

# Las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y el mercado inmobiliario español

Clara Ruiz Castañer

José Luis Monedero Arandilla \*

## I. La inversión colectiva en inmuebles

Los fondos de inversión inmobiliarios (FII) y las sociedades de inversión inmobiliaria (caracterizadas éstas por cotizar en bolsa y tener accionistas en vez de partícipes), responden a la fórmula general de la inversión colectiva: una sociedad gestora, otra que actúa como depositaria, un promotor que aporta una cantidad inicial y unos partícipes o accionistas que invierten en el fondo o sociedad. Refiriéndonos a los fondos, con las aportaciones que recibe adquiere activos, en este caso inmobiliarios, y con la rentabilidad por alquileres y eventual venta de los mismos, proporciona plusvalías (o, en su caso, pérdidas) a los partícipes cuando reembolsan sus participaciones. La diferencia principal de los fondos inmobiliarios respecto a los que invierten en activos del mercado de valores (depósitos, bonos, acciones, por ejemplo) es la iliquidez del activo inmobiliario y la dificultad de valoración del mismo. Son pues, por su naturaleza, fondos para invertir a plazos relativamente largos o, por lo menos, dedicar a ellos una parte del patrimonio que no se necesita hacer líquido.

Las circunstancias actuales del mercado inmobiliario han provocado problemas con los FII, derivados principalmente de las dos características mencionadas, pues los partícipes han querido reembolsar precisamente cuando menos líquido era el mercado; y las valoraciones de los activos, aunque se realizan periódicamente, han ido recogiendo el deterioro del mercado inmobiliario, reflejado contablemente en las valoraciones de las participaciones, y provocando temor en buen número de partícipes que no habían asumido el carácter de largo plazo de la inversión.

Con datos de la CNMV a septiembre de 2009, hay en España solo ocho fondos de inversión inmobiliaria, que gestionan un patrimonio de seis mil seiscientos setenta y cinco millones de euros, y cuentan con noventa y cuatro mil partícipes. En septiembre de 2009, con respecto a septiembre de 2008, estos fondos habían disminuido su patrimonio en mil cuatrocientos setenta millones de euros y cuarenta y un mil partícipes. Esto es una muestra de los problemas que hoy se plantean en relación con los inmuebles, y una buena reflexión sobre el tratamiento fiscal y la flexibilidad que deben tener las nuevas SOCIMI.

Aunque no se trata de una figura de inversión colectiva, es interesante la experiencia de entidades financieras que se asocian para agrupar activos inmobiliarios que tienen en sus balances y que no están afectos a su actividad, tratando de evitar la repercusión de la depreciación de esos activos. Las cajas de ahorros crean una sociedad a la que aportan activos inmobiliarios como suelo, viviendas sin terminar y terminadas que figuran en sus balances. Dicha sociedad administra y gestiona esos activos, emitiendo acciones que reciben las cajas que participan en la operación. Como ninguna entidad posee una participación mayoritaria en la sociedad o vehículo común y no consolida contablemente, no está obligada a efectuar dotaciones contra su cuenta de resultados por depreciación. Tienen, además, la ventaja del menor consumo de capital que representan las participaciones minoritarias en una sociedad en relación al activo del que se posee el cien por cien. Sin embargo, la figura aunque interesante no prospera en la práctica, pues hay cierto conflicto entre los inmuebles que se aportan para la gestión colectiva y los que se reservan las entidades para su gestión propia.

Queda por definir el problema de la valoración con la que los activos se incorporan al vehículo, que inicialmente

\* F&J Martín abogados.

no debería diferir mucho del que tienen reflejado las entidades en sus cuentas, y la gestión y evolución futura de la sociedad, pues su resultado habrá de reflejarse en los balances de las cajas accionistas según la participación de cada una.

Las formas colectivas muestran las ventajas de no valorar continuamente a precios de mercado, evitan la volatilidad en el balance, dan una tregua para la recuperación de los mercados y tiempo para evitar ventas forzadas de inmuebles con el consiguiente desplome general de precios. Además, la gestión de las carteras de inmuebles puede hacerse de una forma más eficaz, tanto en lo que se refiere a arrendamientos como a la oportunidad de ir vendiendo activos cuando se tiene una cartera amplia y diversificada.

La lógica de la inversión que hay detrás de la figura de las SOCIMI se aproxima más a la de la financiación mediante emisiones de acciones que a la deuda, entendida como préstamo o emisión de bonos. Uno de los aspectos más controvertidos en la crisis actual es la falta de capital para desarrollos empresariales y las soluciones se quiere que vengan por mayor aportación de capital. Para un promotor era razonable recurrir al endeudamiento porque por la deuda o el préstamo, que tienen como subyacente suelo o un inmueble, se pagaba un interés menor que la suma del dividendo y la revalorización que exigía un accionista. Además, los intereses son fiscalmente deducibles. Sin embargo, en los momentos actuales el recurso al endeudamiento se hace más difícil y hay una exigencia generalizada de mayor capitalización, tanto de sociedades como de vehículos de inversión.

Las SOCIMI invierten en inmuebles en alquiler, dan dividendos y no intereses y principal, como sería el caso de la deuda. En las circunstancias actuales, las emisiones de deuda privada son, en general, bien acogidas por el mercado sin tener que pagar elevados intereses relativos; pero el mercado inmobiliario no recupera fácilmente su financiación, por lo que la figura accionarial es una alternativa válida. En la subida de las acciones de inmobiliarias cotizadas desde marzo a septiembre de 2009 se ha podido comprobar que es así, por lo que debería hacerse hincapié en esta característica de las SOCIMI, permitiendo que funcionen como auténticas inversiones en inmuebles, y teniendo en cuenta las características y necesidades de nuestro mercado.

La evolución relativa de los alquileres respecto a la rentabilidad de los bonos privados y el efecto del índice de precios que les corresponde, es otra variable a considerar en este contexto. Si se quiere responder a los problemas que tiene el sector, hay que ser imaginativos en las formas

de financiación y explorar posibles fórmulas financieras y de gestión.

Estas ideas evolucionan continuamente. Por ejemplo, el fondo Market Shield Capital<sup>1</sup> aprovecha la figura de los Real Estate Investment Trust (en adelante REIT), y proponen adquirir inmuebles en alquiler, dejando la gestión a los propietarios actuales; hay un reparto de las rentas obtenidas entre los gestores y el fondo, de manera que aquellos tienen un incentivo para obtener mayores rentas. El proceso se afina para seguir un índice de precios locales como referencia de la gestión y para determinar el reparto correspondiente, así como el de los beneficios derivados, en su caso, de la venta del inmueble. La figura de las SOCIMI abre la puerta a una gestión muy activa en el mercado inmobiliario al ser un instrumento de tenencia de patrimonios inmobiliarios en alquiler.

En concreto, las dos características principales de esta idea son: una, la posibilidad de financiar a propietarios de inmuebles de una forma diferente a la emisión de deuda o mediante crédito. Otra, la vinculación de la gestión y la rentabilidad con mercados locales, y una cierta forma de arbitraje de los resultados de la gestión con la rentabilidad que obtienen el fondo y los inversores.

## II. Características generales de las SOCIMI

Tras las muchas modificaciones a las que se han visto sometidas, las características fundamentales de estas sociedades, tal y como aparecen en la Ley 11/2009 de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, son las siguientes:

- Se trata de sociedades anónimas cotizadas en mercados regulados y por lo tanto, se regirán por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre y por la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, sin perjuicio de lo dispuesto en la norma que contiene su regulación específica. Deberán contar con un capital social mínimo de 15 millones de euros.
- Su objeto social lo constituyen la promoción o adquisición de inmuebles para su alquiler o venta (viviendas, residencias, locales, garajes, hoteles, oficinas, ...), entendiendo que la actividad de promoción in-

<sup>1</sup> Disponible en Internet.

cluye la rehabilitación, así como la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o entidades sometidas a un régimen similar en cuanto al objeto y la distribución de beneficios. También se encuentra dentro de su objeto social la tenencia de acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva inmobiliaria.

Podrán desarrollar otras actividades accesorias siempre que las rentas procedentes de las mismas no superen el 20 por ciento de las obtenidas en un período impositivo.

- La Ley establece unos requisitos de inversión en función de los cuales un mínimo del 80 por 100 del valor del patrimonio de la sociedad debe estar invertido en activos inmobiliarios dedicados al arrendamiento y adquiridos en plena propiedad, en terrenos para promover inmuebles que vayan a destinarse a esa finalidad en los tres años siguientes, o en acciones o participaciones de las entidades a las que nos referíamos en el apartado anterior.

Existen, además, unos requisitos de permanencia de estas inversiones para evitar movimientos especulativos, ya que los inmuebles deberán permanecer arrendados un mínimo de tres años, que se amplía a siete en el caso de inmuebles promovidos por la propia sociedad.

- En cuanto a la distribución de resultados, deberán distribuir anualmente a sus accionistas como mínimo el 90 por 100, de los beneficios procedentes de arrendamientos y de actividades accesorias y el 50 por 100, al menos, de los procedentes de la transmisión de inmuebles y participaciones, debiéndose reinvertir el resto de los beneficios en otros inmuebles o participaciones. Por último, deberán distribuirse el 100 por 100 de los beneficios procedentes de dividendos o participaciones en beneficios de entidades en las que pueden invertir de acuerdo con su objeto social.
- Pueden endeudarse hasta un 70 por 100 del valor contable de sus propiedades o activos.
- En cuanto a la fiscalidad, las SOCIMI podrán optar por aplicar un régimen fiscal especial en el Impuesto sobre Sociedades, cuyas principales características son:
  - Exención del 20 por 100 en las rentas procedentes del arrendamiento de viviendas, siempre que más del 50 por 100 del activo de la sociedad esté invertido en viviendas.

- Aplicación de un tipo de gravamen reducido del 18 por 100 en el Impuesto sobre Sociedades.
- El devengo del impuesto se producirá el día en que la junta general de accionistas acuerde la distribución de los beneficios
- Los dividendos distribuidos por las SOCIMI no estarán sometidos a retención o ingreso a cuenta.
- Los dividendos que perciban los accionistas sujetos pasivos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas estarán exentos de tributación.
- Cuando el perceptor sea una persona jurídica o un no residente, los dividendos se integrarán en sus bases imponibles, deduciéndose en cuota el 18 por 100.
- Por último, señalaremos que en caso de renuncia o pérdida del derecho a aplicar el régimen fiscal especial, éste no se podrá volver a solicitar hasta que transcurran al menos cinco años.
- Además en la Ley 11/2009 se modifica el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, para incluir la exención en la modalidad de operaciones societarias, las de constitución y aumento de capital de las SOCIMI, así como la bonificación del 95 por 100 de la cuota de este impuesto por la adquisición de viviendas destinadas al arrendamiento y de terrenos para la promoción de viviendas destinadas al arrendamiento.
- Es especialmente significativo el rigor que se quiere introducir en la valoración de los inmuebles que se aportan, de manera que la valoración de las aportaciones no dinerarias han de hacerlas sociedades de tasación, cumpliendo con el art. 38 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

### III. Su papel en la crisis actual

Estas sociedades pueden tener hoy un papel importante, ya que el mercado inmobiliario en España necesita, más que nunca, liquidez y financiación para evitar el hundimiento de los precios y el estancamiento de esta actividad productiva. Asimismo, el deterioro de la valoración de los activos inmobiliarios en los balances de las entidades financieras disminuye su capacidad de endeudamiento y de prestar, para un capital dado y unos requisitos obligato-

rios de cumplimiento respecto al mismo. En el caso de las SOCIMI, la particularidad de no tener que ajustar continuamente el valor patrimonial de los activos evita una de las mayores dificultades con las que se encuentra el sector inmobiliario.

Los principales beneficiarios de la norma son los bancos y cajas de ahorros que cumplen los requisitos que exigen estas figuras. Más difícil resulta para las inmobiliarias, que tienen un elevado porcentaje de activos en forma de suelo, que no se beneficia de los criterios de valoración de las SOCIMI. En cuanto a los inversores, estas estructuras tienen, en general, la finalidad, desde su inicio en otros países donde se conocían como “Real Estate Investment Trust” (REIT) o fondo o sociedad de inversión inmobiliaria, de ser una forma diversificada de acceder al mercado inmobiliario, evitando el riesgo de concentración en un inmueble, en una zona específica, o en una clase de activos (vivienda, locales comerciales, oficinas). La eficiencia derivada de la gestión de un patrimonio de tamaño considerable permite también reducir la falta de ocupación de los inmuebles. En suma, tal como ha venido mostrando la experiencia en otros países, los REIT, entre otros aspectos positivos, vinculan la promoción y la propiedad, diversifican la cartera de inmuebles, proporcionan flexibilidad en las transacciones, favorecen la inversión en vivienda a largo plazo con una financiación adecuada, y dan acceso a la misma a inversores institucionales y también a pequeños inversores.

Si ya era interesante la consideración de figuras de inversión inmobiliaria, ahora se convierte en una necesidad imperiosa; de aquí la importancia de una fiscalidad favorable para que esta figura sea útil. Además, debe eliminarse el riesgo de regulación, de manera que ese tratamiento fiscal favorable se extienda por un periodo largo de tiempo; la crisis será duradera, pero no debe plantearse que el tratamiento fiscal se supedite a una situación de crisis, pues es razonable que se busque una financiación estable y diversificada para el sector inmobiliario, independientemente de la coyuntura en que nos movamos.

Las SOCIMI aparecen en un momento en que existe, en general, una mala experiencia de valoración de los activos inmobiliarios en mercados fundamentalmente ilíquidos. Además, la situación del sector inmobiliario, especialmente difícil y con graves repercusiones sobre el resto de la economía, requería el apoyo de un instrumento de inversión ágil y eficaz. Por el contrario, la permanencia de una situación de bajos tipos de interés y reducida rentabilidad de los activos financieros, junto con la caída en el precio de los activos inmobiliarios, vuelve a hacer interesante la rentabilidad de los inmuebles.

#### IV. Valoración contable de activos inmobiliarios

Aunque, como decimos, las SOCIMI no tienen que ajustar continuamente el valor patrimonial de sus activos, el problema de la valoración es común a todo el sistema inmobiliario español cuando se trata de aplicar precios de un mercado que no funciona como tal, al no haber suficientes oferentes y demandantes. Las cuestiones que identificamos en relación a este problema son:

- A la facilidad que da ahora el Banco de España a las entidades financieras sobre provisiones con colateral de garantía hipotecaria, también exige revisar las valoraciones de inmuebles que les sirven como garantía. Concretamente, se refiere a una adecuada actualización de las tasaciones, de manera que la relación entre el valor de la garantía y el saldo pendiente de las operaciones sea realista y no genere una imagen distorsionada de la cobertura que la garantía proporciona.
- Indudablemente, estamos en un momento de reconsideración de las metodologías de valoración. Actualmente, los modelos aceptados por el Banco de España recogen la probabilidad de que los valores de tasación sufran solo caídas inferiores al 10 por 100 respecto al precio del año anterior. Para algunas provincias muestran incluso crecimientos positivos en los precios para 2010. Aunque estos son datos medios, las predicciones responden a la tendencia de la serie, sin que los datos negativos incorporados sean suficientes para corregirlos. Pero es que, además, estos datos se corresponden con los precios medios agregados que da la patronal ATASA, y que se recogen en la información sobre precios del Ministerio de la Vivienda.

Esto es propio de una situación donde no se cruzan suficientes operaciones en el mercado y donde los precios, principalmente de oferta, responden más a lo que estadísticamente se conoce como ruido, que a condiciones de información suficientes

- Las inmobiliarias que cotizan en bolsa discuten algunos criterios de valoración, ya que la normativa contable da lugar a interpretaciones. Dos cuestiones sobre las que se debate son:
  - Utilizar criterios de valor de uso en vez de valor de mercado; esto es, comparar un inmueble con otro similar en alquiler y asignarle un valor por un método de descuento.

- Considerar en inmuebles no terminados el método contable del coste. En este caso se pide incluir la parte proporcional de los beneficios de actividad correspondientes como un coste de producción, lo cual hace que el valor contable sea mayor. Luego, se realizará o no, pero temporalmente evita agravar el deterioro del balance.
- La opinión más extendida es la necesidad de mejorar la normativa de valoración de inmuebles, en el sentido de que sean más estables en el tiempo. Para ello, la metodología más avanzada es la que integra modelos macroeconómicos de medias móviles, escenarios de comportamiento, y las propias carteras, dentro de lo que se conoce como RDF (“Risk Dynamics into the Future”)<sup>2</sup>, que de ser una herramienta para la gestión de riesgo se amplía a valoración y gestión de activos inmobiliarios. Esta metodología cobra una nueva dimensión con la desagregación de los modelos macroeconómicos y de escenarios, a ámbitos locales, aprovechando la información catastral, censal, y geoestadística más reciente.
- En definitiva, hay un movimiento hacia la interpretación del valor razonable contable como un valor estable, en lugar del precio puntual. Las tasadoras trabajan también con conceptos como el precio de venta forzada o precio de liquidación inmediata, intentando establecer un precio para el que la oferta encuentre demanda, sin entrar en procesos de tanteo que perjudican al oferente.

Como vemos hay una tendencia valorativa, que tiene lecturas de corto y medio plazo. En el corto se debaten cuestiones concretas de valoración; para el medio plazo se trata de consensuar una metodología que de más estabilidad a las valoraciones. Las SOCIMI nacen en un momento especialmente difícil del mercado inmobiliario y la valoración es una cuestión vital que debería tenerse en cuenta también para esta figura de inversión inmobiliaria<sup>3</sup>.

## V. El caso de las inmobiliarias y dificultades para constituir SOCIMI. Aspectos de su internacionalización

Las dificultades ante las que se encuentran las sociedades de promoción inmobiliaria para hacer uso de esta figura son:

<sup>2</sup> Disponible en Internet.

<sup>3</sup> Ver la intervención del vicepresidente de la CNMV con motivo del IV congreso de ATASA, Madrid 4 y 6 de noviembre 2009, disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

- El peso de la actividad promotora es elevado, frente a la gestión de inmuebles terminados.
- Además, exceden en general el 70 por 100 de endeudamiento.
- Para reducir deuda tendrían que vender los únicos activos que tienen algún mercado: los inmuebles en alquiler.
- Lo anterior aumentaría aún más el peso de la actividad puramente promotora.

Aunque se da un plazo de dos años para cumplir los requisitos exigidos para la aplicación del régimen fiscal especial de las SOCIMI, tal vez las inmobiliarias necesitarían más tiempo para ir adecuando su balance a estos requisitos (entre cinco y diez años), de modo que pudieran obtener liquidez y aprovechar las ventajas de financiación y fiscales de estas estructuras.

Es factible que, por ejemplo, grupos hoteleros pongan en una SOCIMI inmuebles en arrendamiento, emitan acciones para colocar en el mercado, obteniendo así financiación y evitando amortizaciones técnicas, percibiendo la SOCIMI los ingresos por arrendamiento.

En suma, la estructura actual de las sociedades inmobiliarias españolas hace que sea difícil adoptar la figura de las SOCIMI, por lo que dado el coste que la situación de estas empresas tiene para el sistema económico (en desempleo, efecto arrastre sobre otros sectores, deterioro de los activos de las entidades financieras) podría considerarse un periodo mayor para adaptarse a los requisitos de la norma. Como siempre ocurre en economía, el tiempo es la variable fundamental, y dar tiempo contribuiría sin duda a solucionar muchos problemas.

El mercado inmobiliario español siempre ha estado vinculado a la inversión extranjera, por lo que parece razonable pensar que cuando mejoren las circunstancias actuales habrá una nueva demanda de inmuebles y de títulos con subyacente inmobiliario. El tratamiento fiscal de las SOCIMI ha de compararse con el de países que son posibles competidores en cuanto a atraer inversores. También es importante que las SOCIMI puedan invertir y diversificar en sociedades similares extranjeras, y al contrario. Sobre estos dos aspectos, la norma era inicialmente muy restrictiva y poco adecuada para la necesidad de financiación del sector inmobiliario, pero tras su paso por el Congreso se flexibiliza al eliminar el requisito por el cual las SOCIMI y los REIT participados por SOCIMI únicamente podían tener participaciones en otras SOCIMI o REIT, y ya pueden tener acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva inmobiliaria. Las SOCIMI deben aprovechar el es-

cenario actual de bajos tipos de interés, aversión al riesgo, y bajo crecimiento y oportunidades de inversión para generar confianza en unos activos que pueden proporcionar flujos de liquidez a largo plazo, y que tienen la oportunidad de comprarse con descuento. Con la adecuada financiación que obtuvieran y una rentabilidad aceptable, la fiscalidad competitiva refuerza su papel en la economía española.

## VI. Una idea adicional

Como decíamos, dentro de la legislación del mercado de valores ya existen en España los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria para promover la inversión en inmuebles de alquiler, pero las normas que les son de aplicación y las restricciones a invertir, hacen que estén infrutilizadas. Gracias a la enmienda mencionada se ha introducido al final en el objeto social de las SOCIMI la tenencia de acciones o participaciones en este tipo de entidades, por lo que desde la perspectiva de la actual forma de inversión colectiva en inmuebles favorece su liquidez.

Algunas sociedades patrimoniales ya existentes podrían haberse convertido en sociedades de inversión colectiva, pero la operación se considera por Hacienda puramente fiscal, lo que es cierto, y esto ha impedido que se constituyan sociedades de mayor tamaño y se haga más eficiente el mercado de alquiler. La nueva figura de las SOCIMI ha de tener suficiente flexibilidad y atracción para ser una herramienta eficaz en este mercado. En esta línea, la norma contempla la posibilidad de transformar las SOCIMI en instituciones de inversión colectiva inmobiliaria y a la inversa; además, presume la existencia de motivos económicos válidos en las operaciones de reorganización para la creación de una SOCIMI y permite la aplicación del régimen fiscal especial a entidades que no cumplen los

requisitos exigidos, siempre que se realicen en los dos años siguientes.

Siendo todo esto positivo, hay que facilitar la financiación de las SOCIMI mediante algún tipo de garantía que permita la superación del atasco en que se encuentra el mercado de la vivienda y el recelo de los inversores a entrar en el mismo, directa o indirectamente.

Una fórmula propuesta es que los créditos que pidan las SOCIMI para adquirir inmuebles puedan ser cedidos a fondos de titulización, que emitan bonos. Si se concedieran avales a estos bonos, igual que se hace a los emitidos por entidades financieras con colaterales hipotecarios, se facilitaría enormemente esta financiación.

La financiación es una variable clave en este proceso y no olvidemos que es fundamentalmente financiación para comprar viviendas en alquiler. Esta idea tiene una ventaja frente a los avales que se están dando a los fondos de titulización que compran préstamos a las entidades financieras, y es que se facilita directamente la liquidez a los promotores y para la adquisición de inmuebles, mientras que de la otra manera las entidades financieras reciben liquidez, pero tienen que buscar a quién financiar y queda en sus manos la decisión de si financian o no.

Por eso es importante que las SOCIMI se conciban y piensen fundamentalmente como una actividad de inversión colectiva, que no necesariamente se vincula a la actividad financiera y a los inmuebles que tienen las entidades financieras en sus balances, y la flexibilidad que proponemos abra la participación a las inmobiliarias, de manera que encuentren algún alivio para sus carteras. No cabe duda de que, al menos por un periodo inicial, deberían contar con esta posibilidad de avales para su financiación.