

INFORME. CLAVES DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA 2019



- Taller de trabajo es una metodología de trabajo en la que se integran la teoría y la práctica.
- Se caracteriza por la investigación, el aprendizaje por descubrimiento y el trabajo en equipo que, en su aspecto externo, se distingue por el acopio (en forma sistematizada) de material especializado acorde con el tema tratado teniendo como fin la elaboración de un producto tangible.
- Un taller es también una sesión de entrenamiento. Se enfatiza en la solución de problemas, capacitación, y requiere la participación de los asistentes.

17 de diciembre de 2019

Inversión inmobiliaria.

El sector oficinas ha atraído en los primeros 9 meses del año un 32% del total invertido. Le sigue el sector residencial con un 17%, la logística con el 16% y hoteles con el 15%.

CBRE prevé que el volumen de inversión total a finales de 2019 podría situarse en torno a los 12.000 millones de euros

El extraordinario número y envergadura de las operaciones corporativas realizadas en 2018 catapultaron la inversión por encima de los 20.000 millones de euros

Las prime yields han descendido 25 p.b para situarse en el 3,25% en el sector oficinas mientras que en el sector logístico lo han hecho en 10 p.b, situándose en el 5,15%.

El sector de retail, donde las expectativas de aumento de rentas son menores, es el único en el que las rentabilidades están experimentando presiones alcistas.

Los inversores siguen apostando por la diversificación de sus carteras, algunos de ellos interesados por sectores como residencias de estudiantes, vivienda en alquiler, hoteles, etc.

Según el último informe de CBRE, los inversores continúan apostando por el mercado inmobiliario español. Con €8.104 millones invertidos esta cifra se sitúa en línea con la alcanzada en el mismo periodo de 2018 (excluyendo operaciones corporativas).

El extraordinario número y envergadura de las operaciones corporativas realizadas en 2018 catapultaron la inversión por encima de los €20.000 millones.



Contando estas transacciones la cifra en 2019 es un 42% inferior a la de 2018, ya que mientras que en los primeros nueve meses del pasado año esta categoría sumó €5.600 millones, en 2019 solo ha alcanzado €71 millones.

El sector oficinas lidera la inversión con claridad en los primeros 9 meses del año, acumulando un 34% del total invertido.

A distancia, muy cerca unos de otros, se sitúan el sector Residencial, con un 17%, Logístico, con el 16% y Hoteles, con el 15%. Estimamos que el volumen de inversión total a finales de 2019 podría estar en torno a los €12.000 millones.

Los inversores siguen apostando por la diversificación de sus carteras, algunos de ellos interesados por sectores que antes no contemplaban, como residencias de estudiantes, vivienda en alquiler, etc.

Por origen del inversor los inversores nacionales (entre los que se incluyen las socímís) realizaron el 36% de la inversión total hasta el fin del ST, con predominio del sector oficinas y residencial. En 2018 las socímís españolas estuvieron detrás del 25% del total invertido. Sin embargo, hasta la fecha en 2019 su protagonismo está siendo menor, habiendo intervenido sólo en el 8% del total.

Entre los inversores internacionales, y al igual que en años pasados, Estados Unidos, con un 43% del total, lidera el ranking. A destacar la entrada decidida por parte de inversores asiáticos, de marcado perfil core.

Madrid ha atraído casi €3.200 millones de inversión hasta ST 2019, es decir, un 40% aproximadamente del total, mientras que Cataluña lo ha hecho en un 25%. Asimismo, el interés por otras ciudades españolas en las que las rentabilidades son más elevadas es alto.

Entre las operaciones más destacadas de los primeros nueve meses del año, muchas de ellas portfolios, se encuentran:

' **Castellana 200-202 * Madrid. Complejo de oficinas y retail, adquirido por Allianz**

' **Portfolio 8 edificios de oficinas? Barcelona, adquiridos por KanAm Grund**

- **Portfolio Juno * Madrid. Portfolio de oficinas adquirido por Caín International**

' **MedPlaya Hoteles * Alicante/Málaga. Portfolio de 7 hoteles adquirido por Azora**

' **Torre Diagonal 00 — Barcelona. Edificio de oficinas adquirido por**



Grupo Emperador
' Portfolio Magna — España. 18 Naves logísticas adquiridas por Prologis
' Proyecto Marina Living en Badalona adquirido por Axa y donde se levantarán 216 viviendas destinadas al alquiler.

Informe Research – 3T 2019

En la recta final de un año más de alta actividad en el mercado de inversión inmobiliario español

Resumen

- Los inversores continúan apostando por el mercado inmobiliario español. Con €8.104 millones invertidos esta cifra se sitúa en línea con la alcanzada en el mismo periodo de 2018 (excluyendo operaciones corporativas).
- El extraordinario número y envergadura de las operaciones corporativas realizadas en 2018 catapultaron la inversión por encima de los €20.000 millones. Contando estas transacciones la cifra en 2019 es un 42% inferior a la de 2018, ya que mientras que en los primeros nueve meses del pasado año esta categoría sumó €5.600 millones, en 2019 solo ha alcanzado €71 millones.
- El sector oficinas lidera la inversión con claridad en los primeros 9 meses del año, acumulando un 34% del total invertido. A distancia, muy cerca unos de otros, se sitúan el sector Residencial, con un 17%, Logístico, con el 16% y Hoteles, con el 15%.
- Estimamos que el volumen de inversión total a finales de 2019 podría estar en torno a los €12.000 millones.

El sector inmobiliario español sigue en el foco de los inversores, especialmente de los internacionales, lo que se traduce en una alta actividad y volúmenes de inversión elevados. Las prime yields han descendido 25 p.b para situarse en el 3,25% en el sector oficinas mientras que en el sector logístico lo han hecho en 10 p.b, situándose en el 5,15%.

El sector retail, donde las expectativas de aumento de rentas son menores, es el único en el que las rentabilidades están experimentando presiones alcistas. La yield prime de centros comerciales, por ejemplo, ha subido a 4,75%. En el segmento prime high-street siguen estables en torno al 3,25%.

En el entorno actual de bajos tipos de interés, prolongados en el tiempo, y ante la carencia de producto prime, continuamos percibiendo presión a la baja en las yields, particularmente en los sectores oficinas y logístico.

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN EL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA



Los inversores siguen apostando por la diversificación de sus carteras, algunos de ellos interesados por sectores que antes no contemplaban, como residencias de estudiantes, vivienda en alquiler, etc.

Por origen del inversor los inversores nacionales (entre los que se incluyen las socimis) realizaron el 36% de la inversión total hasta el fin del 3T, con predominio del sector oficinas y residencial. En 2018 las socimis españolas estuvieron detrás del 25% del total invertido. Sin embargo, hasta la fecha en 2019 su protagonismo está siendo menor, habiendo intervenido sólo en el 8% del total.

Entre los inversores internacionales, y al igual que en años pasados, Estados Unidos, con un 43% del total, lidera el ranking. A destacar la entrada decidida por parte de inversores asiáticos, de marcado perfil *core*.

Madrid ha atraído casi €3.200 millones de inversión hasta 3T 2019, es decir, un 40% aproximadamente del total, mientras que Cataluña lo ha hecho en un 25%. Asimismo, el interés por otras ciudades españolas en las que las rentabilidades son más elevadas es alto.

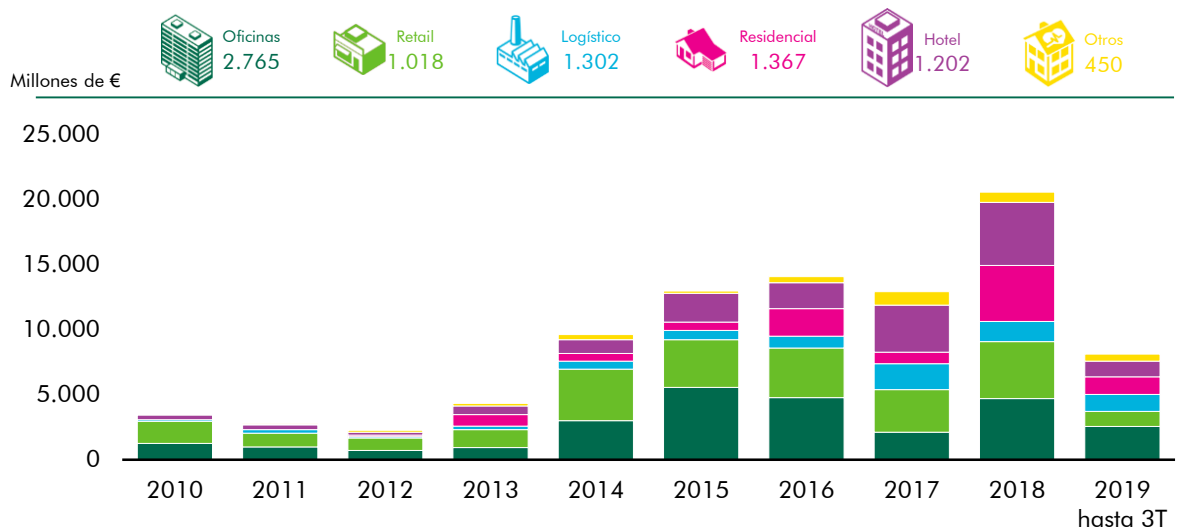
A lo largo del año se han registrado 15 transacciones de portafolios, que suman un total de €1.822 millones. La mitad aproximadamente de esta cifra corresponde a portafolios de oficinas.

Entre las operaciones más destacadas de los primeros nueve meses del año, muchas de ellas portafolios, se encuentran:

- Castellana 200-202 – Madrid. Complejo de oficinas y retail, adquirido por Allianz
- Portfolio 8 edificios de oficinas– Barcelona, adquiridos por KanAm Grund
- Portfolio Juno – Madrid. Portfolio de oficinas adquirido por Cain International
- MedPlaya Hoteles – Alicante/Málaga. Portfolio de 7 hoteles adquirido por Azora
- Torre Diagonal 00 – Barcelona. Edificio de oficinas adquirido por Grupo Emperador
- Portfolio Magna – España. 18 Naves logísticas adquiridas por Prologis
- Proyecto Marina Living en Badalona adquirido por Axa y donde se levantarán 216 viviendas destinadas al alquiler.

Esperamos que al igual que en años anteriores en el último trimestre del año se registre una fuerte actividad inversora, con varias operaciones inmobiliarias de gran envergadura en el horizonte. Se estima por tanto acabar el año con un volumen de inversión en torno a los €12.000 millones, en línea con los dos años anteriores, excluyendo en la comparativa las operaciones corporativas.

EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INVERSIÓN POR SECTORES (INCLUYE OPERACIONES CORPORATIVAS)



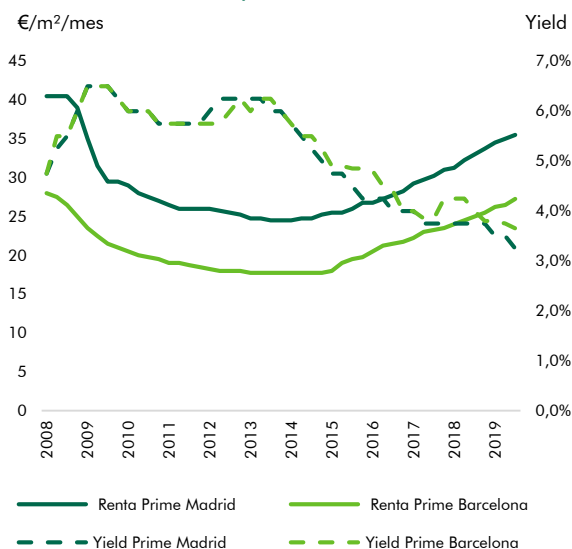
OFICINAS

La contratación de espacio de oficinas tanto en Madrid como en Barcelona ha sido excepcionalmente alta en 2019. En Madrid un take-up de 535.000 m² hasta fin 3T iguala la cifra de todo 2018. En Barcelona, con 326.000 m², se sitúa en niveles históricamente record.

En Madrid la demanda sigue presentando una base diversificada, si bien con un peso inusual por parte del sector financiero en el último año debido a operaciones realizadas por ING, Banco Santander, Caixabank, etc. En Barcelona el sector de Servicios Empresariales junto al de Informática y Tecnología concentran más de la mitad del take-up en el último año. Los operadores de espacio flexible han sido grandes protagonistas, representando en Madrid el 11% del take-up en el último año y el 19% en Barcelona.

En Madrid la renta prime en el CBD se sitúa en los 35,5 €/m²/mes (+7,6% interanual), mientras que la media en el conjunto del mercado ha subido un 5,5%, situándose en 18,3 €/m²/mes. En Barcelona la renta prime en CBD escala en el 3T a los 27,25 €/m²/mes en Barcelona (+9% interanual) mientras que la renta media llega a 16,1€/m²/mes, una subida del 11,9% en el último año.

EVOLUCIÓN RENTAS y YIELDS PRIME OFICINAS



Fuente: CBRE



Portfolio Heritage, adquirido por Starwood Capital

La solidez de los fundamentales que presenta el sector, junto con las expectativas de crecimiento de rentas, con Madrid y Barcelona entre los principales mercados europeos con crecimiento de rentas hasta 2023, sitúan a estos dos mercados en la diana de los inversores.

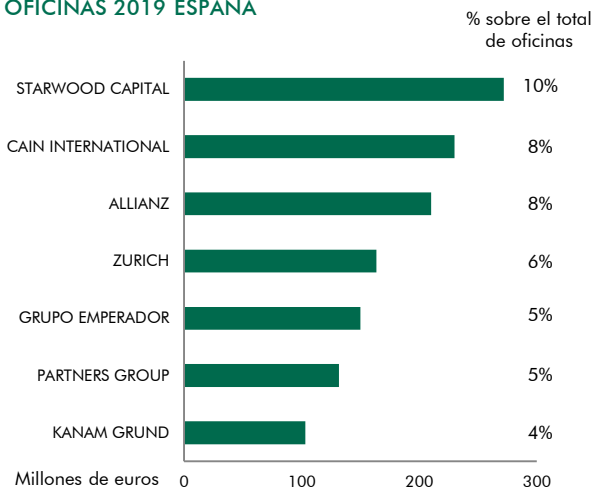
Hasta fin del 3T la inversión en oficinas alcanza los €2.765 millones frente a los 2.610 que se registraron en todo 2018, excluyendo transacciones corporativas (incluidas éstas últimas la cifra superó ligeramente los €4.700 millones en 2018).

En esta subida ha sido muy importante la buena evolución de Barcelona, donde a fin de 3T ya se han invertido más de €1.100 millones en el sector oficinas frente a los €947 millones en todo 2018.

Los inversores internacionales concentran el 64% del total invertido en lo que va de año en el segmento oficinas.

OFICINAS

RANKING INVERSORES POR VOLUMEN SECTOR OFICINAS 2019 ESPAÑA



Fuente: CBRE

La falta de producto sigue siendo la nota dominante tanto en Madrid como en Barcelona, especialmente el tipo que interesa al inversor *core* y *core plus*. El interés en operaciones *off-market* es alto e incluso hay inversores dispuestos a invertir en operaciones de *forward purchase*.

Las rentabilidades prime en el CBD han tocado nuevo mínimo histórico en Madrid, situándose en el 3,25% mientras que en Barcelona lo hacen en torno al 3,65%.



Portfolio Condal, adquirido por KanAm Grund

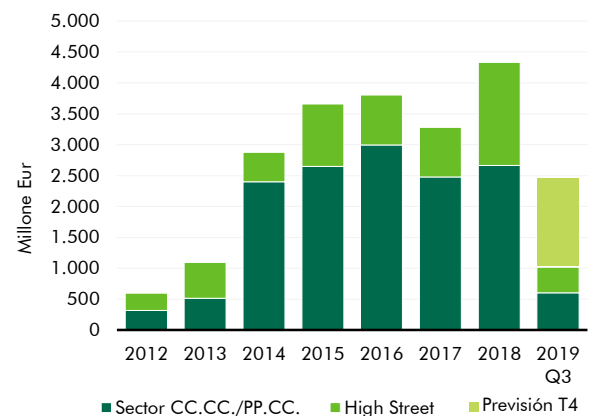
RETAIL

Las ventas en centros comerciales están mostrándose muy positivas en lo que va de año, anotando un crecimiento del 2,1% en los primeros ocho meses de 2019 en el portfolio de centros gestionados por CBRE. Se debe entre otras razones a la actividad de la moda, que ha crecido un 2,7%, una gran mejora comparado con 2018 (0,0%). Además, la afluencia ha subido un 2,3%, mejorando holgadamente los datos del año pasado (0,7%).

La expansión de los retailers sigue siendo elevada, lo que está facilitando un alto nivel de ocupación, situada de promedio en un 95,3% en el portfolio de centros gestionados por CBRE. Los operadores de moda siguen moviéndose con mucha cautela, pero los demás sectores muestran mucha actividad, particularmente los de deporte, calzado deportivo, ocio, belleza y restauración.

El volumen de inversión en retail ha experimentado una importante moderación en 2019, lejos de las cifras récord del año pasado. Así, la inversión total alcanzó los €1.018 millones a fin de 3T 2019, cuando en 2018 llegó a €2.900 millones en ese período gracias a las transacciones de grandes portfolios. En el último trimestre de este año se prevé una importante mejora en volumen, pero la cifra final quedará por debajo de la de años anteriores, tanto en *high street* como en centros comerciales.

EVOLUCIÓN VOLUMEN DE INVERSIÓN RETAIL



Fuente: CBRE

RETAIL

En *high street* destacaríamos en 2019 la actividad inversora fuera de Madrid y Barcelona, que está cogiendo mucho protagonismo. En estas dos grandes ciudades se percibe un gap importante entre las expectativas de compradores y vendedores, lo que ralentiza el cierre de transacciones.

En centros comerciales se aprecia una brecha creciente entre producto *prime* y secundario: existe mucho interés en activos *prime*, sin embargo, en el producto secundario los compradores exigen mayores márgenes, lo que está llevando a rentabilidades más altas y a un número menor de transacciones.



C.C. Ballonti, adquirido por Bilball/Ballon

KPI's CENTROS COMERCIALES

Sector	2018	2019*
Afluencia (var. anual)	+0,7%	+2,3%
Ventas (var. anual)	+0,6%	+2,1%
Tasa de Ocupación	94,9%	95,3%

Fuente: CBRE (*) 2019 datos hasta agosto.

Datos basados en 29 centros comerciales gestionados por CBRE, con aprox 1,3 millones de m² de SBA.

Las operaciones más destacadas de la primera parte del año han sido:

CENTROS Y PARQUES COMERCIALES

- C.C. Castellana 200 (Madrid) – Allianz
- C.C. Dos Mares (San Javier) – GGC
- Portfolio Makro (varios) – Lasalle
- C.C. Las Terrazas (Teide) – GGC
- C.C. Ballonti (Portugalete) – Billball / Ballon
- C.C. Puerta de Europa (Algeciras) – Castellana Properties

HIGH STREET

Local Seat – Passeig de Gràcia, 109 (Barcelona) – Nortia Capital
 Local Bankia – Serrano, 59 (Madrid) – Prada
 Local Santander – Gran Vía 4 (Bilbao) – M&G
 El Corte Inglés Francesc Macià (Barcelona) – Inversor Privado

LOGÍSTICO

El sector logístico español alcanzó hasta septiembre de 2019 una contratación de 1.190.000 m², incluyendo Valencia, Zaragoza, Sevilla y Bilbao, además de los dos grandes centros logísticos del país, Zona Centro y Cataluña.

La Zona Centro registró una contratación de 432.000 m². Dicha cifra supone un descenso del 31% respecto a la alcanzada en el mismo periodo de 2018. Después de dos años de niveles récord en contratación, con casi un millón de metros contratados por año, muchos operadores ya han tomado posiciones en operaciones de gran volumen, por lo que este descenso de la contratación no supone una alarma. Se espera que a final de año la contratación alcance los 550.000 – 600.000 m², cifra que estaría en línea con los niveles medios del mercado de la Zona Centro.

LOGÍSTICO

Por su parte Cataluña alcanzó una contratación de 468.000 m², lo que supone un descenso de sólo el 3% respecto al mismo periodo de 2018. Por otra parte continúa siendo llamativo que el 60% de la contratación ha correspondido a proyectos llave en mano o pre-alquiler, debido a la escasez de oferta disponible.

El resto de plazas logísticas han registrado 290.000 m² de contratación en conjunto, con Valencia afianzándose como tercera plaza logística del país con 233.000 m². Dicha cifra supone un incremento del 36% respecto al mismo periodo de 2018.

Zaragoza por su parte ha registrado 35.000 m² de contratación logística. Aquí, por la escasez de grandes superficies de calidad, la contratación depende en gran parte de proyectos llave en mano.

Sevilla y Málaga, pese a que continúan siendo muy demandadas, han tenido un bajo nivel de actividad logística debido a la escasez de producto de calidad. La primera alcanzó cerca de 10.000 m² de contratación no registrándose actividad reseñable alguna en la segunda. Bilbao, registró por su parte cerca de 11.000 m² con operaciones de pequeña superficie, en general por debajo de los 3.000 m².

Las operaciones de ocupación más destacadas han sido:

- Llave en mano de 96.000 m² para Decathlon en el Prat de Llobregat
- Llave en mano de 46.000 m² alquilado por DSV en Molins de Rei
- Llave en mano de 98.000 m² arrendado a Carrefour, en Azuqueca de Henares

Respecto al mercado de inversión en activos logísticos hasta el 3T 2019 se ha alcanzado un volumen de €1.302 millones. Dicha cifra supone un 16% más respecto a los volúmenes del mismo periodo de 2018. La adquisición de activos de los portafolios Magna, Columbus y Pulsar ha supuesto el 42% del total de la inversión realizada.

Además se observa un aumento del interés de los inversores por operaciones *Mid Cap*, es decir, de volúmenes en el entorno de los €15 millones. Se trata de operaciones de un volumen más moderado pero con menor presión inversora y que ofrecen una rentabilidad mayor, en un rango de entre 6,5% y 8,5%. Sin duda son uno de los nuevos focos de la inversión en el sector logístico.



Nave logística parte del portafolio Magna, adquirido por Prologis

Gracias a las nuevas oportunidades que irán surgiendo en lo que resta de año y la elevada liquidez existente, es de prever que se concretarán operaciones relevantes tanto de tipología *last mile* como de grandes plataformas, que llevarán el volumen total de inversión en el sector logístico en 2019 a alcanzar el de 2018.

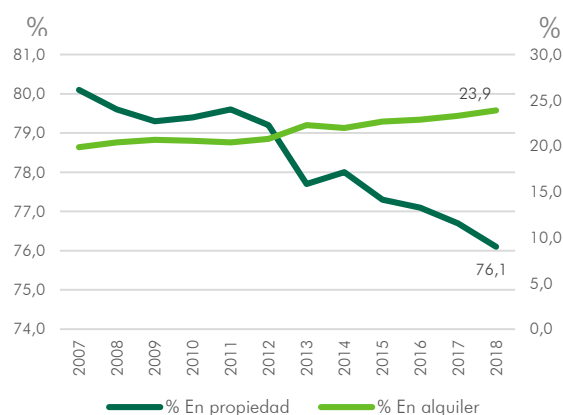
Las operaciones de inversión más destacadas han sido:

- La compra del portafolio Magna por parte de Prologis a Inmobiliaria Colonial por €427 millones
- La venta de una cartera de Kefren Capital Real Estate a Prologis y Blackstone por €57,1 millones.

RESIDENCIAL

El mercado de inversión en España en “multifamily” (Private Rented Sector y Build to Rent) continúa en fase expansiva. Fondos, socimis y promotoras incrementan la oferta de vivienda en alquiler mostrando un creciente interés por estos activos. Los inversores buscan edificios completos y, ante la escasa oferta en el mercado, lo habitual es que inviertan en proyectos llave en mano o *Build to Rent* mediante acuerdos con promotores. Apenas un 4% del mercado está controlado por gestores profesionales, lo que pone de manifiesto el importante recorrido que tiene este mercado hacia la profesionalización, como sucede en otros países de la Unión Europea. El alquiler, como opción habitacional, es la clara protagonista en estos nueve primeros meses de 2019, propiciada por la movilidad geográfica laboral, el difícil acceso a la compra de vivienda y el cambio de paradigma que están llevando a cabo los *millennials* (sociedad de la no tenencia).

RÉGIMEN DE TENENCIA: PROPIEDAD VS ALQUILER



Fuente: CBRE Research a partir de datos INE

Por otra parte el positivo comportamiento de los precios ha aumentado el interés del mercado inversor. En los tres primeros trimestres de 2019 se ha transaccionado un volumen de €1.367 millones que, si excluimos las operaciones corporativas, representa cerca del doble del volumen de inversión observado en el mismo periodo del año anterior.

Ante la falta de producto existente, destacan las operaciones “Build to Rent” (BTR) en *Forward Purchase* y *Forward Funding*, donde fondos y promotoras se alían para desarrollar edificios residenciales de obra nueva destinados al alquiler.

Entre las operaciones principales registradas en los últimos meses destacan:

- Operación *Forward Purchase* (FP) entre Ares y Aedas para desarrollar 500 viviendas en Madrid. El fondo Ares también ha cerrado dos operaciones FP con Momentum y Metrovacesa para el desarrollo de 220 y 121 viviendas en alquiler respectivamente.
- Stoneweg vendió el proyecto Marina Living en Badalona por €77 millones, que fue adquirido por Axa y donde se levantarán 216 viviendas destinadas al alquiler. Axa también ha cerrado una operación con Acciona de una promoción llave en mano de 135 viviendas en Méndez Álvaro por €35 millones.

Uno de los desarrollos más emblemáticos de los últimos meses es el proyecto Skyline en el Paseo de la Dirección de Madrid. Stoneweg adquirió a Dragados dos suelos para la promoción de dos torres residenciales, una de las cuales se ha vendido al fondo M&G en modalidad *forward funding* (FF) y se destinará a alquiler.



Torre Skyline en Madrid, un proyecto de Stoneweg

Consideradas las operaciones de Student Housing en importe (por criterio EMEA), no obstante, se comentan en el apartado de Alternative.

RESIDENCIAL

Asimismo destacan las operaciones del *Multifamily (Private Rented Sector)* como la de Gran Vía, 48 en Madrid por parte de Greystar por €130 millones, la de Mercurio Building en Vía Augusta 59 en Barcelona por €80 millones adquirida por AEW a Eurostone y la adquisición por parte de Vivenio de un edificio en la Avenida de San Luis y otro en la calle Hermosilla de Madrid por un total de €90 millones.

Todos estos ejemplos confirman la pujanza de la promoción de vivienda en alquiler tanto en el PRS (Multifamily) como en BTR en el panorama inmobiliario español.



Edificio Gran Vía, 48, adquirido por Greystar

HOTELES

En los ocho primeros meses de 2019 el número de turistas que visitaron España aumentó un 1,5% y rozó los 58,2 millones. Después de los crecimientos extraordinarios alcanzados en años anteriores y, en línea con lo esperado, el sector turístico español apunta a una suave desaceleración. La recuperación de destinos competidores como Egipto y Turquía, por un lado, unido a factores como la devaluación de la libra en Reino Unido y la sombra de recesión que planea sobre Alemania por otro, han hecho retroceder el número de visitantes procedentes de los dos países emisores más importantes de turistas a España.

Las pernoctaciones en establecimientos hoteleros rozaron las 240 millones en 2019 hasta el mes de agosto, un 1,5% más que en el mismo periodo de 2018. Las de viajeros nacionales aumentaron un 3,9%, mientras que las de los internacionales lo hicieron en un 0,3%. Un aspecto positivo es sin embargo el gasto turístico, que ha aumentado a pesar de que las llegadas de visitantes extranjeros se modera. Hasta el mes de agosto incluido los turistas internacionales gastaron 64.124 millones de euros, un 3,2% más que en el año anterior.

La facturación media diaria de los hoteles por cada habitación ocupada (ADR) fue de 109,7 euros en agosto, lo que supone un aumento del 2,4% respecto al mismo mes de 2018. Por su parte, el ingreso medio diario por habitación disponible (RevPAR), que está condicionado por la ocupación registrada en los establecimientos hoteleros, alcanzó los 87,3 euros, con una subida del 4% en agosto.

Si bien los resultados en el segmento de sol y playa reflejan cierta desaceleración, el turismo urbano y de congresos, con Madrid y Barcelona a la cabeza, están en auge. Las pernoctaciones en hoteles en la ciudad de Madrid en 2019 (dato hasta agosto) crecieron un 5,7% mientras que en Barcelona lo hizo en un 3,7%.

Consideradas las operaciones de Student Housing en importe (por criterio EMEA), no obstante, se comentan en el apartado de Alternative.

HOTELES

Mientras que en Barcelona el turismo internacional siempre ha jugado un papel muy relevante, en Madrid éste ha ido en aumento constante en los últimos años (+7,9% de enero a agosto 2019 en tasa interanual). Cabe destacar además que España es el único país del mundo que tiene a dos ciudades, Barcelona (1er puesto) y Madrid (7º puesto) en el top 10 de principales ciudades para el turismo MICE (siglas del turismo de congresos, exposiciones, incentivos, reuniones, etc.), gracias a aspectos como clima, infraestructuras, seguridad y transporte.

España es un destino turístico de primer orden y el interés inversor por el sector sigue muy alto. No obstante, en 2019 no se alcanzarán las cifras record alcanzadas en 2018, año difícilmente repetible en cuanto a número y volumen de las operaciones corporativas realizadas. Hasta fin del 3Tr de 2019 contabilizamos un total de €1.300 millones invertidos, frente a los más de 3.900 millones en el mismo periodo del año pasado. Cabe recordar que fue en el 2º semestre de 2018 cuando se materializaron las transacciones de mayor tamaño, como la adquisición por parte de Blackstone del portfolio hotelero (con 46 activos) de Hispania.

El interés por otras ciudades, además de Madrid y Barcelona, sigue alto. Entre las operaciones más destacadas de 2019 se sitúa la venta del hotel Meliá Valencia (4*, 300 habitaciones) por parte de Colony Capital a Atom por €43,2 millones y la venta a SafeGuard Real Estate Management del Hotel Aloft Madrid Gran Vía por más de €57 millones. El hotel se ha vendido a la plataforma europea de gestión de activos inmobiliarios Henderson Park.

MERCADOS ESPECIALIZADOS

En España el mercado de activos alternativos⁽¹⁾, pese a ser un sector emergente, se encuentra en fase expansiva, creciendo de manera significativa a lo largo de los últimos meses. El segmento de Residencias de Estudiantes⁽²⁾, a lo largo del último año ha registrado numerosas transacciones. El buen posicionamiento de las universidades españolas a nivel internacional, la sólida demanda de estudiantes y la oferta obsoleta, han sido factores impulsores del crecimiento del interés inversor en este producto.

Principales operaciones en Residencias de Estudiantes⁽²⁾:

- Rya Residencias (R&A) compra La Casa de la Botella, en el Campus universitario de Reina Mercedes en Sevilla, por importe de 15 M€ que sumarán un total de 250 camas.
- Xior Student Housing firma en contrato privado la adquisición de la residencia de estudiantes Leonardo Da Vinci a la Universidad Europea de Madrid, que cuenta con 464 habitaciones, por €92 millones; asimismo compra a principios de año la Residencia de Estudiantes del Forum en Barcelona con 300 habitaciones a la Universidad Politécnica de Cataluña por €25 millones.



Residencia de estudiantes Leonardo da Vinci, adquirida por Xior Student Housing

Activos Alternativos⁽¹⁾ / Residencia de Estudiantes⁽²⁾: Consideradas las operaciones de residencia de estudiantes que, pese a estar incluidas en importe (por criterio EMEA) en el apartado Residencial, se tratan de operaciones de tipo Alternativo.

MERCADOS ESPECIALIZADOS

- Joint Venture entre Harrison Street y Nexo (plataforma operativa de GSA). Harrison Street, tras su inyección de capital (€150 millones), pasa a gestionar junto a Nexo siete residencias de estudiantes repartidas entre Madrid, Barcelona y Valencia.
- JG Real Estate compra a Liberty Living la residencia de estudiantes Galileo en Madrid por €34 millones.
- Grupo Moraval/ WP Carey compra un suelo en Málaga con más de 15.729 m² de edificabilidad para la construcción de dos edificios para alojamiento de estudiantes con capacidad para 534 habitaciones por €20 millones.



Recreación de la futura residencia de estudiantes de Grupo Moraval/WO Carey en Málaga

Otros productos alternativos como los del sector de Healthcare (hospitales y residencias de ancianos) generaron importantes volúmenes de inversión. Dentro del segmento de las residencias de ancianos algunos indicadores como el envejecimiento de la población, el déficit de camas actualmente en España frente al ratio de cobertura aconsejado por la OMS y la escasez de oferta en el mercado, harán crecer las operaciones de esta tipología en los próximos trimestres.

Asimismo el mercado de operadores de residencias de ancianos está muy atomizado, por lo que es muy probable que se lleven a cabo operaciones de M&A con el objetivo de optimizar costes.

Principales operaciones en Healthcare:

- Altamar compra a Healthcare Activos 19 residencias de ancianos (3.511 camas) en funcionamiento en diversos puntos de España por importe de €71,2 millones
- Confinimmo compra a Thor Equities 5 proyectos sobre los que se construirán varias residencias de ancianos (704 camas) por €65,7 millones. Las residencias estarán repartidas entre Andalucía, Comunidad Valenciana, Galicia y Murcia

La cantidad de operaciones registradas en los primeros nueve meses de 2019 ratifica el interés inversor, principalmente en las residencias de estudiantes y residencias de ancianos. Muchas de las transacciones que se han formalizado han sido de suelo para nuevos desarrollos o rehabilitaciones, lo que indica el potencial existente en este tipo de producto.

De cara a finales de 2019, es muy probable que el mercado continúe esta tendencia y se lleven a cabo nuevas transacciones en este segmento.

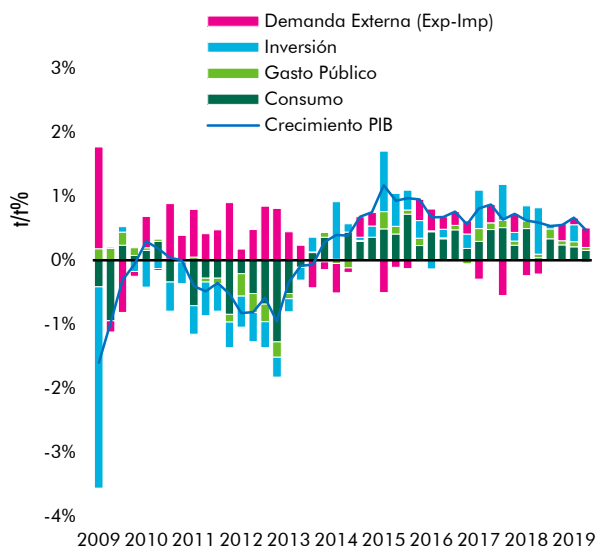
ECONOMÍA

Los indicadores macroeconómicos siguen siendo positivos en 2019 aunque, después de varios años de fuerte crecimiento, el ciclo expansivo económico de España ha entrado en una fase más madura.

El entorno de alta incertidumbre global está teniendo su reflejo en los últimos datos de creación de empleo y consumo. Ello unido a la revisión de la Contabilidad Nacional por parte del INE ha llevado a una rebaja de las previsiones de crecimiento de la economía para España, pasando del 2,3% al 2,0% (según Banco de España y CBRE Houseview). Aún con este reajuste España sigue sobrepasando ampliamente el crecimiento de la zona euro (1,2%).

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB

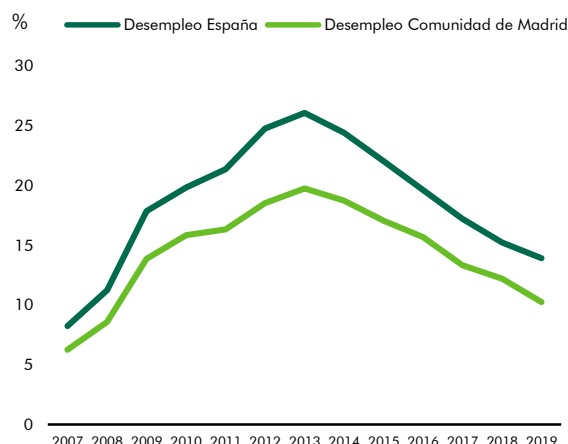
Demanda



Fuente: INE (últimos datos disponibles 2T 2019)

En Europa la desaceleración en el crecimiento económico es más acusada que en España y el temor a una posible recesión ha hecho tomar medidas al BCE, que ha decidido prolongar las políticas monetarias expansivas hasta, al menos, el verano de 2020. Un importante motor detrás de la solidez del crecimiento español ha sido la continua reducción del paro, que se prevé pase del 15,3% en 2018 al 14,1% en 2019 y al 13,2% en 2020 según el Banco de España.

TASA DE DESEMPLEO



Fuente: Oxford Economics (últimos datos disponibles 3T 2019)

La creación de empleo, la subida de los salarios y la baja inflación está manteniendo los ingresos de los hogares en términos reales. No obstante la elevada incertidumbre está haciendo repuntar los niveles de ahorro, con una importante desaceleración registrada en la concesión de crédito tanto para adquisición de vivienda como para consumo.

Mientras tanto, la inflación se mantiene en niveles muy reducidos y en septiembre descendió hasta el 0,1%, su nivel más bajo en los últimos 3 años. La previsión es que se quedará por debajo del 1% en los próximos meses.

Por su parte las ventas minoristas están subiendo a buen ritmo en 2019, con un crecimiento del 2,1% (hasta agosto), lo que es una importante mejora respecto a 2018 (0,7%), gracias a las ventas del equipamiento personal, que se han recuperado del descenso del año pasado (1,7% en 2019 YTD vs -0,7% en 2018).

El menor crecimiento esperado en la UE impacta de lleno en las previsiones para España. Guerras comerciales entre potencias económicas como China y EE.UU., el aumento del proteccionismo y la amenaza del Brexit en el exterior y la fragmentación política y el auge del movimiento independentista catalán en el interior, son factores de riesgo para el avance económico del país.

RESEARCH ESPAÑA

Lola Martínez Brioso*Directora Nacional Research*

+34 608 001 266

lola.martinez@cbre.com**Alberto Román***Departamento de Research*

+34 607 189 001

alberto.roman@cbre.com**Jaume Masip-Tresserra, Ph.D., Ph.D.***Director de Forecasting & Analytics*

+34 627 588 609

jaume.masip@cbre.com**Erik-Jan Buikema***Departamento de Research*

+34 678 647 739

erikjan.buikema@cbre.com**Concepción Minguez***Departamento de Research*

+34 626 456 129

concepcion.minguez@cbre.com**Miriam Goicoechea***Departamento de Research*

+34 607 098 266

miriam.goicoechea@cbre.com

Para saber más sobre CBRE Research, o para acceder a más informes, por favor visite el Global Research Gateway en: www.cbre.com/researchgateway.

+ SIGUENOS



GOOGLE+



FACEBOOK



TWITTER



YOUTUBE



LINKEDIN

Disclaimer: Information contained herein, including projections, has been obtained from sources believed to be reliable. While we do not doubt its accuracy, we have not verified it and make no guarantee, warranty or representation about it. It is your responsibility to confirm independently its accuracy and completeness. This information is presented exclusively for use by CBRE clients and professionals and all rights to the material are reserved and cannot be reproduced without prior written permission of CBRE.



CURSO/GUÍA PRÁCTICA DEL INVERSOR INMOBILIARIO

**Desde el inversor inmobiliario particular
al gran fondo**



Índice

¿QUÉ APRENDERÁ?	17
Introducción. Las ventajas de la inversión inmobiliaria directa frente a otras clases de inversión.	18
1. Diferencias entre la inversión inmobiliaria y la inversión en activos financieros como deuda pública.	18
a. <i>Transparencia de la bolsa vs valoraciones inmobiliarias.</i>	18
b. <i>Liquidez de la bolsa vs iliquidez de los activos inmobiliarios.</i>	18
c. <i>Costes de transacción más costosos en las ventas inmobiliarias.</i>	19
d. <i>Costes de gestión de activos (asset management)</i>	19
e. <i>Rentabilidad bolsa vs rentabilidad inmobiliaria.</i>	19
f. <i>Volatilidad</i>	20
2. ¿Por qué invertir en inmobiliario?	20
a. <i>Diversificación del riesgo.</i>	20
b. <i>Rentas recurrentes.</i>	20
c. <i>Apreciación.</i>	20
d. <i>Inflación.</i>	20
e. <i>Financiación.</i>	21
f. <i>Gestión del activo (asset management).</i>	21
3. Adquisición directa o indirecta de inmuebles.	21
a. <i>Vehículos de inversión inmobiliaria.</i>	21
b. <i>Tenencia directa de bienes inmobiliarios</i>	21
c. <i>Adquisición de acciones de empresas inmobiliarias cotizadas</i>	22
d. <i>Vehículos de inversión colectiva</i>	22
<i>Fondos inmobiliarios</i>	23
<i>Fondos mobiliarios del sector inmobiliario.</i>	23
<i>Real estate investment trusts (REIT) y SOCIMIs</i>	23
<i>Productos derivados (property derivative) del sector inmobiliario basados en índices.</i>	23
PARTE PRIMERA	25
El inversor inmobiliario particular.	25
Capítulo 1. El inversor inmobiliario que compra un piso para alquilarlo. Fase de selección de pisos para alquilar.	25
1. ¿En qué se fija un inversor inmobiliario?	25
Ascensor	26
Garaje	26
Ruidos	26
Número de habitaciones	26
Superficie. Metros cuadrados (útiles vs construidos)	27
Precaución con los metros de terrazas y armarios empotrados.	27
Distribución	27
Los metros de pasillo	27
Orientación	28
Fachada exterior	28
Ventanas	29
Puertas	29
Antigüedad de los edificios.	29
Viviendas a reformar	29
Certificado energético	29
2. Lo que debe saber de los agentes y portales inmobiliarios si quiere invertir en inmuebles para alquilar.	31

a. Al acabar la visita: me quedo porque ahora mismo viene un cliente muy interesado en el piso.	31
b. Ver el número de favoritos en los portales inmobiliarios.	31
c. El tiempo que lleva en venta. La referencia de los portales de internet.	31
TALLER DE TRABAJO	33
Casos prácticos para el pequeño inversor inmobiliario. Ventajas y desventajas de invertir en inmuebles para alquilar.	33
1. Desventajas de invertir en inmuebles para alquilar	33
a. Lleva tiempo recuperar la inversión. El inmueble no tiene liquidez inmediata.	33
b. Recuperación de la inversión. Ej. 120.000 € en comprar una vivienda. 600 €. 17 años en recuperar la inversión.	33
c. Dificultades para alquilar con garantías. No se gana y se gasta (impuestos, comunidad, etc.)	33
2. Ventajas de invertir en inmuebles para alquilar	34
a. Alquilar es más fácil que vender y es más rápido.	34
b. Ingresos regulares.	34
TALLER DE TRABAJO	35
Caso práctico. ¿Cómo se calcula la rentabilidad de un alquiler?	35
1. La fórmula que no falla.	35
2. ¿Qué rentabilidad es adecuada?	35
3. Ejemplos de rentabilidades por alquiler.	36
a. Rentabilidad de la vivienda	36
b. Rentabilidad de los locales comerciales	36
c. Rentabilidad de las oficinas	36
d. Rentabilidad de los garajes	37
TALLER DE TRABAJO	38
Incentivos a la inversión inmobiliaria: inversión inmobiliaria a cambio de nacionalidad.	38
1. Visado de residencia para inversores. La inversión inmobiliaria a cambio de la nacionalidad española (GOLDEN VISA).	38
2. Autorización de residencia para inversores	39
TALLER DE TRABAJO	46
La vía mixta del alquiler garantizado o lease back inmobiliario para particulares.	46
La vía mixta para propietarios: cobrar una cantidad a la firma del contrato de venta más unas rentas mensuales.	46
PARTE SEGUNDA	47
Fiscalidad del alquiler por inversores inmobiliarios.	47
Capítulo 2. Impuesto de la renta de las personas físicas. IRPF.	47
1. Impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF)	47
2. Rendimientos del capital inmobiliario	47
a. Cálculo de los rendimientos íntegros	48
b. Gastos deducibles	48
3. Imputación de rentas inmobiliarias.	49
4. Reducciones	50
TALLER DE TRABAJO	51
Gastos deducibles y no deducibles en el IRPF por el alquiler de vivienda.	51

1. Gastos deducibles	51
a. Intereses y demás gastos de financiación	51
b. Conservación y reparación	52
c. Tributos y recargos no estatales	52
d. Saldos de dudoso cobro	53
e. Cantidades destinadas a la amortización del inmueble.	53
f. Compensación para contratos de arrendamiento anteriores a 9 de mayo de 1985	54
2. Gastos no deducibles	55
TALLER DE TRABAJO	56
¿Cómo declarar los ingresos del alquiler turístico?	56
1. ¿Qué es una vivienda vacacional a efectos fiscales?	56
2. Impedimentos para desgravaciones por vivienda habitual.	56
3. Las deducciones para el período en que la vivienda vacacional está alquilada.	56
4. ¿Cómo declarar los días alquilados?	57
5. ¿Cómo declarar por los días que no ha estado alquilada?	57
6. Inspecciones y declaraciones paralelas por no declaración de las viviendas vacacionales.	57
TALLER DE TRABAJO	58
¿Qué se consideran "rendimientos del capital inmobiliario"?	58
1. ¿Qué se consideran "rendimientos del capital inmobiliario"?	58
2. ¿Cómo se determina el rendimiento neto del capital inmobiliario?	58
3. ¿Qué gastos son deducibles?	59
4. ¿Qué reducciones son aplicables a los rendimientos netos?	59
a. Reducción general	59
b. Reducción especial	60
5. Las retenciones en los rendimientos de capital inmobiliario	60
6. Dación en pago.	60
TALLER DE TRABAJO	64
Rendimientos inmobiliarios en el IRPF. Casos prácticos.	64
1. Arrendamiento de inmueble como rendimiento del capital inmobiliario	64
2. Subarrendamiento	65
3. Arrendamiento de negocios o minas	65
4. Indemnización por resolución anticipada del contrato de arrendamiento	65
5. Inmueble con uso o destino simultáneo en el mismo periodo (arrendado y a disposición de sus titulares)	65
6. El arrendamiento de elementos comunes de un edificio	66
TALLER DE TRABAJO	67
Fiscalidad de las SOCIMIs	67
1. Régimen fiscal especial aplicable a las SOCIMIs en el Impuesto sobre Sociedades ("IS").	67
2. Fiscalidad de los inversores en acciones de las SOCIMIs.	69
a. Imposición directa sobre los rendimientos generados por la tenencia de las acciones de las SOCIMIs	69



(i) Inversor sujeto pasivo del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ("IRPF")	69
(ii) Inversor sujeto pasivo del IS o del Impuesto sobre la Renta de no Residentes ("IRNR") con establecimiento permanente ("EP")	70
(iii) Inversor sujeto pasivo del IRNR sin EP	70
b. Imposición directa sobre las rentas generadas por la transmisión de las acciones de las SOCIMIs.	71
(i) Inversor sujeto pasivo del IRPF.	71
(ii) Inversor sujeto pasivo del IS y del IRNR con EP	72
(iii) Inversor sujeto pasivo del IRNR sin EP	72
3. Imposición sobre el patrimonio ("IP")	73
4. Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones ("ISD")	74
5. Imposición indirecta en la adquisición y transmisión de las acciones de las SOCIMIs	75
PARTE TERCERA	76
Inversión inmobiliaria a través de sociedades interpuestas.	76
Capítulo 3. La entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles y de alquiler de inmuebles.	76
1. El concepto de entidad patrimonial en la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.	76
¿Qué es una sociedad patrimonial?	77
a. Concepto de entidad patrimonial.	77
b. Definición del concepto de actividad económica y el concepto de entidad patrimonial.	78
2. Requisitos de una sociedad patrimonial	79
3. Clases y ejemplos de sociedades patrimoniales	80
a. Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles.	80
b. Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin personal empleado con contrato laboral y jornada completa.	80
c. Entidad patrimonial de tenencia de valores	80
d. Entidad NO patrimonial de alquiler de inmuebles	80
e. Entidad NO patrimonial que posee participaciones en capital de otras sociedades.	81
f. Entidad NO patrimonial que posee participaciones en el capital social de otras sociedades (grupo de empresas).	81
4. Ventajas y desventajas de una sociedad patrimonial inmobiliaria.	81
a. Ventajas	82
Si el inmueble no genera rendimiento y no hay autoalquiler. Ahorro de la imputación por renta inmobiliaria de segundas residencias en el IRPF.	82
Renuncia a la exención del IVA en caso de compras de inmuebles de segunda transmisión.	82
b. Desventajas	82
Contratar a un empleado a tiempo completo.	82
No son aplicables los incentivos fiscales de las entidades de reducida dimensión (ERD)	82
No gozan de exención en el Impuesto sobre el Patrimonio ni tampoco gozan de bonificación en el impuesto de Sucesiones y Donaciones al transmitirse las acciones a los herederos.	82
No se aplican las reducciones por ingresos por arrendamiento previstos en el IRPF.	83
5. El caso de la actividad económica en el arrendamiento de inmuebles.	83
TALLER DE TRABAJO	85
El concepto de Sociedad Patrimonial. (Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles. Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin organización mínima. Sociedad que posee exclusivamente inmuebles que alquila, sin ningún medio personal. Entidad no patrimonial de alquiler de inmuebles).	85
TALLER DE TRABAJO	87

Ejemplos de entidades patrimoniales y no patrimoniales	87
Entidad patrimonial de mera tenencia de inmuebles.	87
Entidad patrimonial de alquiler de inmuebles, sin organización mínima.	87
Entidad no patrimonial de alquiler de inmuebles.	87
Sociedad que posee exclusivamente inmuebles que alquila, con medios personales.	87
Sociedad de alquiler de inmuebles en un grupo de sociedades.	87
Entidad patrimonial de mera tenencia de valores.	87
TALLER DE TRABAJO	89
El debate sobre la no tributación en España de la transmisión de entidades explotadoras de inmuebles por socios no residentes	89
Capítulo 4. Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas.	93
Entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.	93
1. Requisitos principales del régimen.	94
2. Caso práctico. Ejemplo de rentabilidad.	95
3. Régimen legal. Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del impuesto sobre sociedades.	95
Entidades dedicadas al arrendamiento de vivienda	95
Ámbito de aplicación.	95
Bonificaciones.	97
TALLER DE TRABAJO	99
Régimen especial del Impuesto sobre Sociedades para empresas dedicadas al arrendamiento de viviendas.	99
1. Hasta una bonificación del 85% en la cuota del impuesto de sociedades, es decir, tributación a un tipo efectivo del 3,75%.	99
2. Requisitos en la constitución y comunicación a la Agencia Tributaria.	99
3. Requisitos de contabilidad separada por cada vivienda.	99
4. Requisitos en el número de viviendas en alquiler y plazos de alquiler.	100
PARTE CUARTA	102
Los 'family office' inmobiliarios.	102
Capítulo 5. Los 'family office' inmobiliarios.	102
TALLER DE TRABAJO	102
Los 'family office' inmobiliarios. Ejemplo de sociedad patrimonial especializada en inmuebles en renta.	102
TALLER DE TRABAJO	107
Esquemas de Family Office. Compañía privada que gestiona las inversiones (en este caso, inmobiliarias) de una familia.	107
TALLER DE TRABAJO	122
Esquema de 'family office' inmobiliario.	122
1. Concepto de family office.	122
2. Objetivo de un family office inmobiliario.	123
a. Protección del patrimonio.	123
Planificación sucesoria	123
Mejora de costes de gestión.	123
Profesionalización	123



Especialización	123
Implementación y optimización de la estructura patrimonial.	123
b. Gestión del Patrimonio inmobiliario.	123
Selecciones de gestores profesionales.	123
Inversión en activos inmobiliarios.	123
Definición del perfil de riesgo.	123
3. Clases de family offices inmobiliarios.	124
4. Estructuras y organigramas.	127
5. Gestión de carteras.	128
6. Financiación de las family offices inmobiliarias.	132
7. Servicios inmobiliarios de una family office inmobiliario y ejemplos en edificios.	133
TALLER DE TRABAJO	143
Ejemplos de family offices en España.	156
Pontegadea (Family office de Amancio Ortega), Rosp Corunna (Family office de Rosalía Mera), Casa Grande de Cartagena (familia Del Pino), Bestinver (familia Entrecanales), Inveravente (Manuel Jove), Omega Capital (Alicia Kolowitz), March Gestión (familia March), Corporación Exea (familia Puig), Grupo Landon (familia Gallardo), Lafont (familia Carulla), Nefinsa (familia Serratos), Bernat Family Office (BFO)(familia Bernat), Grupo Quercus (familia Carulla), Hemisferio (familia Lara), Libertas 7 (familia Noguera), etc.	156
PARTE QUINTA	175
Rentabilizar el patrimonio inmobiliario.	175
Capítulo 6. Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos).	175
1. La flexibilidad de la inversión indirecta (vehículos inversores interpuestos)	175
2. Inversión inmobiliaria en función de la localización y el desarrollo urbanístico necesario.	176
3. Inversión inmobiliaria en función del Project finance y el nivel de riesgo.	176
TALLER DE TRABAJO	179
¿Cómo invertir en bienes inmuebles?	179
1. Comprar el inmueble o las acciones de la sociedad propietaria del inmueble.	179
a. Adquisición directa o indirecta (por sociedad interpuesta) del inmueble.	179
b. Precauciones cuando una sociedad cotiza en bolsa.	179
c. La venta de las subsidiarias propietarias del inmueble. La cadena de subsidiarias hasta llegar a la propiedad del inmueble. Artículo 314 de la Ley del Mercado de Valores.	180
d. SPV <Special Purpose Vehicle (SPV) (Sociedad vehículo) o aportación del inmueble a la Joint Venture (sociedad conjunta entre inversor y promotor inmobiliario).	181
e. Forward Purchase y Forward Funding	181
2. El proceso de inversión en bienes inmuebles en las transacciones de fusión y adquisición (M&A).	181
a. Carta de intenciones (letter of intent - LoI)	181
b. Memorandos de entendimiento (memorandum of understanding MoU) o protocolo de acuerdo (Heads of Terms (HoT)).	182
c. Acuerdos de confidencialidad (Non Disclosure Agreement. NDA).	182
d. Data Room (acopio de información). Documento de preguntas y respuestas (Q&A).	182
e. Due Diligence inmobiliaria.	182
f. Oferta NO vinculante (Non-Binding. Offer - NBO)	183
Objeto	184
Perfil del comprador	184
Estructura de la Operación	184
Valoración de la sociedad objeto de adquisición	184

Condiciones de la oferta	184
Asunción de la oferta	185
Exclusividad	185
Confidencialidad	185
Período de validez de la oferta	185
Disposiciones vinculantes	185
Fuero	185
Costes y gastos	185
g. Oferta vinculante (binding offer BO).	186
h. Declaraciones y garantías (Representations and warranties ("R&W"))	187

TALLER DE TRABAJO 189

La inversión inmobiliaria de las aseguradoras. 189

Las compañías de seguros prefieren invertir en inmuebles de forma directa o a través de vehículos de inversión creador por ellas mismas, en lugar de utilizar Socimis, debido a que el consumo de fondos propios que les impone Solvencia II es del 25% de la tasación del inmueble en la compra directa mientras que es del 49% del valor de lo invertido en renta variable. 189

Capítulo 7. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias. 192

1. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias (variables: impago de rentas, desocupación, depreciación y remodelación).	192
2. Prima de riesgos de centros comerciales (el problema de la renta variable - cíclico).	193
3. Prima de riesgo del sector hotelero.	194
4. Prima de riesgo de inversión residencial (vivienda en alquiler).	195
5. Prima de riesgo de oficinas (mercado cíclico).	196
6. Prima de riesgos de suelo industrial (polígonos industriales y logísticos).	197
7. Prima de riesgos de garajes y aparcamientos.	199

TALLER DE TRABAJO 201

Inversión en activos inmobiliarios en base a su rentabilidad. ¿Qué es y cómo se calcula el cash flow de inversión inmobiliaria? 201

1. ¿Qué es y cómo se calcula el cash flow de inversión inmobiliaria?	201
2. Las tres herramientas (payback, VAN y TIR) de valoración de los proyectos inmobiliarios.	202
a. El plazo de recuperación o payback	202
b. El VAN (Valor Actual Neto)	202
c. El TIR (Tasa de Retorno de la Inversión)	203
3. Ejemplo de valoración de activos inmobiliarios en base a su rentabilidad	204
Planificación	204
Ubicación	205
Tasa de financiación (Prima de Riesgo mínima establecida en la Orden ECO 805/2003. Rentabilidad mínima a considerar para cada tipología de edificación).	205
TIRaR S (TIR en riesgos sistemáticos)	205
Tasa libre de riesgo (independiente del mercado inmobiliario).	205
Tasa de reinversión.	206
Costes de explotación.	206

TALLER DE TRABAJO 219

El yield prime en la inversión inmobiliaria 219

1. El yield proporciona información referente a la rentabilidad del inmueble.	219
El yield bruto (gross yield)	219
El yield neto (net yield)	219

El yield inicial (initial yield)	219
El yield de salida (exit yield)	220
El yield teórico y el yield real	220

2. Los inmuebles con yields más elevados deberían ser los de mayor riesgo. 220

TALLER DE TRABAJO 221

Cap Rate (Tasa de capitalización) y el efecto que podría tener una subida de tipos sobre el valor de los activos inmobiliarios. 221

1. El Cap Rate (tasa de capitalización) es una medida de valoración de bienes inmuebles que se utiliza para comparar diferentes inversiones en bienes inmuebles. 221

- La tasa de capitalización simplemente representa el rendimiento de una propiedad en un horizonte temporal de un año, suponiendo que la propiedad se compre en efectivo y no en préstamo. 221
- La tasa de capitalización indica la tasa de retorno intrínseca, natural y no apalancada de la propiedad. 221
- Con el dato del Cap Rate es sencillo poder saber el importe de flujo mensual que generará una propiedad en relación a su precio de venta. 222

2. Fórmula básica del Cap Rate (tasa de capitalización) 223

3. Utilización del Cap Rate para valoración inmobiliaria. 224

4. Ingreso de operación neto (NOI <Net Operating Income (NOI)>). 224

5. Utilización del Cap Rate para la comparación como herramienta de inversores inmobiliarios. 225

6. Factores de Determinación del Cap Rate. 225

El coste de oportunidad del capital, las expectativas de crecimiento y el riesgo. 225

La principal fuente de ingresos en bienes inmuebles comerciales es el alquiler. 226

7. Ejemplos de aplicación de las fórmulas de cálculo del Cap Rate. 226

TALLER DE TRABAJO 231

Debt Service Coverage Ratio (DSCR). (Relación de cobertura de servicio de la deuda). 231

1. El DSCR muestra la proporción de gastos que la propiedad está llevando a cabo en comparación con sus ingresos brutos. 231

2. La capacidad de su empresa para pagar la deuda al dividir su ingreso operativo neto por el total de su deuda y los pagos de intereses. 231

3. ¿Qué es el índice de cobertura de servicio de la deuda y por qué es importante? 232

4. ¿Cómo calcular el índice de cobertura de su servicio de la deuda? 232

Paso 1. Calcule su negocio neto anual de ingresos operativos. 232

Paso 2. Calcule sus obligaciones de deuda comercial para el año en curso 232

Paso 3 / Divida la primera cifra (ingreso operativo neto) por la segunda cifra (servicio de la deuda actual). 233

Ejemplo 233

5. ¿Qué DSCR necesito para calificar para un préstamo comercial? 233

6. ¿Cómo puedo mejorar el índice de cobertura de mi servicio de la deuda? 233

TALLER DE TRABAJO 234

¿Qué es el "Loan-to-Value" (LTV). Proporción de préstamo a valor. 234

1. Los bancos y otros prestamistas hipotecarios utilizan la relación LTV para evaluar el riesgo. 234

2. ¿Qué es la relación de préstamo a valor (LTV): cómo calcular y la fórmula de LTV? 235

Fórmula de préstamo a valor (LTV) _____	235
LTV = (Tamaño del préstamo) / (Valor tasado de la propiedad) _____	235
Tamaño del préstamo _____	235
Valor tasado de la propiedad _____	235
3. ¿Por qué es importante la relación préstamo-valor? _____	235
4. Pros y contras de una alta relación de préstamo a valor _____	236
Beneficios de un alto LTV _____	236
5. ¿Cómo aumentar el LTV? _____	237
6. Razones para bajar la relación LTV _____	238
TALLER DE TRABAJO _____	239
Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo-rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías. _____	239
1. Rentabilidad y riesgo. _____	240
2. Fondos propios y préstamos. _____	240
3. Estrategia inversora (mantenimiento o venta). _____	241
4. Diversificación y ubicación. _____	241
TALLER DE TRABAJO _____	247
Inversores inmobiliarios, perfiles de inversión y rentabilidades exigidas. _____	247
1. Inversores inmobiliarios oportunistas. _____	247
2. Inversores Inmobiliarios Value Added. _____	248
3. Inversores Inmobiliarios Core Plus. _____	248
4. Inversores Inmobiliarios Core. _____	248
TALLER DE TRABAJO _____	249
Perfiles de los fondos inmobiliarios en función del riesgo. _____	249
1. Fondos oportunistas _____	249
Gestores de deuda, fondos de capital riesgo, fondos para activos distressed _____	249
2. Fondos Value - Added _____	249
Fondos de capital privado inmobiliarios que agrupan capital de diferentes inversores _____	249
3. Fondos Core Plus _____	249
Patrimonialistas, aseguradoras. _____	249
4. Fondos Core _____	250
Family Office, institucionales, fondos soberanos, compañías de seguros, etc. _____	250
TALLER DE TRABAJO _____	255
Tipos de fondos inmobiliarios en función del riesgo. _____	255
1. Core, o nuclear _____	255
2. Core-plus o Value-Added _____	255
3. Opportunity / fondos de oportunidad _____	255
TALLER DE TRABAJO _____	257
Estrategias de Inversión y perfil de fondos patrimonialistas inmobiliarios. _____	257
1. Inversión en inmuebles en rentabilidad con posibilidades de aumentar las rentas vía inversión en CAPEX (capital expenditures). _____	257
2. Estrategias de Inversión _____	257

Core y Core Plus	257
Valor Añadido o Value Added	258
Inversores Inmobiliarios Core Plus	258
Inversores Inmobiliarios Core	258
Oportunista	259
TALLER DE TRABAJO	261
Inversión patrimonialista en activos inmobiliarios.	261
Inversión institucional en activos inmobiliarios en España	261
Inversión patrimonialista en inmuebles en España	261
Fondos de inversión inmobiliarios.	261
Sociedades de inversión.	261
Compañías de seguros y fondos de pensiones.	261
TALLER DE TRABAJO	289
Los FAB o Patrimonios Separados y su relación con los Fondos de Inversión Inmobiliaria.	289
1. Fondos de activos bancarios ("FAB")	289
2. Constitución y gestión de los FAB	290
3. Patrimonio de los FAB	290
4. Régimen de transmisión de activos y pasivos	291
5. Emisión de valores	292
6. Compartimentos independientes	292
7. Fusión y escisión	292
8. Requisitos de auditoría e información	293
9. Aspectos fiscales de los FAB	293
a. Tributación directa	293
1. Tributación de los FAB	294
2. Tributación de los partícipes	294
b. Tributación indirecta	294
c. Tributación municipal	295
10. Caso práctico. ¿Por qué utiliza la SAREB una "FAB" joint venture inmobiliaria? Por las ventajas fiscales.	295
TALLER DE TRABAJO	297
La sentencia del Tribunal de cuentas contra los responsables de la Empresa Municipal de vivienda y suelo (EMVS) de Madrid por la venta de carteras de vivienda pública.	297
Grave precedente para las futuras ventas de vivienda pública a fondos ya que el sistema de valoración legal no se corresponde con las exigencias de inmediatez en épocas de crisis.	297
Texto completo de la sentencia.	298
PARTE SEXTA	389
External Property Management. Gestoras de patrimonios inmobiliarios.	389
Capítulo 8. El management inmobiliario integral externo por consultorías. Contract Management Inmobiliario.	389
1. Consultores inmobiliarios especializados en la gestión inmobiliaria integral de proyectos inmobiliarios.	389
2. Fases del Contract Management Inmobiliario.	389
1) Análisis de necesidades de operador o inversor.	390
2) Búsqueda del suelo acorde a las necesidades del inversor.	390
3) Estudio de viabilidad económico-financiero de la operación.	390

- 4) Análisis de la tipología de operación inmobiliaria con aportación de soluciones jurídicas más adecuadas (Presale & LeaseBack, Forward Purchase, etc). _____ 390
- 5) Optimización del proyecto de implantación. _____ 390
- 6) Búsqueda de inversor u operador. _____ 390
- 7) Búsqueda de financiación y definición de estructura óptima de pasivo. _____ 390
- 8) Consultoría financiera, inmobiliaria y urbanístico preparatoria. _____ 390
- 9) Project Management Inmobiliario integral (diseño, edificabilidad, ajuste al uso, exigencias del usuario final tipo tecnológico, parámetros operativos, eficiencia energética, etc.. _____ 390
- 10) Post Project management con Construction Management y seguimiento del planning (informes mensuales). Construcción y gestión de licencias. Controlling, seguimiento y optimización de costes. _____ 390

Capítulo 9. La gestión integral EXTERNA de patrimonios inmobiliarios. _____ 391

1. La gestión integral de patrimonios _____ 391
 - a. Fase de inversión inmobiliaria (identificación de inmuebles y momento de compra). _____ 391
 - b. Gestión de la propiedad (administración, arrendamientos, seguros) _____ 391
 - c. Ejemplo de Programa informático para la gestión integral de inmuebles. _____ 392
 - Gestión integral de inmuebles _____ 392
 1. Estructura de los inmuebles _____ 392
 2. Inmovilizado _____ 392
 3. Gestión de espacios _____ 392
 4. Gestión documental _____ 393
 - d. Venta del inmueble (búsqueda de compradores y momento de venta) _____ 393
2. Ejemplos de adjudicación pública de contrato de gestión integral de un conjunto de edificios públicos. _____ 393

Capítulo 10. Las gestoras de patrimonios inmobiliarios como modelo de negocio complementario y multifuncional. _____ 395

1. ¿Qué servicios presta una gestora de patrimonios inmobiliarios? _____ 395
2. ¿Qué estructura organizativa tiene una gestora de patrimonios inmobiliarios? _____ 396
3. ¿Qué servicios de valor añadido puede aportar al pequeño promotor? _____ 396
 - a. Urbanismo y rehabilitación edificatoria. _____ 396
 - b. Gestión Técnica (edificación y urbanismo). _____ 397
4. Gestión patrimonialista para inversores (diagnóstico inmobiliario y rentabilidad). _____ 398
 - a. Departamento de Gestión de Patrimonios Inmobiliarios. _____ 398
 - b. Diagnóstico de carteras inmobiliarias. _____ 398
 - c. Plan Estratégico inmobiliario. _____ 398

TALLER DE TRABAJO. _____ 399

- Dirección de Gestión de Patrimonios Inmobiliarios. El client management. _____ 399
1. Las 4 patas del client management inmobiliario: áreas técnica, comercial, de explotación económica y de atención al cliente. _____ 399
2. Una página web para cada edificio gestionado. _____ 400
3. Diferencias entre la gestión única (gestor de referencia) y la gestión funcional (expertos). _____ 400
- Los gestores de grandes patrimonios inmobiliarios. _____ 403

Capítulo 11. Las gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate). _____ 403

1. Las gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate) registradas en la CNMV como SGEIC (Sociedad Gestora de Entidades de Inversión Colectiva de tipo cerrado). _____ 403
 - a. Puesta en valor de inmuebles y adecuación a la demanda actual. _____ 403
 - b. Gestión de activos inmobiliarios de los vehículos de inversión. _____ 403

c. Proceso para generar mayor rentabilidad inmobiliaria al menor riesgo.	403
2. Capital privado inmobiliario (private equity real estate)	404
3. Niveles en la gestión del capital privado inmobiliario.	404
Gestión de Capital o Gestión de Fondos/ Inversiones	404
Gestión de Activos inmobiliarios.	405
Gestión Inmobiliaria / facility management.	405
4. Estrategias de inversión inmobiliaria de los fondos de capital privado inmobiliario.	405
Core y Core Plus (poco riesgo: ingresos recurrentes de alquileres y baja plusvalía equiparable a la inflación.	405
Valor Añadido o Value Added (riesgo medio: rehabilitar para poner en valor).	406
Oportunista (riesgo alto: desarrollar nichos de mercado inmobiliario potencial).	406
TALLER DE TRABAJO	407
Fases de la gestión de activos inmobiliarios	407
1. Due Diligence del inmueble.	407
2. Gestión de activos inmobiliarios y plan de mitigación de riesgos.	407
3. Publicación de activos inmobiliarios disponibles.	407
4. Comercialización de inmuebles, plan de marketing y estrategias.	408
a. Elaboración del Plan Comercial y Plan de Marketing inmobiliario.	408
Plan comercial	408
Distribución de carteras y objetivos	408
Plan de acciones de Marketing inmobiliario.	408
b. Comercialización de los activos inmobiliarios.	408
Fijación de precios de los activos inmobiliarios.	408
Gestión y seguimiento de activos inmobiliarios.	408
TALLER DE TRABAJO	409
Folletos de presentación de gestoras independientes de capital privado inmobiliario (private equity real estate).	409
TALLER DE TRABAJO	459
Los Fondos Inmobiliarios. Reglas generales.	459
TALLER DE TRABAJO.	466
Fondos de inversión inmobiliaria. Fondos de Inversión Inmobiliaria.	466
Valor liquidativo y régimen de suscripciones y reembolsos.	466
Comisiones y gastos.	466
Sociedades de Inversión Inmobiliaria.	466
TALLER DE TRABAJO.	529
Fondos de inversión inmobiliaria. El valor del patrimonio en un fondo de inversión.	529
Valor liquidativo aplicable.	529
CHECK-LIST	532
1. Rotación y gestión de activos inmobiliarios.	532
2. Venta de activos inmobiliarios no estratégicos.	532
Ventajas	532
3. La rotación de activos no estratégicos orientada a la reinversión de los ingresos en inmuebles estratégicos y con mayor capacidad de creación de valor.	532
Creación de valor mediante la adquisición de activos inmobiliarios para su transformación y adaptación a las necesidades del mercado, y su posterior venta a terceros, todo ello con una elevada rotación.	532
Equilibrio adecuado entre la rotación inmobiliaria y la rentabilidad de cada operación.	532



4. El Plan Estratégico inmobiliario debe contemplar la desinversión de activos cumpliendo con el objetivo marcado de rotación de activos maduros. _____ 533

PARTE SÉPTIMA _____ 534

- El asset management inmobiliario. _____ 534

Capítulo 12. El asset management inmobiliario. ¿Cómo generar valor en la gestión de inmuebles? _____ 534

1. ¿Qué es el asset management inmobiliario? _____ 534
El asset management inmobiliario o una gestión proactiva de un inmueble puede incrementar notablemente los beneficios de cualquier propietario. _____ 534
2. Diferencias entre el Asset Management inmobiliario y el Property Management. _____ 534
Asset Management inmobiliario _____ 534
Property Management _____ 535
3. Fases del asset management inmobiliario. _____ 536
4. Funciones del asset management inmobiliario. _____ 536
 - a. Servicios de Gestión de Activos. Identificación y ejecución de oportunidades de creación de valor a través de iniciativas de expansión, renovación y reposicionamiento. _____ 536
 - b. Vigilancia de la seguridad, la salud y el medio ambiente _____ 536
 - c. Due diligence inmobiliaria. Investment Strategy and Advisory. Sustainability (due diligence, benchmarking, strategy for the asset, GRESB participation) _____ 537
5. Funciones del Property Management _____ 537
 - a. Servicios de Operaciones _____ 537
 - b. Servicios de control de arrendamientos. Administrative Management. _____ 537
 - c. Servicios de Investigación y Marketing. Research. _____ 537
 - d. Servicios de Sostenibilidad. Sustainability. _____ 538
Cumplimiento y evaluación de riesgos _____ 538
Análisis de las deficiencias _____ 538
Planes de eficiencia _____ 538
Certificaciones externas como BREEAM en uso, ISO 14001 y OHSAS 18001 _____ 538
Estrategia de participación de las partes interesadas _____ 539

Capítulo 13. Rentabilizar el patrimonio inmobiliario. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias. _____ 540

1. Prima de riesgo de las rentabilidades inmobiliarias (variables: impago de rentas, desocupación, depreciación y remodelación). _____ 540
2. Prima de riesgos de centros comerciales (el problema de la renta variable – cíclico). _____ 541
3. Prima de riesgo del sector hotelero. _____ 542
4. Prima de riesgo de inversión residencial (vivienda en alquiler). _____ 543
5. Prima de riesgo de oficinas (mercado cíclico). _____ 543
6. Prima de riesgos de suelo industrial (polígonos industriales y logísticos). _____ 545
7. Prima de riesgos de garajes y aparcamientos. _____ 546

TALLER DE TRABAJO _____ 548

- Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo-rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías. _____ 548
1. Rentabilidad y riesgo. _____ 549
 2. Fondos propios y préstamos. _____ 549
 3. Estrategia inversora (mantenimiento o venta). _____ 549

4. Diversificación y ubicación. _____	550
Capítulo 14. Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos). _____	556
1. La flexibilidad de la inversión indirecta (vehículos inversores interpuestos) _____	556
2. Inversión inmobiliaria en función de la localización y el desarrollo urbanístico necesario. _____	557
3. Inversión inmobiliaria en función del Project finance y el nivel de riesgo. _____	557
PARTE OCTAVA _____	560
Los servicers inmobiliarios. _____	560
Capítulo 15. Los servicers inmobiliarios. _____	560
1. ¿Qué es un servicer inmobiliario? _____	560
2. Funciones de los servicers inmobiliarios. _____	562
3. Servicers inmobiliarios en España. _____	562
3. Ejemplos de servicers inmobiliarios (Solvía, Altamira, Anticipa, Servihabitad, Anida y Haya). _____	563
4. El futuro de los servicers inmobiliarios. _____	564
TALLER DE TRABAJO _____	566
Caso real. Ejemplo de un servicer inmobiliario y su proceso de cuaderno de venta. _____	566
1. ¿Por qué surgieron los “servicers inmobiliarios” en lugar de que los bancos utilizasen consultoras inmobiliarias? _____	566
a. El problema del servicing es un problema de transaccionalidad _____	566
b. Criterios y prácticas de gestión más modernos e innovadores en el sector inmobiliario. Especialmente los servicios profesionales a empresas. _____	567
2. Ejemplo de servicer inmobiliario. _____	567
a. Actividades de un servicer inmobiliario. _____	568
b. Proceso de venta de un servicer inmobiliario. _____	569
c. Cuaderno de venta de un servicer inmobiliario. _____	569
Transformación de Activos _____	569
Reducción de los activos problemáticos en el ejercicio con una elevada rotación y mejor composición de activos adjudicados. _____	569
Ventas de activos inmobiliarios. _____	570
Descripción del negocio. Dirección de Transformación de Activos y Participadas Industriales e Inmobiliarias (DTAP). _____	570
Reducción continua de los activos problemáticos (riesgos dudosos y activos inmobiliarios adjudicados) hasta la normalización de los saldos. _____	570
Workout Units bancarias enfocada específicamente a la gestión de activos _____	570
Estrategia de gestión. _____	570
Globalidad o visión end-to-end del proceso de transformación inmobiliario. _____	570
Especialización y segmentación de responsabilidades por procesos y carteras inmobiliarias. _____	570
Eficiencia de los procesos de gestión en plazos y coste. _____	571
Multicanalidad y capacidad transaccional. _____	571
Principales magnitudes del negocio. _____	571
TALLER DE TRABAJO _____	577
Dosieres de los principales servicers inmobiliarios. _____	577
Asset management. Servicios integrales en administración, gestión y mantenimiento de inmuebles. Principalmente carteras inmobiliarias procedentes de la reordenación bancaria. _____	578
Comercializadores y agentes Red propia y de terceros. _____	578
Web comercializadora (servicing inmobiliario). _____	578
Recuperación de préstamos o Loan Servicing (gestión temprana de mora, gestión de pagos y	

amortización, recuperación de impagados, compras, dación en pago, ejecuciones hipotecarias). 578

Valoración y due diligence inmobiliaria. 578

Análisis de la situación de cada activo inmobiliario y ejecución de planes de reparación o remodelación, preparándolos para el mercado y generando mayor valor a sus activos. 578

Mantenimiento y conservación inmobiliaria (facility services), tanto administrativos como operativos. 578

Alquiler y gestión. 578

Project Management necesarios para el desarrollo de suelo. 578

Venta y gestión de cartera patrimonial. 578

Diseño de carteras de inversión. 578

Compra venta de activos financieros e inmobiliarios. 578

Análisis de carteras hipotecarias y de activos inmobiliarios. 578

PARTE NOVENA 599

CrowdInvesting y Crowdfunding o Inversión Colectiva en inmuebles (financiación e inversión inmobiliaria). 599

Capítulo 16. Crowdfunding. 599

1. El desarrollo del crowdfunding inmobiliario y las plataformas de inversión Crowd. 599

2. Crowdlending y equity crowdfunding en España. 599

3. Concepto de crowdfunding. 600

4. Clases de crowdfunding. 600

5. Crowdlending y Equity Crowdfunding (proyecto de financiación participativa en una página web). 600

TALLER DE TRABAJO 602

Plataformas de crowdinvesting 602

TALLER DE TRABAJO 604

Todo lo que hay que saben antes de invertir en crowdfunding inmobiliarios. 604

1. Plataformas de crowdfunding inmobiliario para captar pequeñas aportaciones de inversores particulares 604

2. ¿Se invierte directamente en un inmueble? 605

3. ¿Qué supone participar en una Sociedad Limitada propietaria de un inmueble? 605

4. La rentabilidad anunciada por las plataformas de crowdfunding inmobiliario. 606

5. ¿Cómo recuperar parte de la inversión? 606

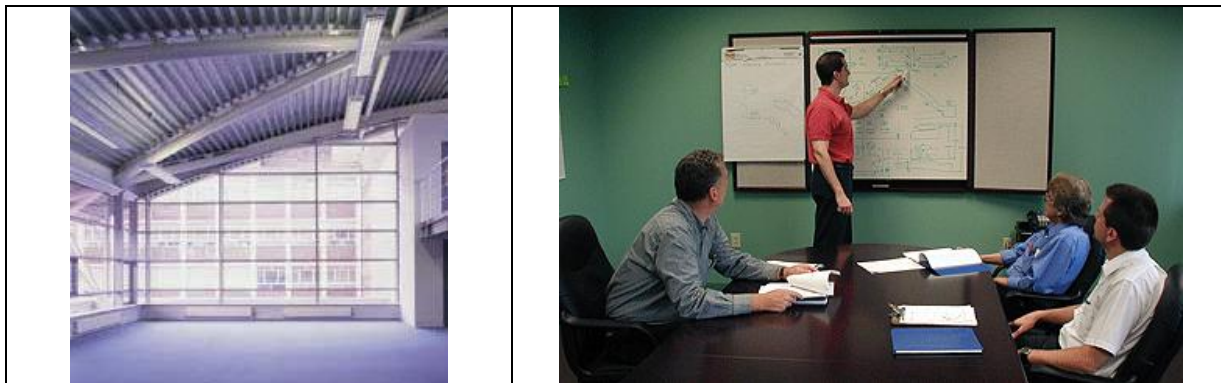
6. Responsabilidad de las plataformas de crowdfunding con el inversor inmobiliario. 607

¿QUÉ APRENDERÁ?



- **Inversor inmobiliario patrimonialista. Inmobiliaria patrimonialista.**
- **Medidas anticíclicas de prevención del riesgo inmobiliario.**
- **Proceso de reestructuración de su patrimonio con el objeto de incrementar los niveles de rentabilidad**
- **La estructura financiera de una inmobiliaria patrimonialista. Activos inmobiliarios para su alquiler.**
- **La gestión técnica del patrimonio en una inmobiliaria patrimonialista.**
- **Estrategia inversora inmobiliaria. Equilibrio financiero (riesgo rentabilidad) en el análisis de rentabilidad por alquiler o plusvalías.**
- **Estrategias inmobiliarias directas o indirectas (vehículos inversores interpuestos).**
- **Estrategias de inversión y perfil de fondos patrimonialistas inmobiliarios.**
- **El private equity inmobiliario.**

Introducción. Las ventajas de la inversión inmobiliaria directa frente a otras clases de inversión.



1. Diferencias entre la inversión inmobiliaria y la inversión en activos financieros como deuda pública.

a. *Transparencia de la bolsa vs valoraciones inmobiliarias.*

Los mercados de capitales cotizados en bolsa y la deuda pública son activos financieros de enorme transparencia, pues están en mercados desarrollados y muy eficientes, de manera que el inversor tiene en todo momento conocimiento del valor de su inversión, en caso de que desee enajenarla.

No es el caso del mercado inmobiliario de inversión, donde la mayoría de las veces las transacciones de compraventa o el montante de las rentas que paga un arrendatario en un inmueble dado no son públicas. Por ello es necesaria la existencia de valoraciones de los inmuebles. Así, el propietario del activo, o un potencial comprador, pueden saber el valor de mercado de ese activo específico.

Esto no tendría sentido en el mercado de capitales, pues simplemente mirando las cotizaciones sabemos el valor de nuestra inversión al instante.

En transacciones inmobiliarias no existe un mercado público centralizado, como sí ocurre en el mercado de capitales. La dispersión y opacidad a lo largo de la geografía es considerable y, si se quiere invertir en bienes inmuebles en un área nueva, es necesario asesorarse con detalle en ese mercado concreto, dedicando tiempo y esfuerzo a ello, dado el montante habitual de este tipo de inversiones.

b. *Liquidez de la bolsa vs iliquidez de los activos inmobiliarios.*

En general, los productos financieros son más líquidos que los activos inmobiliarios. Podemos dar órdenes de compra de acciones cotizadas en el

Ibex35 que se materializan de inmediato. Y lo mismo para la deuda pública, dada la enorme solvencia del emisor.

Los activos inmobiliarios son, en principio, menos líquidos y resulta muy normal tardar meses o más en vender un activo (en situaciones normales de ciclo económico, no en una crisis como la actual) desde que se dan las instrucciones de venta.

Pero también es cierto que un edificio de oficinas en zona prime, con arrendatario triple A y contrato de obligado cumplimiento a largo plazo, que otorga en estos momentos una rentabilidad superior a la media del mercado, seguramente se enajenaría muy rápido.

c. Costes de transacción más costosos en las ventas inmobiliarias.

Entendemos por costes de transacción los que se devengan en el momento de una transacción de compraventa. En el caso del mercado de capitales, fiscalidad aparte, los costes son muy bajos, pues, por ejemplo, el corretaje para volúmenes bajos de contratación pueden situarse en el orden del 0,1%.

Sin embargo, en las compraventas inmobiliarias, y dependiendo también de la complejidad del inmueble y de la transacción, necesitaremos incurrir en costes de abogados, notarios, registro de la propiedad, constituciones hipotecarias, honorarios de intermediación, etc., que nos podrían situar perfectamente en el entorno del 5-7% del importe de la transacción.

d. Costes de gestión de activos (asset management)

Los activos inmobiliarios son activos físicos y, sólo por su tenencia, deben asumirse una serie de gastos: mantenimiento y conservación, impuesto de bienes inmuebles, administrador de fincas y gestión de arrendatarios (ya sea mediante asesoría externa o estructura propia). La mera tenencia de acciones o bonos no implica esto, aunque comúnmente todas las cifras de rentabilidad inmobiliaria ya vienen deducidas por estos costes. Además, en muchos casos, en los bienes inmuebles de inversión se repercuten estos gastos al arrendatario, por lo que mientras esté ocupado el inmueble, éstos no son costes reales.

e. Rentabilidad bolsa vs rentabilidad inmobiliaria.

El activo con mayor rentabilidad total (efectos rentas + efecto capital) se compara con los bonos del Estado y los 35 valores más importantes de la bolsa española.



f. Volatilidad

Volatilidad en sus rentabilidades comparada con la deuda del Tesoro Público y la bolsa.

2. ¿Por qué invertir en inmobiliario?

Las principales razones para invertir en el inmobiliario terciario e industrial (comercial property) son las siguientes:

a. Diversificación del riesgo.

En un amplio portafolio de activos de inversión, el inmobiliario está poco correlacionado con el valor de la bolsa y la deuda pública, por lo que es una clara opción de diversificación de la volatilidad de las rentabilidades esperadas de esta cartera.

Es menos líquido y más opaco, pero enormemente consistente, sobre todo para patrimonialistas a largo plazo, no tanto para inversores especulativos cortoplacistas.

b. Rentas recurrentes.

Los inmuebles terciarios arrendados otorgan rentas recurrentes de menor volatilidad que la producida por los dividendos de las acciones cotizadas. Un inmueble puede quedar vacante, pero si se solicita una renta de mercado, debiera ocuparse de nuevo en tiempo razonable.

c. Apreciación.

En una economía en crecimiento, el propio activo aumenta su valor, otorgando plusvalías latentes a su propietario. Esta apreciación debe sumarse a la rentabilidad otorgada por las rentas de alquiler.

d. Inflación.

La inflación se repercute a las rentas por contrato de arrendamiento, por lo que éstas siempre varían proporcionalmente con el IPC.

Lo mismo ocurre con el valor del inmueble, que se aprecia al capitalizar rentas incrementadas por IPC.

e. Financiación.

Mientras las rentas varían con el IPC, esto no ocurre con el apalancamiento o financiación externa utilizada para la adquisición del activo, que depende de los tipos de interés de mercado. El crédito hipotecario ha permitido fuertes volúmenes de inversión en bienes inmuebles porque las entidades financieras han visto muy favorablemente que la garantía de estos préstamos fueran los propios activos que se adquirirían.

f. Gestión del activo (asset management).

Dado un activo terciario de inversión, también podemos aumentar su valor con la gestión apropiada.

La mejora puede venir: por el cambio a un arrendatario más solvente, por un plazo superior de período contractual, por incremento de las rentas o, incluso, por la disminución de los gastos de mantenimiento.

Se trataría de activos con recorrido, gracias a la gestión del patrimonialista.

Podemos comprobar que es un hecho incuestionable que la inversión en activos inmobiliarios es una opción relevante para los principales fondos de inversión y que sus expectativas para el 2010 son de mantener el porcentaje sobre el total de su portafolio de inversiones. La razón de esto es que se trata de activos poco correlacionados con el mercado de productos financieros y ofrecen robustez a largo plazo.

3. Adquisición directa o indirecta de inmuebles.

a. Vehículos de inversión inmobiliaria.

Tradicionalmente, los inversores que buscaban tener una posición en inversión inmobiliaria tenían dos opciones: comprar directamente activos o comprar acciones de empresas inmobiliarias cotizadas. Sin embargo, se han desarrollado otros vehículos de inversión.

b. Tenencia directa de bienes inmobiliarios

La mera tenencia de varios edificios en arrendamiento otorga, obviamente, una rentabilidad.

Sin embargo, una de las características del activo inmobiliario como bien de inversión es que no tiene por qué seguir un determinado índice, pues se caracteriza por un montante de inversión grande, una heterogeneidad en parte



debida a la importancia de la ubicación del activo y altos costes de gestión y transacción, además de menor liquidez, como ya se ha visto anteriormente.

Los costes de transacción provocan tenencias por más tiempo del que sería razonable en el mercado de capitales y la heterogeneidad produce un alto riesgo para un activo específico, en lo referente a la sostenibilidad de los rendimientos de éste. Claramente esto es de aplicación en inversiones pequeñas. Sin embargo, más adelante analizaremos cómo esta opción se demuestra más rentable a largo plazo que la compra de acciones en general y, además, menos volátil en sus rendimientos.

c. Adquisición de acciones de empresas inmobiliarias cotizadas

Es el caso particular de la adquisición de acciones de empresas cotizadas en bolsa pertenecientes al sector inmobiliario. De igual modo que otros sectores tienen sus especificidades en el mercado de capitales (energía, tecnológicas, etc.), también el sector inmobiliario cotizado merece un análisis específico y por ello existen, en distintos mercados, índices específicos para este segmento de actividad.

En España, al contrario de lo que ocurre en otros mercados, es mayoritario el perfil promotor que el patrimonialista y en muchas ocasiones ambos perfiles coexisten en la misma empresa, siendo negocios muy diferentes.

Sí existen, sin embargo, estudios en otros mercados cotizados de mayor volumen donde pueden compararse los rendimientos y la volatilidad de valores cotizados del sector inmobiliario con la adquisición directa de ese tipo de bienes.

La EPRA (European Public Real Estate Association) es una entidad que agrupa a las principales empresas patrimonialistas con intereses en Europa, incluyendo fondos de inversión y entidades financieras con fuerte posición en el mercado inmobiliario (en España, Inmobiliaria Colonial es miembro de EPRA). Esta asociación de empresas cotizadas promueve la transparencia entre los inversores, mejorando el entorno operativo y animando a la fortaleza y cohesión del sector promoviendo las best practices en él.

d. Vehículos de inversión colectiva

A pesar de la fuerte expansión del sector inmobiliario, las instituciones de inversión colectiva en este sector no han tenido una gran relevancia en España y hay, además, una gran confusión terminológica.

Según la CNMV, los fondos se dividen en fondos de carácter financiero y fondos de carácter no financiero, dependiendo de que inviertan directamente en inmuebles o en acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas:



Fondos inmobiliarios

Dentro de la modalidad de fondos de carácter no financiero se encuentran los fondos inmobiliarios (FII), que son instituciones de inversión colectiva, no financiera, cuyo objeto es la captación de fondos para destinarlos a la compra de inmuebles (viviendas, oficinas, locales comerciales, aparcamientos, etc.) con el objetivo de explotarlos en alquiler. En España, su reglamento no llegó hasta 1992. En él se estableció su marco jurídico, que se ha ido perfeccionando en función de la demanda y las necesidades del mercado.

El Banco de España exige una tasación una vez al año; las tasaciones se realizan por el método de capitalización de rentas de alquiler teniendo en cuenta que el activo tiene arrendatarios y las condiciones del contrato afectarán a la valoración.

Este tipo de fondo es para clientes de un perfil conservador y a largo plazo suelen obtener una rentabilidad superior a la renta fija. Es una manera de participar en un proyecto inmobiliario colectivo y diversificado, aunque su liquidez es menor que la de otros fondos.

Fondos mobiliarios del sector inmobiliario.

Amparados en la legislación de los fondos mobiliarios (de carácter financiero) han aparecido fondos especializados en el sector inmobiliario. Estos fondos, incluidos en el grupo de fondos sectoriales, no pueden invertir en inmuebles directamente, sino que invierten en empresas cotizadas del sector. Su rentabilidad está más relacionada con el ciclo bursátil y su riesgo es mucho mayor, ya que están expuestos a los ciclos de la construcción, y su rentabilidad es superior en la parte positiva del ciclo.

Real estate investment trusts (REIT) y SOCIMIs

Un tipo de inversión colectiva inmobiliaria son los REIT. Nacidos en Estados Unidos en 1960, son sociedades anónimas de inversión inmobiliaria que generalmente cotizan en bolsa y con la ventaja fiscal de impuesto de sociedades casi nulo, siempre que se distribuyan en forma de dividendo la mayor parte de los beneficios de la sociedad. Reino Unido y Alemania aprobaron una legislación específica en el 2007 y recientemente en España, en el 2009, se aprobó la Ley de Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Las SOCIMI son entidades que cotizan en un mercado secundario cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento, así como la tenencia de participaciones de otras SOCIMI.

Productos derivados (property derivative) del sector inmobiliario basados en índices.

En los últimos años se ha producido la emergencia del mercado de productos derivados del sector inmobiliario basado en índices publicados como los aquí ya mencionados IPD (Reino Unido, Europa) y NCREIF (Estados Unidos). Quizá el



mercado más activo ha sido, tradicionalmente, el británico, con un volumen anual de 4,8 billones de euros.

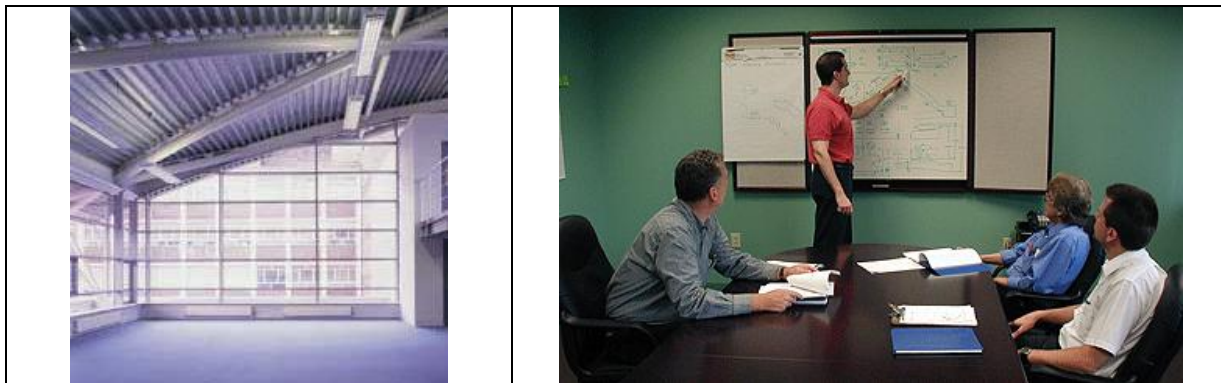
Un derivado de un activo inmobiliario (property derivative) es un derivado financiero cuyo valor se deriva del valor de un activo inmobiliario real subyacente. En la práctica, debido a la ya analizada dificultad de establecer un precio de las transacciones con activos inmobiliarios concretos, los contratos de este tipo de derivados están basados en un índice como los arriba citados. En definitiva, se persigue obtener una representación más ajustada de la rentabilidad de las propiedades subyacentes.

Un ejemplo de ello son las property index notes (PIN). El vendedor del PIN paga el índice IPD anual al vencimiento (incluye plusvalías de capital y rentabilidad de las rentas de alquiler) y durante el período de tenencia del PIN paga, además, lógicamente, de manera cuatrimestral la rentabilidad de las rentas provenientes del alquiler. Es como un bono. Esto quiere decir que la contraparte que lo adquiere está recibiendo un rendimiento de su inversión equivalente a la rentabilidad del mercado inmobiliario terciario de Reino Unido, como si hubiese comprado un portafolio de propiedades, pero con menos costes de transacción, mayor transparencia y liquidez.

PARTE PRIMERA

El inversor inmobiliario particular.

Capítulo 1. El inversor inmobiliario que compra un piso para alquilarlo. Fase de selección de pisos para alquilar.



1. ¿En qué se fija un inversor inmobiliario?