con importantes ventajas fiscales, siempre que cumplan con la legislación vigente en cada país, en cuanto a políticas de inversión en activos y distribución de ingresos por beneficio. Estos requerimientos son distintos en cada país, algunos más limitativos que otros, generando, de este modo, una competencia entre países.

En la Figura 3 se muestra el desarrollo de los vehículos equivalentes a las SOCIMI a nivel mundial:

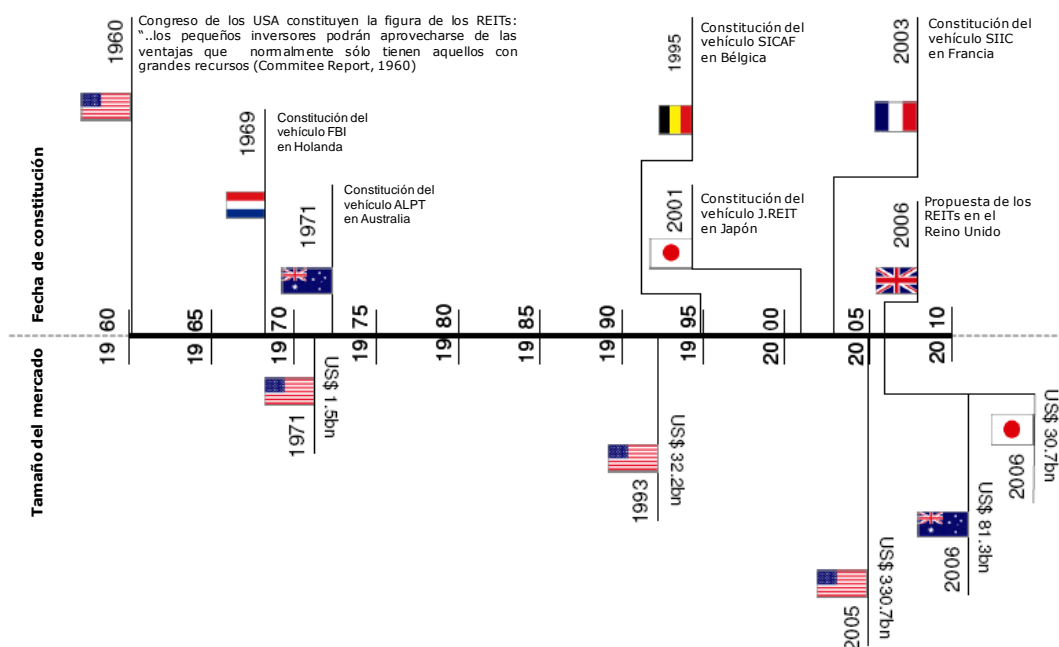


Figura 3. Evolución histórica de los REIT. (Zhiliang & Lind, 2008)

Entrando en el análisis de algunos de los vehículos de inversión equivalentes, se destaca que los REIT surgieron en Estados Unidos a través de una enmienda a un popular hito legislativo: Acta de extensión de impuestos sobre cigarros/puros de 1960. La creciente demanda de fondos inmobiliarios hizo que el presidente Eisenhower firmase la ley 1960 - *Real Estate Investment Trust Provision*. Desde entonces, los REIT han sufrido varias modificaciones legales. Entre ellas, el 1986 se emitió el Acta de Reforma, que permitió a los REIT gestionar sus propios inmuebles de manera directa y, por tanto, ya no era necesaria una entidad gestora

intermediadora, lo que eliminaba muchos conflictos entre el REIT y su administrador. Posteriormente, en 1993 se eliminaron las barreras de inversión en REIT a los fondos de pensiones.

En Europa, los primeros fueron los Países Bajos creando en 1969 los *Fiscale Beleggingsinstelling*, llamados BI, a través del Acta Holandesa sobre Impuestos Corporativos. Igual que las SOCIMI, los BI cotizan en un mercado regulado, por lo que están bajo la supervisión del *Dutch Financial Market Authority* (EPRA, 2004).

Italia también cuenta, desde 1994, con un vehículo equivalente, los *Fondi di investimento immobiliare*, llamados FII, los cuales son fondos especiales aunque no son puramente REIT.

Otro país que cuenta con un vehículo similar es Bélgica que en 1995 constituyó la figura legal *Société d'investissement á capital fixe immobilière*, llamada de SICAFI, institución de inversión específica en activos inmobiliarios (EPRA, 2004).

País	Rentas	Ganancias de Capital	Retenciones
Países Bajos BI	Las rentas de propiedad real forman parte del beneficio impositivo; tributan a un 0%.	Las ganancias o pérdidas de capital se encuentran en una reserva libre de impuestos, por lo que no tributan.	Son de un 25%, las cuales se reducirán debido al doble tratamiento impositivo. Las ganancias de capital situadas en la reserva libre de impuestos se consideran capital, por lo que no están sujetas a retenciones.
Bélgica SICAFI	Sujeto a la tasa de impuestos corporativa del 33,99%, pero la renta de propiedad real está excluida del mismo.	Las ganancias de capital no se incluyen en el beneficio impositivo.	Sería del 15% del dividendo, el cual debería reducirse debido a la aplicación de tratamientos fiscales.
Italia FII	Exención fiscal.	Exención fiscal.	12,5%, que puede reducirse a un 0% en caso de distribución a residentes cualificados o no residentes inversores del fondo.
Francia SIIC	Están exentos del impuesto corporativo para las actividades de leasing, gestión, inversión inmobiliaria, así como dividendos de subsidiarias que han adoptado la forma legal de SIIC. El resto de actividades tributan a un 33,33%, aumentando un 35,43% por recargo.	Las ganancias de capital resultantes del traspaso de activos o participaciones inmobiliarias y que han sido debidamente distribuidas, están exentas de impuestos corporativos.	Retención del 25% del dividendo, que debido a tratamientos fiscales deberá reducirse a un 15,5 o 0%.

Tabla 2. Tratamiento fiscal de los distintos tipos legales similares a los REIT en Europa.
(Dijkman & Schiller, 2005)

Finalmente señalar que en el año 2003 aparecieron en Francia las *Société d'investissement immobiliers cotés*, llamadas las SIIC, con el objetivo de competir con los activos similares ya existentes en los Países Bajos, Bélgica y Alemania

(*German Open-ended funds*). Los SIIC se encuentran bajo la supervisión de la *Autorité des Marchés Financiers* (EPRA, 2004).

En la Tabla 2 se resume el tratamiento fiscal que se da a los distintos REITs en Europa.

2. El análisis de las SOCIMI como nuevo producto de inversión

Corrección de las ineficiencias del mercado inmobiliario a través de las SOCIMI

Las finanzas se han sustentado en las teorías de la economía neoclásica, que desarrolló en el siglo XX la hipótesis de mercado eficiente. Aunque este concepto de eficiencia puede ser definido a diferentes niveles, su noción esencial es que los inversores explotan rápidamente la información disponible en la valoración de sus activos, y cualquier infra precio o sobreprecio es rápidamente eliminado, devolviendo los precios a su valor fundamental. No obstante, se ha demostrado empíricamente que esta hipótesis no se ajusta al funcionamiento real de los mercados, especialmente en el inmobiliario.

Características específicas del mercado inmobiliario, como por ejemplo, la indivisibilidad de los inmuebles, las dificultades en la valoración, la falta de transparencia u otras ineficiencias del mercado, causan una distorsión dificultando que la inversión en inmuebles tenga el mismo potencial de atracción que otros instrumentos financieros y, que conlleva, la exigencia de una prima de riesgo por parte de los inversores (McCoy, 2006).

La Figura 4 representa gráficamente una comparación de los niveles de eficiencia entre el mercado financiero y el mercado inmobiliario (Sabal, 2008):

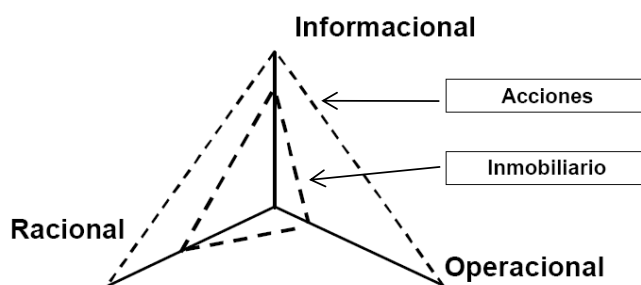


Figura 4. Comparación de la eficiencia entre el mercado de valores y el mercado inmobiliario. (Sabal, 2008)

Tal y como se desprende de la figura anterior, mientras que el mercado de valores cuenta con un cierto nivel de eficiencia racional, operacional e informacional, no sucede lo mismo en el mercado inmobiliario, por los motivos que veremos a continuación.

En primer lugar, el mercado inmobiliario dispone de menor eficiencia informacional que los mercados de valores, en los cuales, la información sobre las transacciones realizadas es accesible, mientras que, en el mercado inmobiliario, la información se obtiene principalmente de redes de intermediarios. Por otro lado, el tipo de producto (residencial, oficinas, industrial, *retail*, hotelero) también influye en la información disponible, siendo el mercado residencial el menos eficiente (por encontrarse atomizado y desestructurado) y el mercado de oficinas el más transparente.

En segundo lugar, el mercado inmobiliario es poco eficiente operacionalmente, dado que los altos costes de transacción restringen el arbitraje en la formación de los precios (lo cual no se ajusta a las hipótesis de la teoría de los mercados eficientes).

Finalmente, la eficiencia racional en el mercado inmobiliario es menor que en el mercado de valores. La toma de decisiones de inversión en un producto tangible, como es el inmobiliario, basado en gran parte en la localización, disminuye la racionalidad del tomador de decisiones, el cual en muchos casos acaba actuando irracionalmente. Farragher y Kleiman (1996) evidenciaron que el sector inmobiliario se rige más por criterios emprendedores y por el instinto y la experiencia de sus directivos, anteponiendo el sentimiento inversor a los modelos cuantitativos.

Otro elemento que diferencia el mercado inmobiliario de los mercados de valores es que, en éste último los precios se ajustan rápidamente a la información, no siendo el caso en el mercado inmobiliario en el cual no son posibles las posiciones cortas (para el caso de la inversión directa).

Sin embargo, en las últimas décadas, el interés en el sector inmobiliario ha crecido enormemente (Brueggeman & Fisher, 2001), en consecuencia, los vehículos de inversión y financiación en el sector han crecido, tanto en volumen como en forma y, actualmente hay numerosos caminos para actuar en dicho sector.

De este modo, nuevos vehículos de inversión indirecta, como son las SOCIMI, pueden corregir parte de las ineficiencias identificadas anteriormente. En este sentido, el interés sobre estos activos se debe a que es un vehículo que mejora la transparencia, la liquidez y la accesibilidad a inversores minoristas; así mismo,

permite reducir los costes de transacción (inferiores a la inversión inmobiliaria directa), proporciona una rentabilidad por dividendo superior a otros activos (obligación a distribuir un 90% de sus beneficios) y cuenta con ventajas fiscales (Laguna, 2010).

Las SOCIMI como producto de inversión

Los activos de inversión del mercado inmobiliario son una parte importante del mercado de capitales, pudiendo ser tratados como cualquier otro activo (Brown & Matysiak, 2000). Como muestra de ello, en la Tabla 3, se observa que el volumen de inversión que concentraban las sociedades inmobiliarias cotizadas a finales de 2010 representaba el 5,1% del total del mercado inmobiliario y el 2,7% del mercado de valores.

Región	Mercado inmobiliario (\$bn)	Mercado inmobiliario cotizado (\$bn)	%	Mercado de valores (\$bn)	%
Europa	8.755	220	2,5%	11.062	2,0%
Norte-América	6.749	400	5,9%	13.768	2,9%
Asia-Pacífico	4.360	440	10,1%	12.944	3,4%
Latino-América	1.105	2	0,2%	2.246	0,1%
África/Oriente Medio	180	26	14,4%	776	3,4%
Global	21.149	1.088	5,1%	40.795	2,7%

Tabla 3. Volumen de inversión en activos inmobiliarios cotizados (Sep'10). (Charls, Hughes & Despins, 2010)

El estudio de las SOCIMI como un vehículo alternativo de inversión en el sector inmobiliario español puede realizarse a través del análisis de instrumentos equivalentes existentes en otros países y es que, se debe tener en cuenta que se trata de un activo con presencia en más de treinta países, conocido internacionalmente como *Real Estate Investment Trust* (en adelante, REIT).

País	Año regulación	Número REITs
Holanda	1969	8
Bulgaria	1994	18
Bélgica	1995	15
Francia	2003	47
Reino Unido	2007	20
Alemania	2007	2
Italia	2007	-
España	2009	-

Tabla 4. Año de regulación y número de REITS en Europa (2009). (Ernst & Young, 2010; Hughes & Lewis, 2009)

A pesar de lo anterior, la figura de los REITs no presenta el mismo nivel de implantación en todos los países en los cuales ha sido regulada (ver Tabla 4).

Históricamente, los REITs han sido un instrumento competitivo, en términos de rentabilidad, respecto otros vehículos de inversión y una alternativa a tener en cuenta en la construcción de carteras. En la Figura 5, se comparan los retornos de los REITs con la renta variable en Estados Unidos en el período 1972–2009.

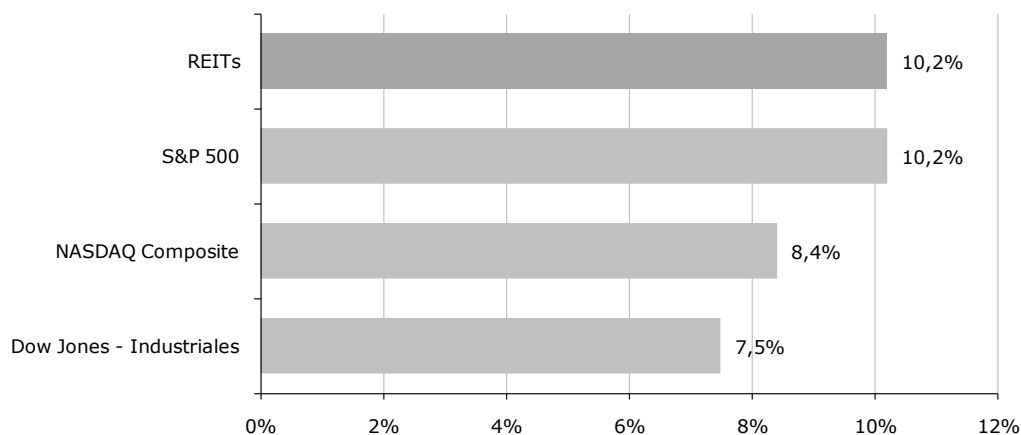


Figura 5. Comparativa de los retornos de los REITs y la renta variable en EE.UU. (1972–2009). (NAREIT, 2010)

Las causas de la elevada rentabilidad de los REITs, comparable a la de otros activos financieros, desde finales de los años 80 hasta el año 2008, se debe a las facilidades de acceso a la financiación, a la eficacia de los gestores por encima de los costes de gestión y a una elevada demanda en comparación con la oferta de REITs en el mercado (Francis & Ibbotson, 2009).

Si reducimos el horizonte temporal al período comprendido entre el año 2000 y 2010, se observa que la rentabilidad media de los REITs a nivel global se situaba alrededor del 6% (siendo superior a la rentabilidad media de la renta variable global). De la Figura 6 también se desprende que la rentabilidad de los REITs está positivamente correlacionada con su madurez en el mercado.

Por sus características intrínsecas, los REITs se sitúan en un punto intermedio entre la renta fija (con la cual se asemeja por la distribución de dividendos equiparables a los cupones de la deuda) y la renta variable (con la que se asemeja por las ganancias de capital obtenidas a través de la fluctuación de su cotización). En la Figura 7 se observa la evolución de la distribución de la rentabilidad de un REIT entre los componentes de capital y dividendo.

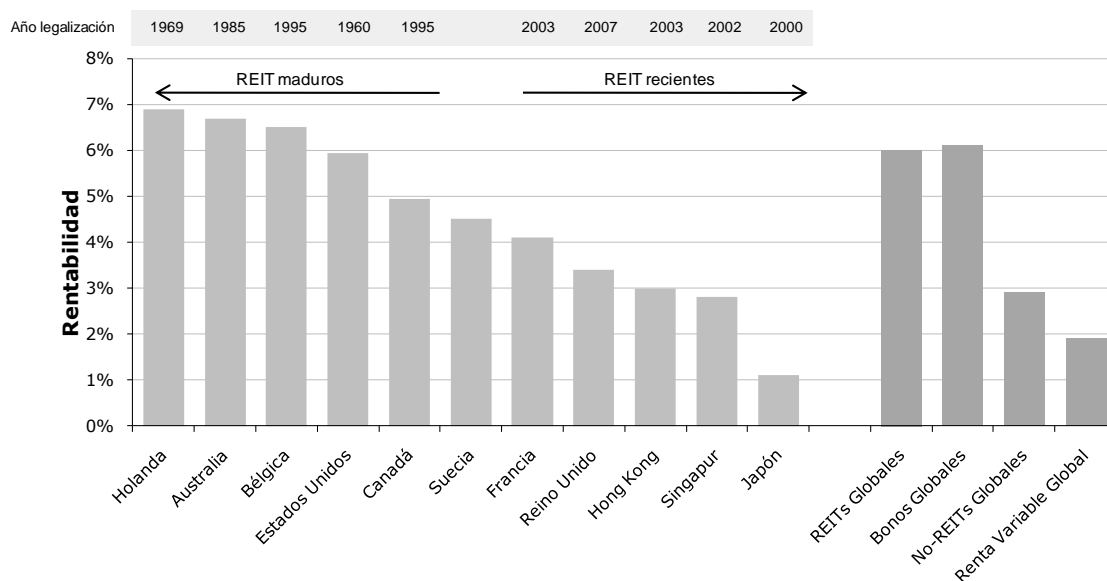


Figura 6. Retornos medios de los REITS por país (2000-2010). (Charls, Hughes & Despins, 2010)

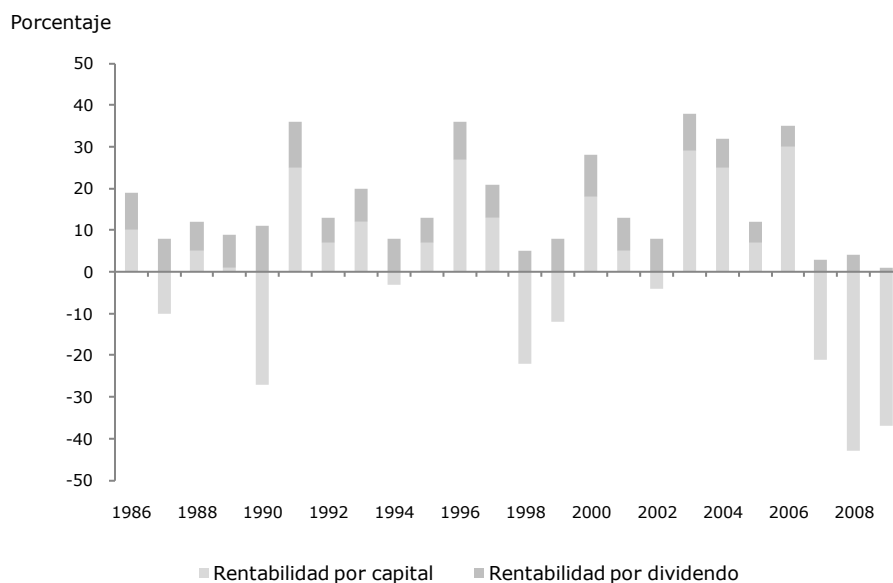


Figura 7. Evolución de los retornos de los REIT en EE.UU. (1986-2008). (NAREIT, 2010)

No obstante, el mercado percibe en los REITs un riesgo superior a otros activos financieros tal y como se observa en la Tabla 5. Esto es, para niveles similares de riesgo, el mercado exige rentabilidades superiores a los REITs lo cual no se ajusta a las teorías de las finanzas modernas según las cuales, mediante el arbitraje, el mercado equipararía las rentabilidades para a un nivel de volatilidad determinado.

Período	REITS		Compañías de alta capitalización		Compañías de baja capitalización		Bonos	
	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo	Rentabilidad	Riesgo
1972 – 2007	13,00	17,40	11,20	17,00	14,30	22,50	8,70	11,50
1988 – 2007	12,30	17,40	11,80	16,60	13,50	19,90	9,30	10,10
1998 – 2007	10,50	20,40	5,90	17,30	10,60	22,20	7,30	8,80
2003 – 2007	18,20	22,30	12,80	9,80	17,20	25,10	5,70	4,10

Tabla 5. Comparativa del binomio rentabilidad – riesgo. (NAREIT, 2010)

Este mayor nivel de exigencia en la rentabilidad de los REITs deriva del hecho que los inversores perciben otros riesgos no recogidos por la variable volatilidad, por tanto, ésta será una variable necesaria pero no suficiente para analizar la inversión en REITs (Sabal, 2008). Ello se debe a que, tal y como se observa en la Figura 8, los activos inmobiliarios no se ajustan a las hipótesis de la teoría moderna de carteras de Markowitz la cual trata de maximizar el retorno y minimizar el riesgo mediante la elección de los componentes que formaran la cartera de un inversor y está basada en un conjunto de hipótesis, entre las cuales, se encuentra que los retornos de los activos se ajustan a una distribución normal.

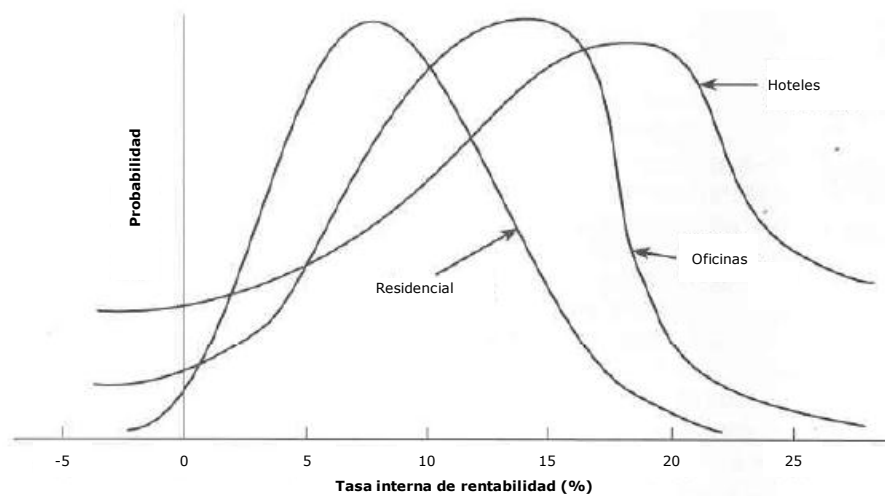


Figura 8. Distribución de los retornos inmobiliarios por tipología de activo. (Sabal, 2008)

El hecho que la función de distribución no se ajuste a una ley normal, según las teorías conductuales, implica un riesgo superior al esperado, y por tanto tiene un impacto significativo en la construcción de carteras de inversión y su posterior gestión. En este sentido, un estudio señala que, para una cartera de 10 propiedades, la disminución del riesgo de la cartera, gracias a la diversificación, será del 51%, mientras que para una cartera con distribución normal sería del 68%. Así mismo, para un cartera de 100 propiedades inmobiliarias la disminución

del riesgo sería del 76% en cambio para un activo normal será del 90% (Young, Lee & Devaney, 2006).

Por todo ello, la inversión en el sector inmobiliario no deberá analizarse únicamente a través de los modelos tradicionales si no también con la ayuda de los modelos basados en la economía conductual que parecen ajustarse a las singularidades del mercado inmobiliario (investigadores de referencia en esta área son Black, Diaz, Gallimore, Wolverton, Hardin & Schuck).

Una vez analizado el binomio rentabilidad-riesgo, se analizarán los efectos de la inclusión de los REITs en una cartera. En este sentido, se estudiarán las correlaciones con otros activos financieros, así como el resultado de su inclusión sobre la frontera eficiente.

Tal y como se observa en la Figura 9, los REITs presentan mayor correlación con la renta variable en comparación con la renta fija. Así mismo, se observa que dicha correlación varía con el tiempo y, por tanto, la utilización de la gestión activa, identificando los momentos óptimos de inversión y desinversión, será determinante en la obtención de carteras óptimas de inversión (Mull & Soenen, 1997).

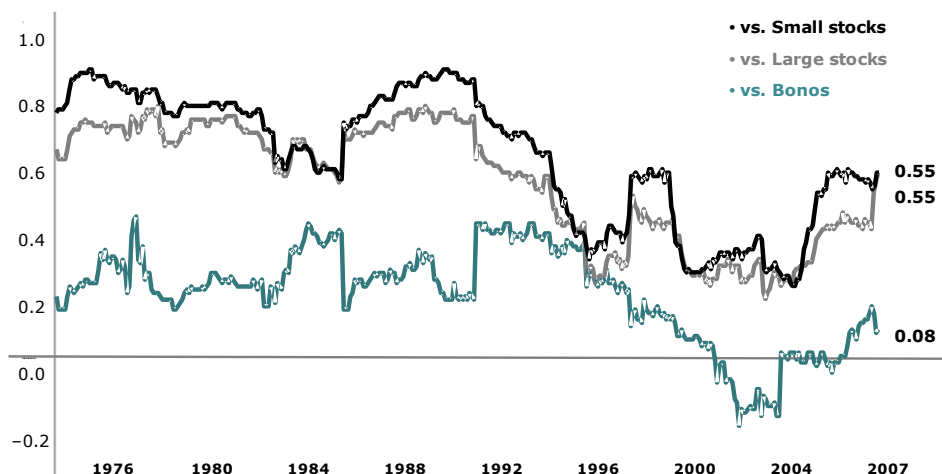


Figura 9. Correlación de los REIT respecto los bonos y la renta variable. (NAREIT, 2010)

En la Figura 10, se observa como la inclusión de REITs optimiza una cartera, consecuencia de la diversificación, traduciéndose en una mejora de la frontera eficiente: para un riesgo dado se obtienen retornos superiores, o para un retorno determinado se asume un riesgo menor.

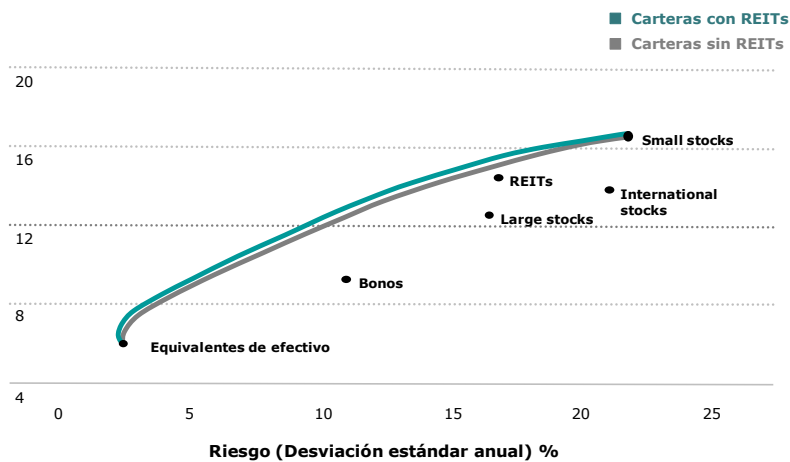


Figura 10. Frontera eficiente con y sin REITs (1972-2007). (NAREIT, 2010)

A continuación, se presentan tres posibles carteras de inversión que contienen títulos de renta variable, renta fija, efectivo y REITs en distinta proporción, resultando que el escenario con un mayor peso de REITs obtiene el binomio riesgo – rentabilidad más eficiente (Tabla 6).

Peso por activo	Cartera A	Cartera B	Cartera C
Acciones S&P 500	50,0%	45,0%	40,0%
Bonos	40,0%	35,0%	30,0%
Efectivo y equivalentes	10,0%	10,0%	10,0%
REITs	0,0%	10,0%	20,0%
Rendimiento	10,9%	11,2%	11,5%
Riesgo	10,8%	10,4%	10,1%

Tabla 6. Impacto de los REITs en la frontera eficiente (1972–2003). (Madrigal, 2006)

La competitividad de los activos inmobiliarios como una alternativa de inversión ha penetrado en los gestores de fondos de inversión, según muestra una encuesta (Figura 11) sobre la asignación óptima de activos inmobiliarios dentro de una cartera; según la citada encuesta, el 52% de los gestores establecen que la exposición óptima se sitúa entre el 11% y el 15%.

Por otro lado, los fondos de pensiones y otras instituciones de inversión colectiva también utilizan la inversión en el sector inmobiliario como elemento diversificador. Se ha observado que estas instituciones suelen mantener aproximadamente un 10% de sus carteras en activos del sector inmobiliario (McCoy, 2006).

Adicionalmente, los REITs pueden actuar como activo refugio a la inflación, por el hecho que los flujos de caja de sus activos subyacentes suelen estar referenciados

al índice de precios del consumo, por las cláusulas incluidas en los contratos de arrendamiento (Figura 12) (Francis & Ibbotson, 2009).

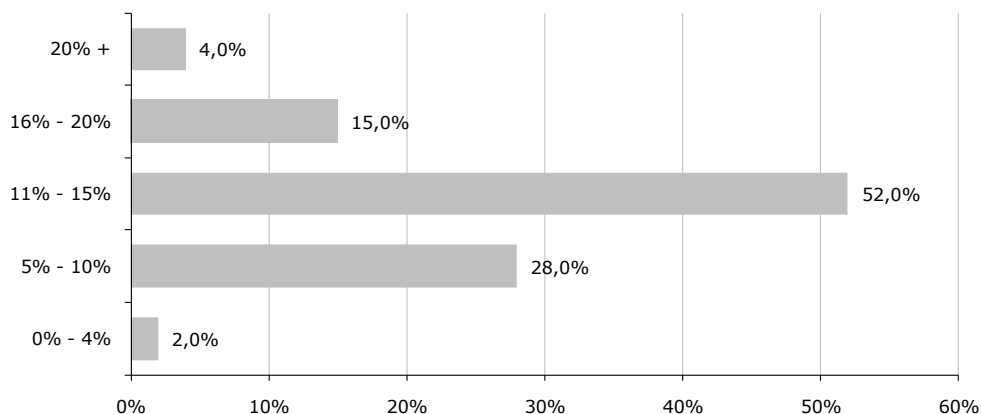


Figura 11. Encuesta sobre la asignación óptima de inmobiliario en una cartera de inversión. (UBS)

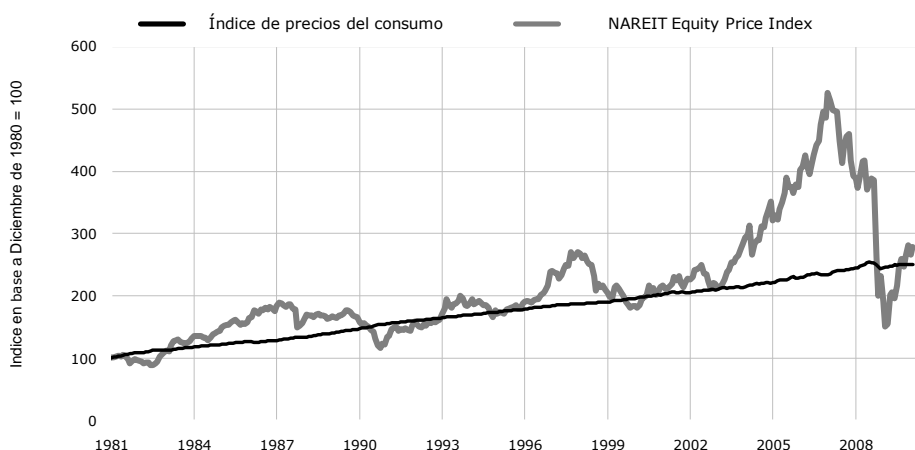


Figura 12. Índice de precios del consumo y índice NAREIT de los equity REIT (1980–2010). (NAREIT, 2010)

Finalmente, se estudiará el comportamiento de los REITs en los mercados, analizando si las fluctuaciones en su valor están más influenciadas por el riesgo sistemático del mercado o, por el contrario, por el riesgo no sistemático. De este modo, se determinará si el comportamiento de los REITs es más próximo a un valor bursátil o a una cartera de activos inmobiliarios.

En el campo académico y financiero existen discrepancias sobre la influencia del riesgo sistemático sobre los REITs. Por un lado, Glascock, Lu y So (2002), defienden que los REITs están más correlacionados con la renta fija y variable que con sus activos subyacentes; por ello, se estima que las cotizaciones de las SOCIMI

varíen en función de cómo lo hagan otros activos cotizados, independientemente de los resultados de sus valores fundamentales. Estudios como el de Froot y Dabora (1999) o Fama y French (1993) también evidenciaron la incoherencia de las cotizaciones de los REITs y, por ello, la importancia de tener en cuenta los movimientos de otros activos correlacionados. Este fenómeno, puede explicarse en parte por el comportamiento sistemático de inversores irracionales, quienes con el fin de simplificar el proceso de diversificación de su cartera, agrupan las acciones en sectores o categorías y, cuando realizan traspasos de fondos entre categorías provocan cambios en los precios de todos los activos de dicha categoría independientemente de sus valores fundamentales (Barberis, Shleifer & Wurgler, 2003).

Por otro lado, Chaudhry, Maheshwari y Webb (2004), defienden que, a pesar de que los REITs estén afectados por el riesgo sistemático, cuentan con unos resultados estrechamente ligados a sus activos subyacentes, los cuales están sujetos al ciclo inmobiliario y, cuya estructura organizativa y régimen fiscal, presenta diferencias respecto al resto de valores de los mercados financieros.

La selección de un REIT

"Each real estate project serves an essentially local market, but the financial conditions vital to its success are set by global factors"
(Downs, 2006).

Existen diferencias significativas entre REITs en función de los activos subyacentes, por ello, será necesario analizar y seleccionar, entre las distintas categorías existentes, cuales son los REITs óptimos a incluir en una determinada cartera de inversión.

Por un lado, los REITs pueden categorizarse en función de la localización y/o categorías de los inmuebles que contienen (propiedades situadas en capitales estatales, regiones, costas, etc. o edificios industriales, de oficinas, hoteleros, *retail* y residenciales). De este modo, dependiendo de las combinaciones de sus activos constituyentes, podemos encontrar REITs compuestos por activos de una única categoría pero en diversas localizaciones, REITs en una única localización pero con inmuebles de diversas categorías y; por último, REITs mixtos que incluyen activos en múltiples localizaciones y de distintas categorías. Por otro lado, los REIT también pueden categorizarse según si invierten en capital o deuda; así pueden encontrarse:

- REITs de capital, los cuales invierten directamente en inmuebles y cuyos ingresos proceden del arrendamiento de los mismos
- REITs de deuda, que financian la actividad de sociedades inmobiliarias directa o indirectamente (invirtiendo en deuda de terceros que financian la actividad inmobiliaria, e.g. inversión en *Mortgage Backed Securities*) en los cuales sus ingresos derivan de los intereses de la deuda
- REITs híbridos, los cuales invierten tanto en propiedades como en deuda inmobiliaria

Si se pretende incluir varios REITs dentro de una misma cartera de inversión, deberán considerarse las correlaciones entre ellos. En primer lugar, se deberá analizar la correlación entre activos pertenecientes a una misma categoría y, posteriormente entre las distintas categorías.

En la Tabla 7 se muestran, para una serie de activos inmobiliarios y financieros, las correlaciones entre los elementos de una misma categoría.

Categoría de activo	Media geométrica (%)	Media aritmética (%)	Desviación estándar	Correlación	Asimetría
Residencial	5,68%	5,92%	7,02%	0,68	-1,75
Inmuebles de actividad económica	9,99%	10,40%	9,60%	0,44	-0,12
Equity REITs	11,94%	13,54%	18,12%	0,12	-0,93
REITs híbridos	3,92%	9,33%	29,49%	0,28	-0,90
Mortgage REITs	4,91%	8,94%	30,08%	0,21	0,39
S&P 500	10,84%	12,33%	17,47%	0,09	-0,87
MSCI World	10,12%	11,81%	18,44%	0,10	-0,90
Inflación EEUU	4,01%	4,05%	3,02%	0,78	1,90
Bonos Tesoro EEUU l/p	9,84%	10,84%	12,31%	-0,26	0,53

Tabla 7. Estadísticas de la rentabilidad por categoría de producto en EE.UU. (1978 – 2008). Fuente: Francis & Ibbotson, 2009.

La significativa correlación intracategoría (entre los elementos de una misma categoría) que se observa para los activos inmobiliarios puede explicarse por la ineficiencia informacional del sector inmobiliario, induciendo a un sesgo en las tasaciones debido a la limitada información disponible (*confirmation bias*) (Black, Brown, Diaz III, Gibler & Grissom, 2003). En este sentido, las valoraciones de estos activos serán generalmente menos volátiles (*appraisal smoothing*), hecho que conlleva un aumento de la correlación con los retornos históricos (Geltner, 1991).

Del mismo modo, en la Tabla 8 se presentan las correlaciones entre categorías (la correlación existente entre propiedades inmobiliarias de distintas categorías).

Período 2005 - 2008	Residencial	Oficinas	Logístico	Industrial	Retail	Asistencia Sanitaria	Hotel	Diversificado
Residencial	1,0000							
Oficinas	0,9439	1,0000						
Logístico	0,9137	0,9135	1,0000					
Industrial	0,8854	0,9108	0,8601	1,0000				
Retail	0,9449	0,9704	0,9168	0,9087	1,0000			
Asistencia Sanitaria	0,9284	0,9298	0,9053	0,8801	0,9293	1,0000		
Hotel	0,9110	0,9286	0,8827	0,8825	0,9189	0,8998	1,0000	
Diversificado	0,9498	0,9584	0,9265	0,8945	0,9566	0,9379	0,9926	1,0000

Tabla 8. Correlación media entre categorías de REITs en el EE.UU. (2005–2008). (Chong, Krystalogianni & Stevenson, 2011)

Adicionalmente, la media de las correlaciones entre categorías de REITs para el período 2005 – 2008 fue del 0,9182. En este sentido, tal y como se observa en la Tabla 9, la evolución de las correlaciones medias entre categorías muestra una tendencia alcista.

Período	Correlación	Desviación estándar
1990 - 1994	0,1355	0,0944
1995 - 1999	0,5384	0,0938
2000 - 2004	0,7118	0,0981
2005 - 2008	0,9182	0,0265
1990 - 2008	0,6891	0,1341

Tabla 9. Correlación media de REITs por períodos en EE.UU. (Chong, Krystalogianni & Stevenson, 2011)

Las correlaciones anteriores sugieren que el sector ha evolucionado hacia una mayor homogeneidad desde inicios de los años 90 y, en consecuencia, los beneficios de la diversificación mediante la inversión en REITs de distintas categorías se han visto reducidos.

En esta línea, Burns y Epley (1982) y Mull y Soenen (1997) concluyeron que los beneficios de la diversificación mediante los REITs varían en función del período analizado. Por ello, la estrategia de inversión en REITs deberá ser dinámica en el tiempo con el objetivo de obtener retornos superiores (Chandrashekar, 1999).

Por otro lado, el análisis de las correlaciones entre activos inmobiliarios ubicados en distintas regiones presenta niveles de correlación moderados (Tabla 10).

Región	Correlaciones Mercado Inmobiliario			Correlaciones Renta Variable		
	América	Asia	Europa	América	Asia	Europa
América	1,0000			1,0000		
Asia	0,5314	1,0000		0,4409	1,0000	
Europa	0,3682	0,3824	1,0000	0,7828	0,5204	1,0000

Región	Correlaciones Mercado Inmobiliario					Correlaciones Renta Variable				
	Hong Kong	Japón	Singapur	Reino Unido	Estados Unidos	Hong Kong	Japón	Singapur	Reino Unido	Estados Unidos
Hong Kong	1,0000					1,0000				
Japón	0,0494	1,0000				0,2945	1,0000			
Singapur	0,5904	0,1041	1,0000			0,6817	0,3421	1,0000		
Reino Unido	0,3280	0,1598	0,3614	1,0000		0,5763	0,3978	0,5802	1,0000	
Estados Unidos	0,2908	0,1829	0,4077	0,4307	1,0000	0,5372	0,3875	0,5738	0,7511	1,0000

Tabla 10. Matriz de correlación de los retornos del mercado inmobiliario y de la renta variable por regiones (1984–2006). (Liow & Ho, 2009)

Según se observa, la rentabilidad de los activos inmobiliarios se encuentra altamente correlacionada con factores regionales tales como la economía local o las regulaciones regionales, las cuales, pueden variar significativamente entre territorios (Liow & Ho, 2009). Adicionalmente, se observa como la correlación de los retornos del sector inmobiliario es inferior a la correlación de la renta variable en las mismas regiones (a excepción de la correlación entre América y Asia).

En esta línea, si se analizan las correlaciones entre países europeos (Tabla 11) cuyas economías, en general, están significativamente correlacionadas, se observa una elevada correlación en los retornos de sus activos inmobiliarios.

Países	Dinamarca	Francia	Alemania	Irlanda	Italia	Holanda	Noruega	Portugal	España	Suecia	Suiza	Reino Unido
Dinamarca	1,000											
Francia	0,873	1,000										
Alemania	-0,307	-0,183	1,000									
Irlanda	0,822	0,896	-0,145	1,000								
Italia	0,563	0,734	-0,203	0,839	1,000							
Holanda	0,685	0,835	0,262	0,861	0,673	1,000						
Noruega	0,851	0,950	-0,185	0,887	0,703	0,756	1,000					
Portugal	0,643	0,748	0,176	0,816	0,806	0,818	0,710	1,000				
España	0,866	0,924	-0,298	0,917	0,872	0,775	0,874	0,842	1,000			
Suecia	0,766	0,869	-0,046	0,782	0,437	0,782	0,868	0,496	0,681	1,000		
Suiza	-0,075	0,210	0,432	-0,143	-0,135	0,215	0,134	-0,024	-0,067	0,261	1,000	
Reino Unido	0,724	0,700	-0,382	0,875	0,776	0,570	0,748	0,715	0,822	0,519	-0,484	1,000

Tabla 11. Matriz de correlación de los retornos del mercado inmobiliarios y la renta variable (2000–2009). (Investment Property Databank, 2011)

No obstante la elevada correlación existente, puede identificarse un grupo de países, formado por Suiza y Alemania, con correlaciones negativas (o muy bajas) respecto al resto de países.

En conclusión, los REITs parecen ser un instrumento de inversión inmobiliaria atractivo para la diversificación de carteras y que puede contribuir a la optimización de la frontera eficiente. Así mismo, dado que la correlación entre categorías de inmuebles es mayor que la correlación entre regiones (siempre que se trate de economías diferenciadas), la diversificación geográfica parece ser más efectiva para reducir el riesgo de una cartera (Eichholtz, 1997; Glascock & Lynne, 2007).

Cabe mencionar que, como se tratará más adelante en el apartado "*El valor actual neto (NAV) y la cotización de las SOCIMI*" del presente documento, el riesgo idiosincrático domina la volatilidad de los retornos de los REITs (Ooi, Wang & Webb, 2009) y, en consecuencia, en la selección de un REIT se deberá prestar mayor atención a los inmuebles en sí mismos (i.e. localización, estado de conservación, retornos históricos, etc.) más que a la tipología de los inmuebles (Sabal, 2008).

La constitución de una SOCIMI desde la perspectiva del gestor

"El riesgo sistemático y no sistemático de los activos es directamente proporcional al descuento del precio sobre el NAV" (Bond & Shilling, 2004).

En el presente capítulo, se analizarán los factores a considerar en la decisión de constituir una SOCIMI así como en su posterior gestión. Dentro de este análisis uno de los indicadores de más relevancia será el ratio resultante de dividir el precio (o cotización) entre el Net Asset Value (en adelante, NAV), el cual influirá en las decisiones de financiación de la sociedad. En este sentido, una sociedad, ante la necesidad de obtener recursos, se decantará por la emisión de capital o recurrirá al endeudamiento en función del resultado de este ratio dado que, la persistencia en el tiempo de significativos descuentos sobre la cotización de los REITs respecto a su NAV conlleva que la emisión de capital sea una opción menos competitiva que la emisión de deuda, o la utilización de los beneficios no distribuidos (Biasin & Grazia, 2010).

A continuación se analizarán los factores que influyen en la decisión de la constitución de un REIT.

El valor actual neto (NAV) y la cotización de las SOCIMI

"REITs behave like stocks over the short term, but they should reflect the underlying real estate values over the long term". (Schoninger, Prudential Securities, 1995).

Desde el punto de vista de un gestor inmobiliario, un factor clave a considerar con anterioridad a la constitución de un REIT será el diferencial entre la cotización de los REITs y el valor neto de sus activos subyacentes. Un indicador adecuado para el análisis de este diferencial es el cociente entre la cotización de un REIT y su NAV cuyo resultado indicará la existencia de un descuento o prima en el precio. En el caso de que el resultado de dicho ratio sea inferior a la unidad (indicador de la existencia de un descuento en la cotización), los gestores no encontrarán incentivos a la constitución de un REIT, de forma que buscarán financiación a través de otros canales.

Cabe mencionar que, desde una perspectiva neoclásica, la cotización de un REIT debería ser igual a su NAV o, en el caso de existir un descuento, éste debería ser equivalente a los costes de transacción. No obstante, en el mercado se observa que el descuento sobre el NAV suele ser significativamente superior a la cotización de los REITs debido a la existencia de factores que influyen negativamente sobre el NAV como son la liquidez de los activos o los costes de gestión. Adicionalmente, el ratio P/NAV también puede verse afectado por factores que inciden sobre el precio como la volatilidad de la cotización de un REIT, dado que ésta suele ser aproximadamente tres veces superior a la de sus activos subyacentes (NAV), de modo que dicho ratio no se mantendrá constante en el tiempo (Kallberg, Liu & Srinivasan, 1998).

La Figura 13 presenta la evolución del ratio P/NAV de sociedades inmobiliarias europeas, evidenciándose que dicho ratio varía de forma significativa en el tiempo.

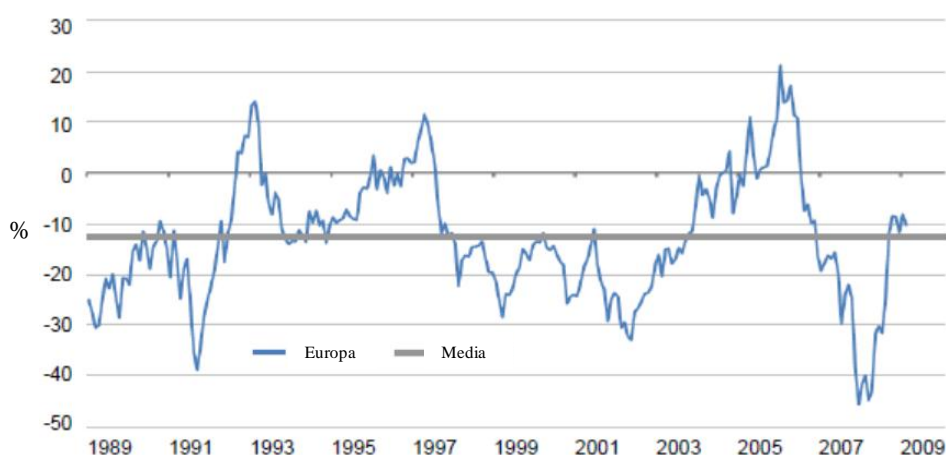


Figura 13. Índice europeo del descuento sobre el NAV (FTSE EPRA/NAREIT). (REEF Research, 2010)

Debido a la importancia del ratio P/NAV para el análisis y la toma de decisiones respecto a la constitución y gestión de un REIT, a continuación se describen aquellos factores que deben ser conocidos y gestionados por los gestores de sociedades inmobiliarias, dada la influencia que ejercen tanto en el valor de dicho ratio como en su evolución:

- Impuestos sobre las plusvalías no realizadas: Adams y Venmore-Rowland (1989) demostraron en base a un estudio con datos de la década de los 80, que una reducción de la tasa impositiva reducía los descuentos de las sociedades inmobiliarias cotizadas. No obstante, para Barkham y Ward (1999) este factor no era importante a pesar de reconocer su influencia. Posteriormente, Dimson y Minio-Paluello (2002) sugirieron que, en mercados en crecimiento, un aumento de las tasas impositivas incrementa el descuento de la cotización debido a que los impuestos sobre las plusvalías no realizadas pueden explicar parcialmente el descuento sobre el NAV.
- Costes de gestión: La cotización de un REIT recogerá los costes inherentes a su gestión aumentando el diferencial respecto al NAV (Capozza & Lee, 1996; Malkiel, 1977).
- Costes de agencia: La presencia de gestores que intermedian entre los inversores y los mercados conlleva sesgos en la información, así como desviaciones en los objetivos, y por consiguiente, posibles desviaciones en las tomas de decisiones. La tenencia de participaciones de un REIT por parte de sus propios gestores puede dar origen a dos efectos opuestos: (i) incrementar el descuento debido a la menor probabilidad de que un REIT sea absorbido y/o liquidado por los intereses personales de sus gestores (Malkiel, 1995) y; (ii) disminuir el descuento cuando el número de participaciones en manos de sus gestores es significativo debido a la disminución de los conflictos de interés entre las partes (*stakeholders*).
- Costes de transacción: La cotización recoge los costes incurridos por los inversores en la adquisición de participaciones, generando un descuento sobre el NAV.
- Liquidez: La falta de liquidez de los activos subyacentes de un REIT afecta negativamente a su cotización dotándolo de una liquidez inferior respecto a acciones cotizadas de empresas de tamaño comparable (Ghosh, Miles & Sirmans, 1996). A modo comparativo, las acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas en mercados públicos disponen de mayor liquidez,

hecho que se refleja de forma positiva en su cotización (incremento cuantificado entre un 12% y un 22% por Benveniste, Capozza y Sequin, 2001).

- Retornos históricos: La percepción del mercado sobre la habilidad de los gestores de un REIT afecta a su cotización (Adams & Venmore-Rowland, 1989). Así mismo, los REITs cuyos retornos históricos han sido superiores a su *benchmark* presentan primas en el precio (Malkiel, 1995).
- El tamaño de un REIT, entendido como la suma de la valoración de sus activos subyacentes, ejerce efectos opuestos sobre su cotización. Por un lado, a mayor tamaño, el REIT consigue mayor notoriedad entre los inversores y, en consecuencia se producen menores distorsiones en su precio (Barkham & Ward, 1999; Clayton & MacKinnon, 2001; Anderson, Liang, 2001); no obstante, en el supuesto de liquidación del REIT, a mayor número y valor de los activos subyacentes será más difícil obtener un precio de realización similar al de sus tasaciones produciendo un incremento del descuento (Brounen & ter Laak, 2005). Por otro lado, a menor tamaño de un REIT mayor será la proporción de los costes de gestión resultando en mayores descuentos (Capozza & Lee, 1996).
- Diversificación de los activos subyacentes: Los REITs cuyos activos están diversificados entre categorías presentan descuentos superiores debido a que el mercado identifica una menor transparencia sobre la estrategia de inversión de la sociedad (Lee, 2001).
- Rendimiento respecto el mercado privado: Cuando los rendimientos de los activos comercializados en los mercados privados (adquisición directa de inmuebles) es superior al de los públicos (vehículos de inversión inmobiliaria indirecta) el descuento sobre el NAV incrementa y viceversa (Bailey & Lim, 1992).
- Efecto país: El mercado en el cual cotiza un REIT ejerce influencia en su descuento (Bond & Shilling, 2004): países como Francia y Benelux presentan descuentos inferiores al resto de países europeos (los descuentos en Benelux y Francia son un 26% y 20%, respectivamente, inferiores a la media europea) mientras que, por el contrario, Suecia presenta descuentos superiores a la media. Entre otras causas, este hecho es debido a las diferencias fiscales entre países, la madurez del mercado y las expectativas sobre la economía.

- La categoría de los activos subyacentes: La prima o descuento de la cotización de un REIT está correlacionada con la tipología de inmuebles incluidos (oficinas, naves industriales, residencial, etc.), en este sentido, en base a información sobre REITs europeos (RREEF Research, 2010), los REITs residenciales contaban con descuentos superiores a la media (-46%) mientras que en *retail* y oficinas éstos eran inferiores a la media (-5%) y, los REITs industriales y diversificados cotizaban entre el -10% y el -13% de su NAV.
- Efecto contable: A efectos de su presentación en los estados financieros, los activos inmobiliarios se valoran por el menor entre el coste de adquisición o producción y su valor de mercado, de modo que, el valor contable de los activos de una compañía inmobiliaria será igual o inferior a su NAV. En consecuencia, las sociedades que dispongan de plusvalías inmobiliarias no reflejadas en el balance experimentaran una infravaloración de su NAV, aumentando el diferencial con su cotización.
- Índice bursátil: El índice bursátil en el cual cotice un REIT influirá en el descuento sobre su cotización, en este sentido, a mayor notoriedad de un índice entre los inversores, el riesgo de liquidez de las acciones de las compañías incluidas en dicho índice será menor hecho que disminuirá el descuento sobre el NAV (Lynch & Mendenhall, 1997; Barberis, Schleifer & Wurgler, 2003).
- El Capital flotante (*free float*), entendido como el porcentaje de acciones que cotizan sobre el total de las acciones emitidas, afectará positivamente al descuento de un REIT dado que, a mayor capital flotante, menor será la posibilidad de arbitraje (Brounen & ter Laak, 2005).
- Estructura del pasivo y patrimonio neto: El endeudamiento es una variable explicativa de la volatilidad de las cotizaciones y del descuento sobre el NAV. En este sentido, un elevado ratio de endeudamiento en una compañía, generará una mayor percepción de riesgo por parte del mercado, aumentando el descuento sobre el NAV. (Clayton & Mackinnon, 2001; Bond & Shilling, 2004). En esta línea, Anderson, Bates, Bizjak, y Lemmon (2000) argumentaron lo siguiente:

Higher leverage reduces financial and strategic flexibility, increases sensitivity to changes in market conditions and interest rates, and

increases the volatility of earnings, all of which are penalized in the public REIT market.

- **Riesgo-Compañía:** A mayor percepción de riesgo-compañía, los inversores exigirán una mayor rentabilidad y, en consecuencia, mayor será su descuento sobre el NAV.
- **Coberturas de tipos de interés:** La habilidad de una compañía para protegerse ante variaciones de tipos de interés afectará sobre su capacidad para afrontar los pagos derivados de su deuda, disminuyendo su exposición al riesgo de tipos de interés, lo cual permitirá reducir el descuento sobre el NAV.

No obstante, estos factores no explicarían la totalidad del descuento ni la variación del ratio P/NAV en el tiempo. Para poder completar el análisis se deberá recurrir a los modelos de las finanzas conductuales, desarrolladas en la segunda parte del siglo XX por Daniel Kahneman y Amos Tversky, quienes analizaron los comportamientos psicológicos de los inversores. Desde la perspectiva de la economía conductual se identifican los siguientes factores que también ayudan a explicar el valor y la evolución del descuento de la cotización sobre el NAV:

- **Eficiencia informacional:** La cotización de los REITs es un indicador avanzado a la evolución del sector inmobiliario, en este sentido, se considera que el precio de un REIT anticipa la evolución del precio de sus activos subyacentes (Clayton & MacKinnon, 2003).
- **Variación en las expectativas de los activos subyacentes:** Las expectativas de los inversores sobre la evolución del mercado inmobiliario están recogidas tanto en el NAV (calculado en base a tasaciones) como en el precio (afectado por las actuaciones de los inversores en el mercado, e.g. aumento de la demanda). No obstante, se ha demostrado que el efecto de las expectativas futuras influye en diferente intensidad a las tasaciones (realizadas por valoradores) y a la cotización (influida por los inversores), y, en consecuencia, esta diferente intensidad de expectativas tiene efectos directos sobre el ratio P/NAV. La información diaria del mercado ejerce influencia directa sobre la actuación de los inversores (afectando a la cotización de los REITs) y, por el contrario, las tasaciones recogen este impacto en menor medida dado que cuentan con una correlación superior con las valoraciones históricas (efecto denominado anclaje), produciendo

una suavización de las valoraciones (*appraisal smoothing*) y, en consecuencia, modificando la relación P/NAV (Quan & Quigley, 1991).

- La gestión activa: Los gestores que explotan las ineficiencias del mercado (adquiriendo activos infravalorados o vendiendo activos sobrevalorados), realizan una gestión eficiente de los alquileres o, optimizan el desarrollo de los activos, consiguen reducir el diferencial entre la cotización y el NAV. Cuando el mercado identifica la aplicación de estrategias de gestión activa se traduce en un aumento de las expectativas de los inversores sobre un futuro incremento del NAV, derivando en un aumento de la cotización (Ooi, Webb & Zhou, 2007).
- El sentimiento inversor: La presencia de inversores irracionales en el mercado influye directamente sobre el ratio P/NAV dado que, sus expectativas excesivamente optimistas o pesimistas, afectan a la cotización y a la volatilidad (Lee, Shleifer & Taler, 1991). De este modo, las operaciones de compra-venta realizadas por inversores irracionales afectan a la cotización sin que el arbitraje consiga devolver el precio a su valor fundamental (efecto definido como la teoría del ruido). Como consecuencia del ruido generado por los inversores irracionales, los REITs tenderán a crearse en ciclos expansivos, es decir, cuando se esperen descuentos sobre el NAV inferiores a los valores históricos.
- Riesgo idiosincrático: La evolución de la cotización de un REIT está significativamente correlacionada con el riesgo derivado de sus activos subyacentes (los cuales están sujetos al ciclo inmobiliario). En consecuencia, el riesgo idiosincrático afectará a la volatilidad de los retornos de los REITs (Ooi, Wang & Webb, 2009).

La influencia del ratio P/NAV para la toma de decisiones en una sociedad inmobiliaria conlleva la necesidad de conocer cuáles son los factores que inciden sobre dicho ratio para poder gestionar sus efectos.

En la Tabla 12 se resumen los factores identificados anteriormente:

	Factor	Correlación sobre P/NAV	Impacto	Descripción
Factores racionales	Impuestos sobre las plusvalías no realizadas	Negativa	Medio-Bajo	La reducción de la tasa impositiva reduce los descuentos en las compañías inmobiliarias.
	Costes de gestión	Negativa	Bajo	Los costes de gestión de un REIT inciden directamente sobre su cotización.
	Costes de agencia	Positiva / Negativa	Medio	La presencia de gestores que intermedian entre los inversores y los mercados conlleva sesgos en la información, así como desviaciones en los objetivos, y por consiguiente, posibles desviaciones en las tomas de decisiones, variando el ratio P/NAV.
	Costes de transacción	Negativa	Bajo	Los costes de transacción de un REIT afectan directamente sobre la cotización y, en consecuencia, sobre su descuento.
	Liquidez	Positiva	Alto	Las acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas cuentan con mayor liquidez respecto a los activos inmobiliarios, hecho que se refleja en su cotización, incrementando el precio.
	Retornos históricos	Positiva	Alto	Los retornos históricos de un REIT afectarán positivamente a su cotización debido a la percepción del mercado sobre la habilidad de sus gestores.
	Tamaño REIT	Positiva / Negativa	Alto	A mayor tamaño del REIT, este tendrá mayor notoriedad en el mercado, mayor acceso a los mercados de capitales, mayor liquidez y mayores economías de escala. No obstante, en el supuesto de liquidación del REIT, será más difícil obtener un precio de realización para sus activos subyacentes similar al de sus tasaciones lo que lleva a un incremento del descuento.
	Diversificación de los activos subyacentes	Negativa	Medio-Bajo	Los REITs cuyos activos están diversificados entre categorías presentan descuentos superiores debido a que el mercado identifica una menor transparencia sobre la estrategia de inversión de la sociedad
	Rendimiento respecto el mercado privado	Positiva / Negativa	Medio-Bajo	Cuando el rendimiento de los REITs es inferior al mercado privado, el descuento sobre el NAV incrementa y viceversa.
	Efecto país	Positiva / Negativa	Alto	El mercado en el cual cotiza un REIT ejerce influencia en su descuento.
	Efecto de la categoría de los activos subyacentes	Positiva / Negativa	Medio-Alto	La prima o descuento de la cotización de un REIT está correlacionada con la tipología de inmuebles incluidos (oficinas, naves industriales, residencial, etc.)
	Efectos contables	Negativa	Medio-Bajo	Las sociedades que dispongan de plusvalías inmobiliarias no reflejadas en el balance experimentarán una infravaloración de su NAV, aumentando el diferencial con su cotización.
	Índice bursátil	Positiva	Medio-Alto	A mayor notoriedad de un índice entre los inversores, el riesgo de liquidez de las acciones de las compañías incluidas en éste será menor y, en consecuencia, disminuirá el descuento sobre el NAV .
	Capital flotante	Positiva	Medio-Bajo	A mayor capital flotante menor será el descuento puesto que disminuyen la posibilidades de arbitraje.
	Estructura del pasivo y patrimonio neto (endeudamiento)	Negativa	Medio-Alto	Un elevado ratio de endeudamiento en una compañía, generará una mayor percepción de riesgo por parte del mercado, aumentando el descuento sobre el NAV.
	Riesgo Compañía	Negativa	Alto	A mayor percepción de riesgo compañía por parte del mercado, mayor será su descuento sobre el NAV puesto que los inversores exigirán mayor rentabilidad.
Cobertura de tipos de interés	Positiva	Medio-Bajo	La capacidad de una compañía para cubrirse ante variaciones de tipos de interés, permitirá disminuir su exposición al riesgo de tipos, lo cual permitirá reducir el descuento sobre el NAV.	

	Factor	Correlación sobre P/NAV	Impacto	Descripción
Factores irracionales	Eficiencia informacional	Positiva	Medio-Bajo	La cotización de los REITs es un indicador avanzado de la evolución del sector inmobiliario. En este sentido, el precio de un REIT anticipa la evolución del precio de sus activos subyacentes.
	Variación en las expectativas de los activos subyacentes	Positiva	Alto	Las expectativas de los inversores a un aumento o disminución del valor de los activos inmobiliarios están recogidas tanto por las tasaciones como por las actuaciones de los inversores en el mercado (cotización). No obstante, el efecto de las expectativas futuras influye en diferente intensidad a las variables del ratio P/NAV.
	La gestión activa	Positiva	Medio-Bajo	Los gestores que aplican estrategias como la explotación de las ineficiencias de los mercados, la gestión eficiente de los alquileres o optimizando el desarrollo de los activos, consiguen reducir el diferencial entre la cotización y el NAV.
	El sentimiento inversor	Positiva / Negativa	Alto	La presencia de inversores irracionales en el mercado influye sobre el ratio P/NAV dado que sus expectativas afectan a la cotización de los REITs.
	Riesgo idiosincrático	Positiva / Negativa	Medio-Alto	La evolución de la cotización de un REIT está altamente correlacionada con el riesgo derivado de sus activos subyacentes (los cuales están sujetos al ciclo inmobiliario).

Tabla 12. Factores explicativos del ratio P/NAV

Por último, se debe mencionar el trabajo realizado por Bond y Shilling (2004) quienes analizaron los principales factores que afectan a la cotización y al NAV de un REIT. De las conclusiones de su estudio se extrae que los factores más significativos son el riesgo compañía y el efecto país (especialmente significativo para los REITs ubicados en Francia y Benelux). Así mismo, identificaron otros factores que también ejercen influencia en el descuento, pero en menor grado, como son el tamaño del REIT, el ratio retorno sobre el valor de compañía, el endeudamiento (estructura del pasivo y patrimonio neto) y la cobertura de tipos de interés.

El efecto del régimen societario sobre el ratio P/NAV

Fraser Hughes, director de investigación de la *European Public Real Estate Association* (EPRA), en una entrevista en el año 2003, mencionó que los descuentos sobre el valor neto de los activos (NAV) de las compañías cotizadas bajo un régimen no-REIT eran significativamente superiores a los de las compañías que cotizan bajo un régimen REIT. En esta línea, en el trabajo de investigación "*The French REITs: First facts about the SIIC regime*", se evidenció que los descuentos sobre el NAV de las compañías inmobiliarias francesas se había reducido desde la implantación de la estructura REIT. Además, se observó un incremento del volumen de transacciones sobre dichos valores lo que proporcionaba más liquidez a los REITs respecto las acciones de otras sociedades inmobiliarias.

Posteriormente, en el informe de EPRA "Europe Real Estate Yearbook 2005" se constató que en aquellos países en los que no existían regímenes equivalentes a los REIT las sociedades inmobiliarias cotizaban con mayor descuento sobre el NAV.

En esta misma línea, según se observa en la Figura 14, a principios del ejercicio 2010 el índice inmobiliario FTSE EPRA/NAREIT formado por las sociedades inmobiliarias cotizadas de países asiáticos cotizaba con un descuento respecto a sus activos subyacentes superior al descuento que presentaba su índice de REITs en los mismos países.

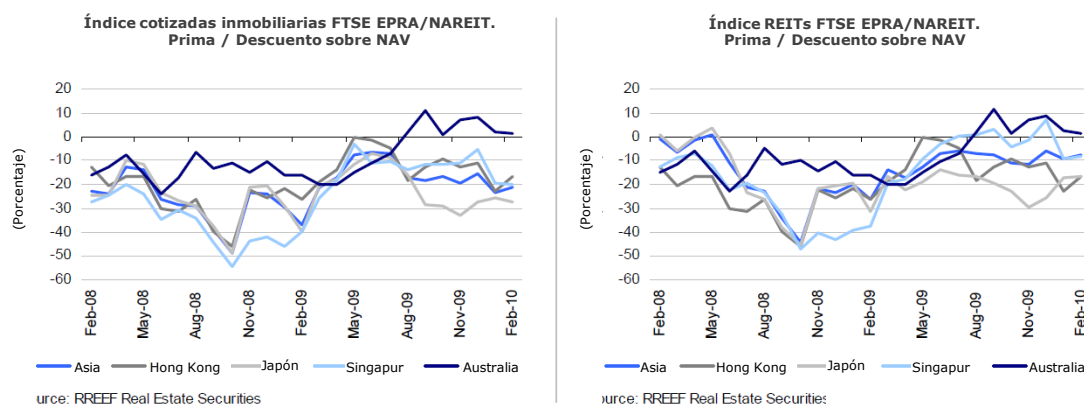


Figura 14. Comparativa de la cotización del índice de sociedades inmobiliarias respecto a la cotización de los REITs en Asia. (RREEF Research, 2010)

Análisis de los descuentos sobre el NAV: El caso español

Para poder prever el comportamiento del ratio P/NAV de los REIT Españoles (SOCIMI), se realizará un análisis de los descuentos presentes en los índices de sociedades inmobiliarias europeas y, posteriormente un análisis del comportamiento de los descuentos sobre el NAV de determinadas sociedades inmobiliarias cotizadas españolas.

Análisis de los índices de sociedades inmobiliarias europeas

Según se ha mencionado anteriormente, el efecto país influye robustamente sobre el ratio P/NAV de las REITs (Bond & Shilling, 2004), por ello, será importante conocer cómo podrá influir el factor "país-España" en los descuentos de las SOCIMI que se constituyan.

Con la finalidad de poder estimar el efecto que tendrá el factor "país-España" en la prima o descuento de las SOCIMI, se ha procedido a analizar el ratio P/NAV en las sociedades inmobiliarias cotizadas europeas. El objetivo es establecer el descuento medio de las sociedades inmobiliarias cotizadas en España y, conocido éste, se

intentará prever el descuento en las SOCIMI que puedan constituirse en un futuro. En consecuencia, se podrá determinar si el descuento de los REITs españoles se situará próximo al de países como Francia o Benelux, los cuales presentan descuentos significativamente inferiores a la media europea (Benelux y Francia cuentan con un 26% y 20%, respectivamente, inferiores a la media europea) o bien próximo al de países como el Reino Unido (país que presenta también descuentos inferiores, pero éstos no son tan significativos) o, por el contrario, se sitúa en el grupo de Suecia que cuenta con descuentos significativamente superiores a la media (Bond & Shilling, 2004).

En la Figura 15 pueden identificarse tres grupos de países que podrían segmentarse según la media del descuento sobre el NAV que presentaban las sociedades inmobiliarias cotizadas de los correspondientes países. Por un lado, el grupo de países formado por Grecia, Italia, Austria, España, Finlandia y Alemania que cotizaban con importantes descuentos sobre su NAV; por otro lado, Suiza, Bélgica y Francia se encontraban cotizando próximos a su NAV; finalmente los países Suecia, el Reino Unido, Noruega y Holanda se situaban con descuentos próximos a la media Europea.

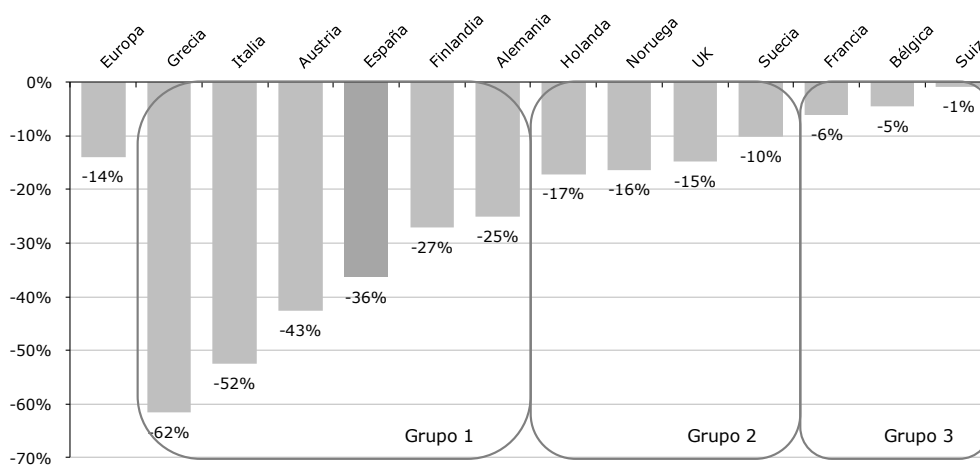


Figura 15. Descuentos de sociedades inmobiliarias cotizadas en Europa (2011). (EPRA Monthly Market Review, 2011)

Si tenemos en cuenta, la hipótesis que establece, que la relación del valor medio del diferencial entre el precio y el NAV de sociedades inmobiliarias cotizadas entre países será equivalente a la relación entre el valor medio de la prima o descuento sobre su NAV de REITs, podremos establecer que la cotización de las SOCIMI presentará un descuento de magnitudes aproximadas a las del grupo de países segmentados como países con descuentos significativos y, por tanto, los descuentos de las SOCIMI serán significativamente superiores a la media lo cual

deberá tenerse en cuenta por los gestores de sociedades inmobiliarias interesados en su constitución.

La hipótesis establecida en el párrafo anterior está soportada por el estudio de Bond y Shilling (2004) según el cual, los países que presentan descuentos significativos por debajo la media son los REITs sitos en Francia y Benelux (hecho que concuerda con la información incluida en la Figura 15 sobre empresas inmobiliarias cotizadas, en el cual, Bélgica y Francia se encuentran entre los países con menores descuentos). Por otro lado, se indica que el Reino Unido presenta un descuento no significativo inferior a la media.

No obstante lo anterior, cabe mencionar que podrán existir diferencias entre países en la relación de las primas o descuentos sobre el NAV de los REITs y de las sociedades inmobiliarias cotizadas y, por tanto, podrán variar los resultados, sin embargo, se estima que no serán significativas. Entendemos que en los países en los que la implantación de los REITs sea exitosa, los descuentos (o primas) de los REITs serán menores (mayores) respecto a los descuentos (o primas) de las sociedades cotizadas inmobiliarias del mismo país (Ooi, Newell & Sing, 2006).

Adicionalmente, a fin de analizar los descuentos por compañía - país, cabe señalar que en el año 2005, cuando el ciclo del sector inmobiliario español era alcista, el grupo Inmobiliaria Colonial, que se encontraba entre las 10 mayores sociedades inmobiliarias cotizadas de Europa, cotizaba con un descuento del 12% (el más elevado de las 10 mayores sociedades inmobiliarias cotizadas). En la Tabla 13 puede comprobarse como las sociedades inmobiliarias de Francia y Holanda cotizaban, de forma general, con primas superiores a las existentes en el Reino Unido y España (donde cotizaban con descuento). Este hecho va en línea con la previsión realizada anteriormente sobre el hecho que las SOCIMI se situaran en el segmento de descuentos significativos.

Por otro lado, un estudio realizado el año 2002, sobre una base de setenta y un REITs europeos, concluyó que el descuento medio se situaba al 36,1% (Figura 16) con diferencias importantes entre países (mientras el descuento en Holanda y Francia era del 22.3%, 26.8% respectivamente, en el Reino Unido y Suecia era del 40.9% y 34.9% respectivamente) (Brounen & ter Laak, 2005). Estos datos corroboran las conclusiones de Bond y Shilling (2004), quienes mencionaban que los países son variables robustas que explican el descuento de los REITs.

Nombre	Origen	Volumen de inversión (*)	Capitalización bursátil (*)	Descuento
British Land	Reino Unido	15,7	6,6	-10%
Land securities	Reino Unido	12,1	9,3	7%
Gecina	Francia	8,4	4,5	-5%
Liberty International	Reino Unido	7,4	4,4	9%
Rodamco Europe	Países Bajos	7,3	5,2	23%
Unibail	Francia	6,6	5,3	39%
Hammerson	Reino Unido	5,7	3,4	-3%
Slough Estates	Reino Unido	5,2	3,3	1%
Klépierre	Francia	4,6	3,0	16%
Inmobiliaria Colonial	España	4,3	1,7	-12%

(*) En miles de millones de euros.

Tabla 13. Las diez mayores empresas inmobiliarias cotizadas en Europa según el volumen de inversión (2005). (Suárez & Vassallo, 2005)

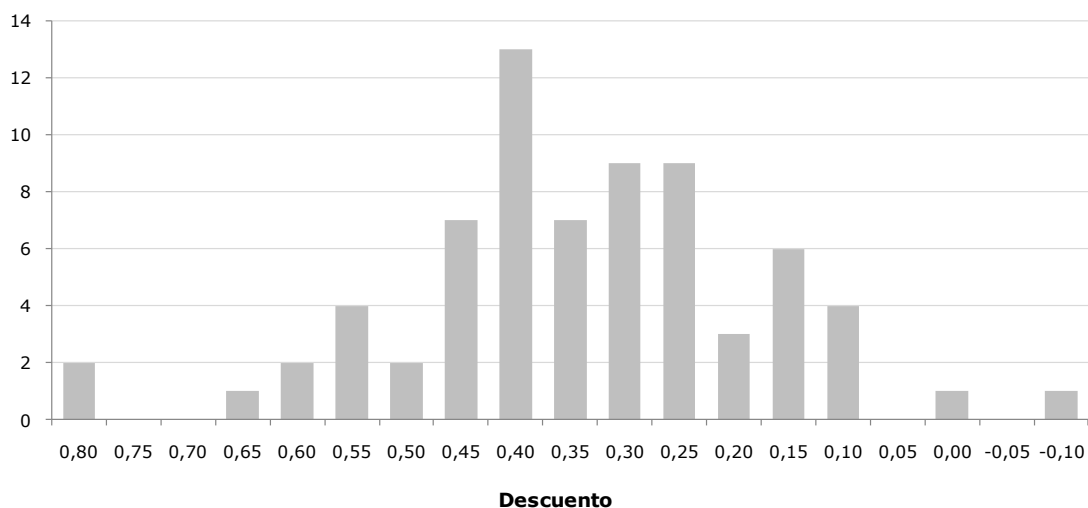


Figura 16. Distribución de los descuentos de la cotización sobre el NAV de los REITs Europeos (2002). (Brounen & ter Laak, 2005)

En conclusión, los gestores inmobiliarios españoles deberán prever que la media esperada de descuento sobre el NAV de la cotización de las SOCIMI se situará en la categoría de países con descuentos significativos (30% - 45%); no obstante, la gestión activa podrá permitir una mejora de los descuentos, por ejemplo, teniendo en cuenta factores como la tipología de inmuebles de un REIT y el riesgo-compañía, entre otros factores.

3. Comportamiento de los descuentos de las sociedades inmobiliarias cotizadas españolas

Metodología para estudiar el descuento sobre el NAV en España

Con el objetivo de realizar una estimación del descuento de la cotización sobre el NAV de las SOCIMI que se puedan constituir en el futuro, se ha procedido a analizar una muestra de sociedades inmobiliarias españolas representativas que cotizan en el mercado continuo.

Para el desarrollo de este análisis, se ha calculado el descuento del precio sobre el NAV en el período comprendido entre 2006 y 2011. Los datos relativos a la cotización de las sociedades analizadas se han obtenido en base a información pública de mercado, mientras que para la obtención del valor neto de los activos de la muestra de sociedades analizadas ha sido necesario recorrer a la información disponible en las cuentas anuales. En el presente estudio se ha utilizado la siguiente expresión para el cálculo del NAV:

$$\text{NAV} = [\text{Patrimonio neto}^{1)} + \text{Plusvalías inmobiliarias brutas}^{2)}] / \text{N}^{\circ} \text{ Acciones en circulación}^{3)}$$

Donde:

- 1) Patrimonio neto: corresponde al importe de los fondos propios y los ajustes por cambios de valor atribuibles a la sociedad dominante.
- 2) Plusvalías inmobiliarias (brutas de impuestos): corresponde a las plusvalías latentes de los activos inmobiliarios no reflejadas en el balance dado que contablemente se valoran por su coste de adquisición corregido (por la amortización y el deterioro de valor, en su caso).
- 3) Número de acciones en circulación: corresponde a la totalidad de las acciones emitidas por una compañía deduciendo el número de acciones en autocartera.

4. Resultado del estudio

En la Tabla 14 se presenta el análisis del porcentaje de descuento de la cotización sobre el NAV de siete sociedades inmobiliarias cotizadas españolas en el período 2006–2010.

Sociedad	Volumen activos inmobiliarios (valor contable) -en millones de euros-	Descuento sobre el NAV (en porcentaje)					
		Año:	2010	2006	2007	2008	2009
Inmobiliaria Colonial, S.A. ⁽¹⁾	6.612		-91%	-42%	-90%	-75%	-8%
Martinsa-Fadesa, S.A. ⁽²⁾	(*) 5.618		n/d	-4%	-194%	n/d	n/d
Metrovacesa ⁽³⁾	5.005		116%	34%	-19%	-40%	-76%
Realia Business, S.A. ⁽⁴⁾	3.289		n/d	-50%	-82%	-75%	-74%
Testa Inmuebles en Renta, S.A. ⁽⁵⁾	2.803		11%	-33%	-29%	-63%	-75%
Quabit Inmobiliaria, S.A. ⁽⁶⁾	1.516		424%	-14%	-79%	-7%	-71%
Renta Corporación Real Estate, S.A. ⁽⁷⁾	267		317%	72%	-50%	89%	-182%

(*) Datos a 31 de diciembre de 2008.

(1) Grupo Inmocaral, S.A. (Anteriormente denominada Grupo Fosforera, S.A.) se constituyó en el año 1956. En el ejercicio 2007, se llevó a cabo la fusión por absorción de Grupo Inmocaral, S.A. (sociedad absorbente) con Inmobiliaria Colonial, S.A. (sociedad absorbida) y se aprobó la redenominación social de la Sociedad por el de Inmobiliaria Colonial, S.A.

(2) Las acciones de Martinsa-Fadesa, S.A. cotizan desde el 17 de diciembre de 2007 como consecuencia de la adquisición de Fadesa por Martinsa y posterior fusión entre ambas sociedades (inscrita en el Registro Mercantil el 14 de diciembre de 2007). Las acciones de la sociedad se encuentran suspendidas de cotización de forma cautelar desde el 14 de julio de 2008, fecha en que el Consejo de Administración de la sociedad acordó la presentación de la solicitud de concurso voluntario de acreedores.

(3) Metrovacesa, S.A. se constituyó bajo la denominación de Compañía Inmobiliaria Metropolitana, S.A. el año 1935.

(4) Las acciones de la sociedad Realia Business, S.A. iniciaron su cotización en el mercado continuo el 6 de junio de 2007.

(5) La sociedad Testa Inmuebles en Renta, S.A. está integrada en el Grupo Sacyr-Vallehermoso y es el producto de la fusión en el año 2001 entre las sociedades Prima Inmobiliaria, S.A. (sociedad absorbente) y Vallehermoso Renta, S.A.U. (sociedad absorbida).

(6) La sociedad Quabit Inmobiliaria, S.A. se constituyó en el año 1999 con la denominación de Terra Canet, S.A. que cambió a la denominación de Astroc Mediterráneo, S.A. en el ejercicio 2003. En el ejercicio 2007 se acordó un nuevo cambio de denominación a Afirma Grupo Inmobiliario, S.A. que surgió como la fusión de varias sociedades inmobiliarias, entre ellas, Rayet, Landscape y Astroc. Posteriormente, en el ejercicio 2010 se aprobó el cambio de denominación social a Quabit Inmobiliaria, S.A.

(7) La sociedad Renta Corporación Real Estate, S.A., la dominante del Grupo Renta Corporación, se constituyó como sociedad limitada en el año 2000, transformándose en sociedad anónima en el ejercicio 2001. La sociedad inició su cotización en las bolsas de Madrid y Barcelona el 5 de abril de 2006.

Tabla 14. Descuento sobre el NAV de sociedades inmobiliarias cotizadas españolas (2006-2010)

La cotización de las sociedades inmobiliarias españolas analizadas presenta, en general, significativos descuentos sobre el NAV. Del análisis anterior se desprende que el descuento medio ponderado por el volumen de activos en el año 2010 se sitúa en -54%. Si se eliminan de la muestra los valores con mayor grado de dispersión (correspondientes a las sociedades Inmobiliaria Colonial, S.A. y Renta Corporación Real Estate, S.A.) la media ponderada del descuento se sitúa en -75%.

Estos valores están en línea con las conclusiones del apartado c.1) del presente documento referentes a los descuentos de las sociedades inmobiliarias cotizadas europeas, donde ya se preveía que los descuentos esperados para las SOCIMI que se puedan constituir se situarían en el grupo de países con descuentos superiores a la media.

La constitución de SOCIMI y la emisión de capital en el contexto actual

"REITs are real estate that happens to perform like stock. The underlying asset is the same, it's just that the wrapper is different. And depending on which wrapper you put around the real estate the real

estate will perform differently". (Russell Platt, Morgan Stanley Asset Management).

Las SOCIMI supondrán un nuevo medio para la obtención de capital por parte de las sociedades inmobiliarias. No obstante, para asegurar la efectividad de este instrumento será necesario que los gestores de dichas sociedades realicen un análisis previo de los factores externos a la compañía que pueden condicionar su éxito. En este sentido, se ha evidenciado la existencia de escenarios en los que las compañías tendrán mayores incentivos para salir al mercado a buscar capital.

William M. Gentry y Christopher J. Mayer, demostraron en el año 2003 que, los REIT en EE.UU. actúan de distinta forma (bien sea adquiriendo acciones propias, emitiendo capital o variando el número de acciones emitidas) en función de los valores que presente el ratio P/NAV. De este modo, un valor de cotización bajo respecto al valor de los activos inmobiliarios desincentiva a los gestores de fondos a emitir capital (Gentry & Mayer, 2003). Por el contrario, cuando los gestores perciben que el valor de cotización potencial o real es alto respecto al valor de los activos inmobiliarios subyacentes, existirán incentivos para la emisión de capital en un REIT.

Otra variable a considerar en la decisión de constituir un REIT será el precio de salida. Según el estudio de Gentry y Mayer, sobre la base de una muestra de REITs, se demostró el hecho que el éxito de una emisión dependerá de cuanto infravaloradas se encuentren las participaciones de un REIT sobre sus activos subyacentes (Gentry & Mayer, 2003).

Adicionalmente, los gestores que se planteen emitir capital deberán tener en cuenta que se ha evidenciado que las compañías con una clara orientación al gobierno corporativo consiguen precios superiores tanto en el momento de la emisión como en su cotización a largo plazo (Hartzell, Liu & Kallberg, 2008).

Por otro lado, un estudio realizado por Feng, Ghosh y Sirmans (2005) evidenció que la regulación de los REIT (e.g. la existencia de límites de endeudamiento, obligación de distribución de un porcentaje de los beneficios, etc.) influye en la estructura de su capital. De forma general, existen tres teorías sobre la estructura del capital de una compañía: (i) la teoría de la estructura de capital óptima (*trade off theory of capital structure*) la cual predice que existe un equilibrio entre los costes y los beneficios de financiación de la deuda; (ii) por otro lado, la *pecking order theory* establece que, bajo información asimétrica, los gestores suelen priorizar las fuentes de financiación de la inversión en el siguiente orden: primero los beneficios no

distribuidos, en segundo lugar, mediante deuda y, en tercer lugar mediante capital; por último, (iii) la *market timing theory* afirma que los gestores emiten capital cuando las condiciones les son favorables. En el largo plazo, la teoría de la estructura de capital óptima predice la inexistencia de correlación entre el ratio de endeudamiento y el NAV; la *pecking order theory* establece una correlación positiva y, por el contrario, la *market timing theory* establece una correlación negativa entre estas dos variables.

En el caso de los REITs, la exención impositiva de los beneficios elimina la ventaja de la financiación con deuda. Así mismo, el requerimiento que un elevado porcentaje de los beneficios debe ser repartido como dividendo reduce el impacto del coste de agencia de los flujos de caja; de ello resulta que los REITs están forzados a obtener liquidez mediante fondos externos donde la valoración es incierta (debido a la información asimétrica entre los gestores y los accionistas). Además, los accionistas de los REITs son especialmente vulnerables debido a que los activos inmobiliarios tienden a ser ilíquidos y menos transparentes en relación a otros activos resultando en un aumento del riesgo y, consecuentemente, en un aumento de la exigencia de rentabilidad. Por otro lado, las restricciones regulatorias sobre las fuentes de ingresos, así como las limitaciones sobre las categorías de activos inmobiliarios donde invertir, aumentan considerablemente la asimetría de la información. Por todo lo anterior, la financiación a través de deuda es la opción más seleccionada por los gestores de los REIT lo que significa que para esta tipología de sociedades, la *pecking order theory* es la que más se ajusta al comportamiento de los gestores de REITs (Feng, Ghosh y Sirmans, 2005).

En este sentido, se ha evidenciado que los REIT que presenten un ratio P/NAV alto tienden a contar con un ratio de endeudamiento elevado. Ello contradice las decisiones financieras de las compañías no reguladas lo cual puede justificarse debido a la regulación de los REITs, donde, a pesar de no existir beneficios aparentes en la financiación a través de deuda, los gestores prefieren emitir deuda a capital para obtener fondos debido a los costes inherentes generados por la información asimétrica los cuales son superiores a los costes de financiación (Feng, Ghosh & Sirmans, 2005).

En conclusión, el éxito de la constitución de una SOCIMI se basará en la posibilidad de obtener un P/NAV razonable y en la capacidad de los activos subyacentes de generar unos retornos que despierten el interés de inversores tanto particulares como institucionales en dichos vehículos.

Es por ello que, en el contexto actual, cabe esperar que para las sociedades inmobiliarias la constitución de una SOCIMI no sea una vía competitiva en comparación a otros vehículos, puesto que las ventajas de obtener financiación a través de deuda serán superiores a las obtenidas en la financiación a través del capital.

No obstante, la necesidad de recapitalizar las sociedades inmobiliarias excesivamente endeudadas conlleva que la alternativa de constituir un REIT pueda ser interesante para sus gestores a pesar del descuento que ello conllevaría. Además, como se verá en el siguiente punto, los REIT tienen un mejor acceso a los mercados de capital y deuda, factor determinante en los contextos actuales.

El acceso al capital y deuda de los REIT

Las sociedades inmobiliarias han sufrido serias dificultades para adaptarse al nuevo entorno económico de escasez de crédito y modificar su estructura de capital. En este contexto, diferentes estudios han demostrado que los REITs han tenido un mayor acceso a los mercados de capital y deuda en comparación con sus homólogas que no han adoptado este régimen societario (Hardin & Hill, 2011; REEF Research, 2010; Deloitte, 2011).

Esta mayor capacidad de acceso de los REITs a la financiación vino acompañada por una disminución de los *spreads* de crédito (Figura 17), hecho que fue una tendencia global iniciada en Australia y seguida por el Reino Unido y Estados Unidos (RREEF Research, 2010).

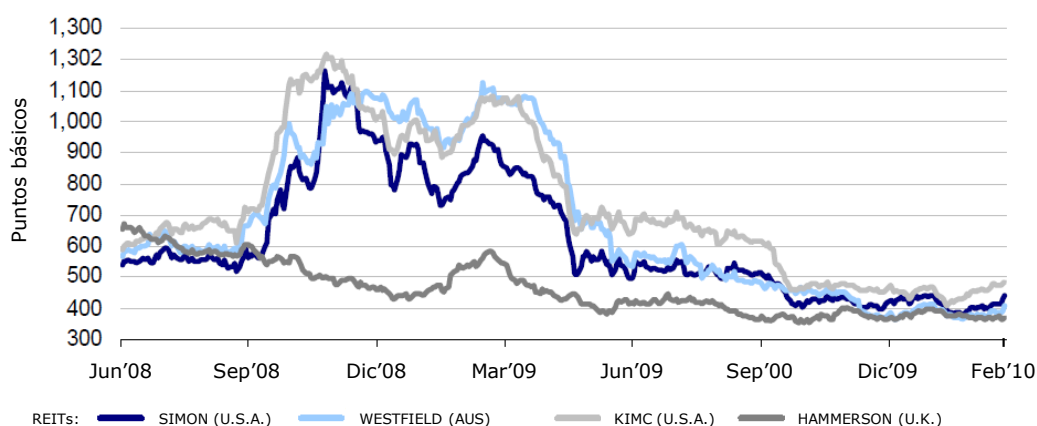


Figura 17. Evolución del diferencial sobre los CDS de los REITs. (RREEF Research, 2010)

En la misma línea, según REEFF el coste de la financiación de los REITs fue menor al de las sociedades No-REITs. Además, Hardin y Hill concluyen que la

disponibilidad de crédito de los REITs está asociada con el registro histórico de dividendos pagados. De este modo, al analizar riesgo de crédito de un REIT los prestamistas valoran la capacidad de generar dividendos como sus flujos de caja. En este sentido, si consideramos que los gestores de un REIT son reacios a recortar dividendos, los prestamistas pueden considerar los dividendos como una garantía de flujos de caja que, en el peor de los casos, podrían ser utilizados para atender la devolución de la deuda.

En cambio, en las compañías No-REITs, los prestamistas se centran en la capacidad de generar flujos de caja y obvian los dividendos, lo que se traduce en una menor percepción de capacidad para hacer frente a su deuda (Hardin & Hill, 2011). En la Figura 18 se muestra la capacidad de los REITs de obtener financiación, una vez aislado el efecto de la financiación captada por los REITs de nueva constitución.

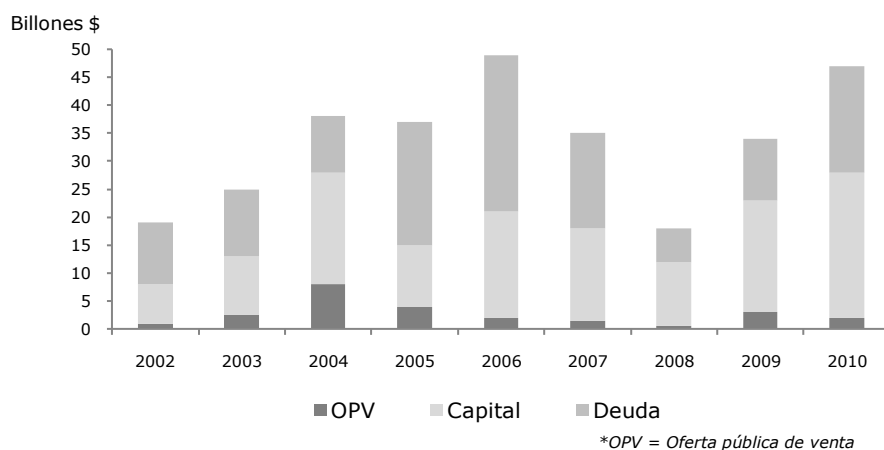


Figura 18. Fuentes de Financiación de los REITs (2002-2010). (Deloitte, 2011)

Todo ello, demuestra que los REITs cuentan con ventajas en la financiación, lo que permite a dichas compañías obtener ventaja competitiva para aprovechar las oportunidades existentes en los mercados así como de mejorar la estructura de sus estados financieros.

Los gestores de SOCIMI desde la perspectiva de las finanzas conductuales

El presente apartado, pretende introducir las conductas irracionales más habituales de los inversores que han sido identificadas por la escuela económica conductual (en concreto, las finanzas conductuales) y que los gestores de una SOCIMI deberán tener en cuenta.

Según dicha escuela, las conductas que influirán en los resultados de las SOCIMI, así como en su cotización en los mercados públicos son las siguientes: (i) la

aversión a las pérdidas, (ii) la sobreconfianza, (iii) el sentimiento del inversor, (iv) la confianza excesiva del género masculino y (v) la influencia de los agentes inmobiliarios, que a continuación analizamos:

- En primer lugar, la aversión a las pérdidas fue un importante descubrimiento que permitió comprender de mejor forma la toma de decisiones de inversión, puesto que, se ha demostrado que la aversión a perder es superior a la motivación tradicional de maximizar la riqueza (una de las hipótesis de la teoría económica). Así, estudios empíricos (Odean, 1998) evidencian que la aversión a las pérdidas es superior a la atracción de las ganancias, lo que lleva a las personas a mantener las inversiones de poca rentabilidad hasta que estas recuperen su valor de adquisición, hecho que suele no suceder. Por otro lado, los inversores están inclinados en gran parte a vender las inversiones que les generan retornos interesantes.
- En segundo lugar, otro punto con el que un gestor de SOCIMI deberá lidiar es la sobreconfianza. Varios estudios han demostrado que las personas son inapropiadamente sobreconfiadas en sus propios juicios; Tversky y Kahneman (1974) lo atribuyen, en parte, al concepto heurístico de anclaje, el cual se da cuando se emite un juicio probabilístico basado en una estimación inicial, que sirve de referencia (frecuentemente distorsionada) para estimar, por extensión y ajuste, la probabilidad final. Por lo general, el intervalo de confianza de los inversores o gestores respecto sus predicciones es demasiado estrecho conllevando a errores de estimación.

Al menos, existen otros dos comportamientos que generan sesgos que contribuyen a la sobreconfianza. De un lado, la tendencia que las personas tienen de justificar resultados exitosos a su habilidad o talento pero de atribuir los resultados adversos a la mala suerte. En este sentido, la confianza en sus juicios crece cuando es confirmado mediante los resultados pero no se retrae cuando los resultados no se obtienen (Daniel, Hirshleifer, Subrahmanyam, 1998). Por otro lado, está la tendencia de las personas a creer en su habilidad de predecir los eventos con posterioridad al conocimiento de sus resultados, derivando así, a una falsa confianza.

Una manifestación de la sobreconfianza es la sobrecomercialización, debido a la creencia de los inversores en su habilidad de ganar al mercado. En un estudio de Barber y Odean (2000) en el cual se recogieron los históricos de compra-venta de 60.000 inversores individuales, encontraron que los inversores que comercializaban más, obtenían peores resultados.

En un mercado en el cual existen costes de transacción, se espera que los inversores informados compren y vendan con el objetivo de incrementar sus retornos medios. Es decir, con un horizonte temporal óptimo, la rentabilidad de las operaciones realizadas será equivalente, como mínimo, a los costes de transacción. No obstante, la sobreconfianza puede llevar a los inversores a un volumen de compra-venta de activos superior al eficiente como se verá más adelante.

- En tercer lugar, el gestor de una SOCIMI deberá lidiar con el sentimiento del inversor que, según Gallimore, Gray y Hansz (2000), está presente de forma sistemática en todos los procesos de decisión en el mercado inmobiliario, mientras que en los mercados financieros también se encuentra presente aunque en menor medida. En este sentido, tal y como se ha mencionado, la teoría financiera clásica asume que los inversores son totalmente racionales; no obstante, cuando los comportamientos de las personas les llevan a tomar decisiones o mantener unas expectativas que no son justificadas con la información disponible nos encontramos ante los inversores irracionales que, debido al fenómeno del sentimiento inversor, realizan operaciones con precios erróneos en relación a las expectativas racionales de forma persistente y no aleatoria, es decir, sistemática (Shiller, 1989; Bradford, De long, Shleifer, Summers & Waldmann, 1990).
- En cuarto lugar, la teoría conductual demuestra que el género masculino confía más en sus juicios que el género femenino. Tanto hombres como mujeres exhiben confianza excesiva, pero los hombres son generalmente más confiados que las mujeres (Fox, Lundeberg & Puncochar, 1994).

Barber y Odean (2001) confirman que los hombres realizan un mayor número de operaciones de compra-venta (alrededor de un 45% más) y obtienen resultados inferiores a las mujeres (alrededor de un -0.94% menos).

- En quinto lugar, la existencia del efecto del agente / consultor en el sector inmobiliario también incide sobre la rentabilidad de una SOCIMI. La figura del agente o consultor afecta en gran medida a las decisiones del gestor debido a que es una fuente de información directa del mercado. Es por ello que un gestor de una SOCIMI deberá saber eliminar el impacto de la presentación de la información y utilizar la información real.

Todo lo anterior pone de manifiesto que las teorías conductuales proporcionarían una herramienta de gestión para lidiar con el sentimiento irracional de los inversores con el objetivo de mejorar el comportamiento de la cotización de las SOCIMI en el mercado.

5. Conclusiones

A modo de conclusión, las SOCIMI son un vehículo de inversión indirecta en el mercado inmobiliario situado a medio camino entre los productos financieros y los activos inmobiliarios. Las SOCIMI fueron reguladas en España en octubre de 2009 y se diferencian respecto a otros instrumentos de inversión inmobiliaria existentes por tratarse de sociedades cotizadas. No obstante, debido al contexto económico de los últimos años no ha sido constituida ninguna sociedad bajo este régimen. La aparición de estas sociedades constituye una nueva alternativa para inversores y un nuevo régimen jurídico para las sociedades inmobiliarias existente en otros países.

Desde el punto de vista del inversor, se prevé que las SOCIMI sean un vehículo de inversión competitivo en términos de rentabilidad y riesgo contribuyendo a la optimización de la frontera eficiente de una cartera de inversión. Las SOCIMI se situarían en un punto intermedio entre la renta fija (con la cual se asemeja por la distribución de dividendos, equiparable a los cupones de la deuda) y la renta variable (con la que se asemeja en las ganancias de capital obtenidas por la fluctuación de su cotización). Por ello, los inversores deberán tener en cuenta que la rentabilidad de una SOCIMI no sólo se verá afectada por el ciclo inmobiliario, sino también por la evolución de los mercados financieros resultando en que la volatilidad de las SOCIMI será significativamente mayor que la de sus activos subyacentes.

Así mismo, se espera que las SOCIMI cuenten con una correlación moderada respecto a otros activos financieros, convirtiéndose en un activo capaz de mejorar la frontera eficiente de una cartera de inversión. Adicionalmente, se ha identificado que su correlación con otros activos no es constante en el tiempo y, por ello, será necesaria la aplicación de estrategias de gestión activa para identificar los momentos óptimos para su inversión y desinversión. En el análisis de inversión de una SOCIMI será recomendable analizar los inmuebles que la sociedad dispone en cartera teniendo en cuenta que la correlación entre inmuebles de distintas categorías es mayor que la correlación entre regiones (siempre que se trate de

economías diferenciadas); de este modo, la diversificación geográfica será más efectiva para reducir el riesgo de una cartera.

Por otro lado, los inversores exigirán rentabilidades superiores a las SOCIMI respecto a otros activos con niveles similares de riesgo, lo cual no se ajusta a las teorías de las finanzas modernas. Este hecho se debe a que los inversores perciben otros riesgos no recogidos por la variable volatilidad, por tanto, ésta será una variable necesaria pero no suficiente para la toma de decisiones de inversión en las SOCIMI. En esta línea, se prevé que la inclusión de las SOCIMI en una cartera tenga menor impacto en la diversificación debido a que la función de distribución de los retornos inmobiliarios no se ajusta a una ley normal debido a las ineficiencias del mercado inmobiliario (ineficiencia informacional, racional y operacional). En consecuencia, la inversión en el sector inmobiliario no deberá analizarse únicamente a través de los modelos tradicionales sino también con la ayuda de los modelos basados en la economía conductual cuyas hipótesis tienen en consideración las singularidades del mercado inmobiliario.

Desde el punto de vista de una organización interesada en la constitución de una SOCIMI, existen múltiples variables que deberán considerarse previamente. Un indicador clave a tener en cuenta es la relación entre precio y NAV (*Net Asset Value*), medida de descuento de la cotización respecto el valor de los activos subyacentes, la cual prevé que se sitúe a niveles similares de países con descuentos históricamente significativos como son Alemania e Italia con valores entre el 30% y el 45%. Se han identificado numerosos factores que influyen en el descuento de una SOCIMI los cuales se pueden segmentar en factores racionales (e.g. endeudamiento, riesgo compañía, tamaño SOCIMI) y factores irracionales (e.g. sentimiento inversor, eficiencia informacional, la gestión activa). No obstante, los gestores podrán aplicar estrategias para reducir el descuento del precio sobre el NAV tales como la segmentación de los activos subyacentes que proporcionen mayor transparencia sobre la estrategia de inversión del vehículo, incentivación del gobierno corporativo mediante resultados históricos equiparables o mejores al mercado, cotizar en índices de referencia en el mercado resultando en una mejora de la liquidez, la gestión activa de los inmuebles. En este sentido, las teorías conductuales proporcionarían una herramienta de gestión para lidiar con el sentimiento irracional de los inversores con el objetivo de mejorar el comportamiento de la cotización de la SOCIMI en el mercado.

Finalmente, mediante la constitución de una SOCIMI los gestores de una sociedad inmobiliaria tendrán una mayor facilidad de acceso a la financiación a través de los

mercados de capital y deuda respecto a las compañías inmobiliarias tradicionales lo que representa una ventaja competitiva.

Referencias

- ADAMS, A.; VENMORE-ROWLAND, P. (1989). Property share valuation. *Journal of Property Valuation*, 8(2): 127-142. <http://dx.doi.org/10.1108/EJM0000000003279>
- ANDERSON, R.; BATES, T.; BIZJAK, J.; LEMMON, M. L. (2000). Corporate governance and firm diversification. *Financial Management*, 29: 5-22. <http://dx.doi.org/10.2307/3666358>
- ANDERSON, R.; LIANG, Y. (2001). Point of view mature and yet imperfect: Real estate capital market arbitrage. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(3): 281-288.
- BAILEY, W.; LIM, J. (1992). Evaluating the diversification benefits of new country funds. *Journal of Portfolio Management*, 18: 74-80. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1992.409405>
- BARBER, B.M.; ODEAN, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance*, 55: 773-806. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00226>
- BARBER, B.M.; ODEAN, T. (2001). Boys will be boys: Gender overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, 116: 261-292. <http://dx.doi.org/10.1162/003355301556400>
- BARBERIS, N.; SHLEIFER, A.; WURGLER, J. (2003). Comovement. Harvard Institute of Economic Research Paper, 1953. Disponible online en: http://www.economics.harvard.edu/app/webroot/files/faculty/56_sap26c.pdf
- BARKHAM, R.J.; WARD, C.W.R. (1999). Investor sentiment and noise traders: Discount to net asset value in listed property companies in the U.K. *Journal of Real Estate Research*, 18(2): 291-312.
- BENVENISTE, L.; CAPOZZA, D.R.; SEGUIN, P.J. (2001). The Value of liquidity. *Real Estate Economics*, 29: 633-660. <http://dx.doi.org/10.1111/1080-8620.00026>
- BIASIN, M.; GRAZIA QUARANTA, A. (2010). Effects of regulatory and market constraints on the capital structure and share value of REITs: Evidence from the Italian market. *International Real Estate Review*, 13(3): 282-322.

- BLACK, R.T.; BROWN, M.G.; DIAZ III, J.; GIBLER, K.M.; GRISSOM, T.V. (2003). Behavioral research in real estate, a search for the boundaries. *Journal of Real Estate Practice and Education*, 6(1): 85-112.
- BOND, S.; SHILLING, J.D. (2004). An evaluation of property company discounts in Europe. *European Public Real Estate Association Research Paper*, June, 1: 22.
- BRADFORD, J.; DE LONG; SHLEIFER, A.; SUMMERS L.H.; WALDMANN, R.J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, 98(4): 703-738. <http://dx.doi.org/10.1086/261703>
- BROUNEN, D.; TER LAAK, M. (2005). Understanding the discount: Evidence from European property shares. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 11(3): 241-251.
- BROWN, G.R.; MATYSIAK, G.A. (2000). *Real estate investment: A capital market approach*. Pearson Education.
- BRUEGGEMAN, W.B.; FISHER, J.D. (2001). *Real estate finance and investments*. McGraw-Hill/Irwin.
- BURNS, W.L.; EPLEY, D.R. (1982). The Performance of REITs + Stocks. *Journal of Portfolio Management*, 8: 37-42. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1982.408866>
- CAPOZZA, D.R.; LEE, S. (1996). Portfolio characteristics and net asset values in REITs. *Canadian Journal of Economics*, 29(1): 520-526. <http://dx.doi.org/10.2307/136100>
- CHANDRASHEKARAN, V. (1999). Time-series properties and diversification benefits of REIT returns. *Journal of Real Estate Research*, 17(1): 91-112.
- CHARLS, P.; HUGHES, F.; DESPINS, M. (2010). The Global listed real estate market. European Public Real Estate Association (EPRA). Artículo disponible online en: http://www.epra.com/media/2010Sept_EPRA-NAREIT.pdf
- CHAUDHRY, M. K.; MAHESHWARI, S.; Webb, J. R. (2004). REITs and idiosyncratic risk. *Journal of Real Estate Research*, 26(2): 207-222.
- CHONG, J.; KRYSTALOGIANNI, A.; STEVENSON, S. (2011). Dynamic correlations across REIT sub-sectors; *Working Papers in Real Estate and Planning*, Henley University of Reading.

- CLAYTON, J.; MACKINNON, G. (2001). The time-varying nature of the link between REIT, real estate and financial asset returns. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(1): 43-54.
- CLAYTON, J.; MACKINNON, G. (2003). The relative importance of stock, bond and real estate factors in explaining REIT returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 27(1): 39-60. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1023607412927>
- CLIFFORD CHANCE (2010). Las SOCIMI en el mercado inmobiliario español. *Seminario Clifford Chance Barcelona*.
- DANIEL, K.; HIRSHLEIFER, D.; SUBRAHMANYAM, A. (1998). Investor psychology and security market under – and overreactions. *The Journal of Finance*, 3(6).
- DELOITTE (2011). Commercial real estate outlook: Top five issues 2011. Sustaining the recovery momentum, artículo disponible online en: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedStates/Local%20Assets/Documents/FSI/us_fsi_CREO_Top%20Five%20Issues%20in%202011_072611.pdf
- DIJKMAN, M.; SCHILLER, A. (2005). *European Real Estate Yearbook*. Real Estate Publishers BV.
- DIMSON, E.; MINIO-PALUELLO, C. (2002). *The closed-end fund discount*. The Research Foundation of AIMR.
- DOWNS, A. (2006). *The Dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective*. Urban Land Institute. Prólogo del libro de Bowen H. Buzz McCoy.
- ECO, U. (1977). *Como si fa una tesi di laurea*. Tascabili Bompiani.
- EICHHOLTZ, P.M.A. (1997). How to invest internationally region and property type on a global scale. *Real Estate Finance*, 14: 51-56. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1007715917198>
- EPRA (European Public Real Estate Association) (2004). *Global REIT Survey. A comparison of the major REIT regimes in the world*. EPRA.
- EPRA (European Public Real Estate Association) (2011). *Monthly Market Review*.
- ERNST & YOUNG (2010). Global real estate investment trust report, Against all odds, artículo disponible online en: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-REIT-report-2010-Against-all-odds/\\$FILE/Global_REIT_report_2010_Against_all_odds.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-REIT-report-2010-Against-all-odds/$FILE/Global_REIT_report_2010_Against_all_odds.pdf)

- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1): 3-56. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- FARRAGHER, E.J.; KLEINMAN, R.T. (1996). A re-examination of real estate investment decision practices. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1): 31-39.
- FENG, S.; GHOSH, C.; SIRMANS, S.F. (2005). On the capital structure of Real Estate Investment Trusts (REITs). *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34(1): 81-105. <http://dx.doi.org/10.1007/s11146-007-9005-2>
- FOX, P.W.; LUNDEBERG, M.A.; PUNCOHAR, J. (1994). Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. *Journal of Educational Psychology*, LXXXVI, 114-121.
- FRANCIS, J.C.; IBBOTSON, R.G. (2009). Contrasting real estate with comparable investments, 1978 to 2008. *The Journal of Portfolio Management*, 36(1): 141-155. <http://dx.doi.org/10.3905/JPM.2009.36.1.141>
- FROOT, K.A.; DABORA, E.M. (1999). How are stock prices affected by the location of trade?. *Journal of Financial Economics*, 53(2): 189-216. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00020-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00020-3)
- GALLIMORE, P.; GRAY, A.; HANSZ, J.A. (2000). Sentiment in property investment decisions: A behavioral perspective. *Pacific RIM Real Estate Society Sixth Annual Conference*.
- GARCÍA GARNICA, M.C.; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, R. (2010). *Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario*. Editorial Aranzadi.
- GELTNER, D. (1991). Smoothing in appraisal-based returns. *Journal of Real Estate Economics and Finance*, 4: 327-345. <http://dx.doi.org/10.1007/BF00161933>
- GENTRY, W.M.; MAYER, C.J. (2003). *The effects of share prices relative to fundamental value on stock issuances and repurchases*.
- GEORGIEV, G. (2002). The Benefits of Real Estate Investment. *CISDM Working Paper*, University of Massachusetts.
- GHOSH, C.; MILES, M.; SIRMANS, S.F. (1996). Are REITs stocks?. *Real Estate Finance*, 13(3): 46-53.

- GLASCOCK, J.L.; LU, C.; SO, R.W. (2002). REIT returns and inflation: Perverse or reverse causality effects?. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24(3): 301-317. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1015221515787>
- GLASCOCK, J.L.; LYNNE, J.K. (2007). The relative effect of property type and country factors in risk reduction for internationally diversified real estate portfolios. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34(3). <http://dx.doi.org/10.1007/s11146-007-9014-1>
- GRANTHAM, J. (2008). Artículo publicado en el *Financial Week*.
- HARDIN, W.; HILL, M. (2011). Credit line availability and utilization in REITs. *Journal of Real Estate Research*, 33(4): 507-530.
- HARTZELL, J.C.; LIU, C.H.; KALLBERG, J.G. (2008). The role of corporate governance in initial public offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts. *Journal of Law and Economics*, 51(3): 539-562. <http://dx.doi.org/10.1086/589701>
- HUGHES, F.; LEWIS, G. (2009). Global markets – evolution and future developments. *REESA*.
- INVESTMENT PROPERTY DATABANK (IPD) (2011). The IPD Solvency II Review. Informing a new regulatory framework for real estate, artículo disponible online en: <http://xurl.es/k19n8>
- KAHNEMAN, D.; SLOVIC, P.; TVERSKY, A. (1982). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. Cambridge University Press.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. (2000). *Choices, Values and Frames*. Cambridge University Press.
- KALLBERG, J.; LIU, C.H.; SRINIVASAN, A. (1998). Evaluating stock price volatility: The case of REITs. *Stern School of Business in its series New York University, Leonard N. Stern School Finance Department Working Paper Series with number 99-081*.
- KPMG (2010). Taxation of Real Estate Investment Trusts, artículo disponible online en: <http://xurl.es/l164e>

- LEE, C.M.C.; SHLEIFER, A.; THALER, R. (1991). Investor sentiment and the closed-end-fund puzzle. *Journal of Finance*, 46: 75-109. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03746.x>
- LEE, S. (2001). The relative importance of property type and regional factors in real estate returns. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 7(2): 159-167.
- LIOW, K.H.; HO, K.H.D. (2009). Correlation and volatility in international real estate securities. *Journal of Real Estate Finance*, 39(2): 202-223. <http://dx.doi.org/10.1007/s11146-008-9108-4>
- LYNCH, A.W.; MENDENHALL, R.R. (1997). New evidence on stock price effects associated with changes in the S&P 500 Index. *Journal of Business*, 70(3): 351-383, artículo disponible online en: <http://pages.stern.nyu.edu/~alynch/pdfs/jb97lm.pdf>
- MALKIEL, B.G. (1977). The valuation of closed-end investment company shares. *Journal of Finance*, 32: 847-859. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01993.x>
- MALKIEL, B.G. (1995). Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991. *Journal of Finance*, 50(2): 549-572. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04795.x>
- MARTÍNEZ LAGUNA, E. (CB RICHARD ELLIS) (2010). Las SOCIMI en el mercado inmobiliario español. *Seminario Clifford Chance Barcelona*.
- MCCOY, B.H. (2006). *The Dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective*. Urban Land Institute.
- MCCOY, B.H.B. (2006). *The Dynamics of real estate capital markets. A practitioner's perspective*. Urban Land Institute.
- MONTIER, J. (2003). *Behavioural finance, insights into irrational minds and market*. Wiley.
- MULL, S.R.; SOENEN, L.A. (1997). U.S. REITs as an asset class in international investment portfolios. *Financial Analyst Journal*, 53(2): 55-61. <http://dx.doi.org/10.2469/faj.v53.n2.2072>
- NAREIT (2010). *Investing for Dividends and Diversification*.
- ODEAN, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses?. *Journal of Finance*, 53: 1775-1779. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00072>

- OGEA, R. (2008). *Spanish REITs to be launched*. Baker & Mckenzie.
- OOI, J.T.L.; NEWELL, G.; SING, T.F. (2006). The growth of REIT markets in Asia. *Journal of Real Estate Literature*, 14(2): 203-222.
- OOI, J.T.L.; WANG, J.; WEBB, J.R. (2009). Idiosyncratic risk and REIT returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38: 420-442. <http://dx.doi.org/10.1007/s11146-007-9091-1>
- OOI, J.T.L.; WEBB, J.R.; ZHOU, D. (2007). Extrapolation theory and the pricing of REIT Stocks. *Journal of Real Estate Research*, 29(1): 27-56.
- ORTIZ MADRIGAL, G. (2006). *Análisis de la industria de los fondos inmobiliarios*.
- QUAN, D.C.; QUIGLEY, J.M. (1991). Price formation and the appraisal function in real estate markets. *Journal of Real Estate and Economics*, 4: 127-146. Artículo disponible online en: <http://urbanpolicy.berkeley.edu/pdf/QOPubJREFE91.pdf>
- ROYSTON, P.J. (2004). A Post-autistic approach to the study of real estate investment decision making. 10th Pacific Rim Real Estate Society (PRRES) Conference, Bangkok, Thailand.
- RREEF RESEARCH (2010). Global real estate securities: The outlook for 2010 and beyond, artículo disponible online en: <http://www.irei.com/uploads/marketresearch/154/marketResearchFile/GlobalRESecurities2010Outlook.pdf>
- SABAL, J. (2008). *Finance in real estate*. ESADE, Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas.
- SCHONINGER, RICHARD (1995). Hey investor! Are REITs stock or real estate?, artículo disponible online en: http://nreionline.com/mag/real_estate_hey_investor_reits/
- SHEFRIN, H. (2000). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
- SHILLER, R.J. (1989). *Market volatility*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- SUÁREZ, J. L.; VASSALLO, A. (2005). *Inversión indirecta en el sector inmobiliario Europeo: Compañías cotizadas y fondos*. IESE Business School, D.I. 602.
- SUÁREZ, J.L. (2006). *European real estate investment and finance*.

TAYLOR, N. (2000). *Making actuaries less human: Lessons from behavioural finance*. The Staple Inn Actuarial Society.

THALER, R.H. (1993). *Advances in behavioural finance, vol. II*. Princeton University Press.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185, 4157. <http://dx.doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>

YOUNG, J.; LEE, S.; DEVANEY, S. (2006). Non-normal real estate return distributions by property type in the UK. *Journal of Property Research*, 23(2): 109-133. <http://dx.doi.org/10.1080/09599910600800302>

ZHILIANG, L.; HANS, L. (2008). An analysis of key points for REITs development strategy. *KTH Architecture and the Built Environment, Master of Science Thesis*, 422.

Intangible Capital, 2012 (www.intangiblecapital.org)



El artículo está con Reconocimiento-NoComercial 3.0 de Creative Commons. Puede copiarlo, distribuirlo y comunicarlo públicamente siempre que cite a su autor y a Intangible Capital. No lo utilice para fines comerciales. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/es/>