



PREMIO

Versión resumida para la revista Asprima del trabajo ganador del premio a la mejor reflexión inmobiliaria.

Las formas de inversión colectiva para el pequeño inversor

La inversión en inmuebles a nivel mundial, incluida la vivienda en propiedad, representa una cifra altísima en comparación con la renta fija o variable. Con el formidable desarrollo de los mercados financieros, los inmuebles compiten directamente, en el tradicional binomio rentabilidad/ riesgo, con otras alternativas de inversión. Y son tres los tipos de inversores en los que podríamos clasificar al mundo de la inversión inmobiliaria: el privado, los institucionales y las empresas de carácter general, que pueden ser tenedoras de inmuebles.

Tradicionalmente el mercado de la inversión depende de dos factores fundamentales: el tipo de interés y las expectativas de crecimiento económico. El mercado muestra una dificultad creciente en el que obtener una rentabilidad aceptable sin asumir riesgos.

Las formas indirectas permiten contemplar la inversión en activos inmobiliarios con unas características propias enfocadas desde los siguientes puntos de vista fundamentales: acercamiento del mercado inmobiliario al pequeño partícipe, ejecución de un servicio de transacción y administración, dualidad inversión-financiación, minorar los costes relativos a las transacciones, reducir la costosa tributación asociada a la inversión directa de inmuebles y relativizar la supuesta "iliquidez" del bien inmueble.

El grado de profesionalización alcanzado es tan elevado que se han creado en torno a la inversión inmobiliaria una infinidad de productos, incluso a veces de bastante difícil diferenciación. En principio el objetivo de todos ellos es la inversión en inmuebles, ya sea en

rentabilidad, en proyectos inmobiliarios a realizar en un futuro, créditos sobre los mismos o combinaciones incluso con otros productos de inversión.

El perfil del inversor y su disposición a participar en distintas formas de inversión inmobiliaria hace posible la elección de alternativas muy distintas. Distinguiamos por tanto los siguientes parámetros a la hora de clasificar cómo pueden variar las características del producto de inversión: horizonte temporal, existencia de liquidez, posibilidad o exigencia de la diversificación de una cartera, tipo de fiscalidad aplicable, perfil de riesgo, estructura societaria, grado de influencia y control del inversor en la gestión, grado de control de las autoridades y normativa y existencia de un mercado secundario de venta de participaciones.

Esta alternativa de inversión inmobiliaria de carácter indirecto ha sufrido un enorme auge en los últimos años.

► **Las formas clásicas de inversión indirecta las podemos englobar en varias alternativas fundamentales:**

1.- FONDOS ABIERTOS

Es el producto estrella y actualmente el mayor receptor de fondos de pequeños inversores a nivel europeo. Se constituye como una sociedad gestora de inversión colectiva de capital, que es la que administra el fondo inmobiliario. Suelen tener un capital mínimo establecido por cada reglamentación. La gestora cobra asimismo un porcentaje estipulado por la gestión de los activos que administra. El inversor recibe participaciones en función del capital aportado, con la categoría de copropie-

El grado de profesionalización alcanzado es tan elevado que se han creado en torno a la inversión inmobiliaria una infinidad de productos, incluso a veces de bastante difícil diferenciación.

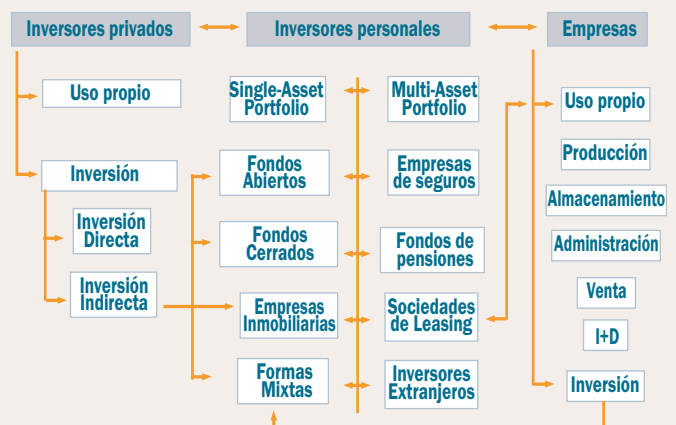
tario de los inmuebles del fondo.

La filosofía de este tipo de inversión es la siguiente: con pequeñas aportaciones de capital, enorme protección de las autoridades bursátiles y liquidez inmediata, se puede participar de las posibles ventajas que proporciona la inversión inmobiliaria. El patrimonio del fondo está sometido a unas determinadas condiciones de inversión.

La legislación de cada país condiciona los porcentajes y la cuantía del volumen de inversión máximo permitidos en cada uso. La estrategia de asignación de recursos está basada en las expectativas de un inversor con aversión al riesgo y concebida a largo plazo. Invierte generalmente en productos de alta calidad y poco riesgo.

La legislación fiscal de este tipo de productos suele estar caracterizada por una exención del fondo en el impuesto de sociedades y de actividades económicas, trasladándose la tributación al marco de la plusvalía obtenida por el pequeño inversor.

Otras prescripciones de este producto están relacionadas con los siguientes parámetros:



El cuadro adjunto resume la pluralidad de los distintos tipos de inversores existentes en la actualidad: nida



Liquidez. Se debe mantener un coeficiente mínimo del valor total que haga frente a las posibles devoluciones de capital exigidas por los partícipes.

Comisiones aplicadas al partícipe. En general bastante altas.

Financiación. En general opera con fondos propios permitiéndose asimismo un porcentaje limitado de capital ajeno.

Valoración. El fondo debe tener una valoración periódica

El fondo abierto puede caer en situación de riesgo, por ejemplo, con la obligación de devolver las participaciones que puede tener graves consecuencias. En un caso extremo el gestor del mismo se vería obligado a operaciones de venta de activos para garantizar la cuantía de las devoluciones. La salida de los inversores institucionales podría provocar un tremendo golpe a la credibilidad de los fondos abiertos.

En España, son los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), que son instituciones de inversión colectiva, no financieras, cuyo objetivo es la captación de fondos para destinarlos a la compra de inmuebles con el objetivo de explotarlos en régimen de alquiler. Tienen características similares a sus homólogos europeos pero poseen mayores limitaciones en su normativa y operatividad de funcionamiento. Las características básicas son: 50% inversión en vivienda, no se permite la promoción inmobiliaria, tributan al 1% en el IS y una bonificación del 95% en ITP y AJD, deben mantener el 10% en efectivo y el 5% estará constituido por valores de renta fija/variable, un único titular sólo puede poseer como máximo el 25% del patrimonio del fondo, los partícipes pueden aportar al fondo dinero e inmuebles, no poseen personalidad jurídica y necesitan una Sociedad Gestora, se puede invertir en cualquier país de la OCDE, está sometido al control de la CNMV, el valor liquidativo se fija mensualmente, destinado al inversor particular y partícipes institucionales.

Poseen unas restricciones im-



ALTERNATIVAS DE INVERSION INTERNACIONAL A ESCALA INTERNACIONAL:

- ▶ REITs
- ▶ SIIC (Francia)
- ▶ FBI (Holanda)
- ▶ Otras

Esta alternativa de inversión inmobiliaria de carácter indirecto ha sufrido un enorme auge en los últimos años.

El perfil del inversor y su disposición a participar en distintas formas de inversión inmobiliaria hace posible la elección de alternativas muy distintas.

portantes respecto a la obligada diversificación de riesgos: un inmueble no puede representar más del 35%, un único arrendatario o grupo no puede alquilar más del 25%, los inmuebles arrendados a partícipes no pueden representar más del 25%, rehabilitación permitida como máximo 30%, inmuebles en construcción como máximo 20%, compromisos y opciones de compra máximo 20%, financiación hipotecaria máximo 50%, rotación de carteras a partir del tercer año, los inmuebles en construcción, opciones y compras a plazo no pueden superar el 20% del activo.

2.- FONDOS CERRADOS

Su objetivo es la inversión en un proyecto concreto, que puede estar constituido por uno o varios proyectos de gestión inmobiliaria. Son sociedades ordinarias dentro de las formas legales habituales de cada país, y cuyo objeto social es la administración o promoción de inmuebles. Lo hacen en un proyecto preestablecido de antemano, sometido a un plan financiero y especificando claramente la parte de capital propio a aportar por los partícipes y la parte de fondos ajenos para completar su realización. Por ello, y a diferencia del abierto, no va cambiando la composición de la cartera.

El fondo puede tener como objetivo la promoción o la tenencia de inmuebles. Por ello puede ser

factible añadir nuevas adquisiciones al mismo o realizar enajenaciones.

Diferencia notable con el abierto son todas aquellas normas referidas a la protección al inversor, que en fondo cerrado suele limitarse al control del gestor del fondo por parte de los partícipes. No existe, en general, vigilancia de las autoridades bursátiles para este tipo de productos. Los fondos cerrados tampoco deben obligatoriamente realizar valoraciones periódicas.

El perfil del inversor tiene algunas diferencias con el de los fondos abiertos. El partícipe puede hacer frente a desembolsos muchos mayores que las mínimas sumas exigidas por los abiertos, siendo la transmisibilidad de las participaciones limitada por estatutos y de liquidez no inmediata, aunque algunos fondos de grandes gestoras pueden cotizar en mercados secundarios. La estrategia de inversión es algo distinta. Suelen invertir en proyectos de mayor nivel de riesgo que los abiertos, y también con un horizonte de inversión a largo plazo. La inversión en estos fondos suele ir acompañado en la práctica de un tratamiento fiscal favorable, apto en general para inversores de ingresos altos, en los cuales las posibles deducciones pueden ser decisivas para la elección de este tipo de productos.

En España es una estructura equivalente a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).

3.- VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA (FONDOS INTERNACIONALES)

Principalmente son sociedades privadas que agrupan distintos colectivos de ahorradores o inversores y cuyo objetivo prioritario es la inversión en activos inmobiliarios. Estos vehículos destinan recursos a proyectos de inversión inmobiliaria y están operados por gestoras muy profesionalizadas.

La regla general es la permanencia en el mismo en un plazo de 5 a 10 años, sirviendo como medi-



da de la inversión, la tasa interna de rentabilidad sobre el capital propio. El volumen característico oscila por término medio entre 100 y 150 millones de euros, aunque con el apalancamiento habitual de estas instituciones en nivel de inversión puede multiplicarse hasta por 4 sobre esa cifra.

La estrategia fundamental de este tipo de inversión consiste en diseñar estrategias de entrada y salida en la compra de inmuebles, un proyecto de promoción o un portfolio completo. La premisa fundamental para este tipo de actuación es la solidez financiera.

Las mayores tasas que fijan los gestores como objetivo, en torno al 25%, son aquellas que presentan los llamados fondos oportunistas propiamente dichos (Opportunistic Funds), cuya estrategia presenta una clara avidez al riesgo.

Una segunda categoría (Value Added or Enhance Funds), son entidades que tratan de invertir capitales en activos donde pueden mejorar los retornos mediante gestión activa de los inmuebles.

Y finalmente los más conservadores (Core A, Core + Funds) compuestos por fondos de pensiones o inversores con mayor aversión al riesgo.

La expansión inmobiliaria a nivel internacional ha contribuido al enorme desarrollo de este tipo de productos.

4.- ACCIONES DE EMPRESAS INMOBILIARIAS

Las acciones de empresas inmobiliarias son participaciones alícuotas en el capital social de una empresa cotizada en bolsa, y cuya valoración depende en gran medida de cómo el mercado estime y tase la composición de activos que tenga en cartera.

Las actividades que puede desarrollar una empresa denominada como de tipo inmobiliario pueden ser de distinta naturaleza, difiriendo bastante de la mera actividad patrimonialista como única prestación: posesión de una cartera con ingresos alquileres y usufructos, administración de inmue-



bles, ejecución e intermediación en transacciones inmobiliarias, desarrollo de promociones, funciones de asesoría inmobiliaria y cualquier tipo combinación de las prestaciones anteriores.

El perfil del accionista es aquel más cercano al que invierte en bolsa que al que lo hace en el mercado inmobiliario. El horizonte temporal es muy variado. La inversión puede tener una estrategia de permanencia a corto, medio o largo plazo. Una característica fundamental del atractivo de la compra de acciones es la liquidez. Para ello la capitalización bursátil y el "free float" debe ser lo más alta posible.

La fiscalidad general de una empresa inmobiliaria se realiza en el plano íntegro de la sociedad, que se tiene que someter al Impuesto de Sociedades y de Actividades Económicas, o cualquier otro que le exija la legislación de cada país. La tributación en la venta de acciones suele tributar en relación a los rendimientos de capital, tanto a nivel del inversor particular como de empresa participada (plusvalías obtenidas).

5.- ALTERNATIVAS ESPECIALES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA (REIT'S)

Los REIT's (Real Estate Investment Trust) son un instrumento de inversión que ha tenido una gran importancia en los últimos

cuarenta años en EEUU. Se pueden definir como un tipo concreto de sociedad de inversión inmobiliaria, que normalmente cotiza en bolsa, y que debe cumplir una serie de restricciones para su entrada en funcionamiento.

El REIT equivaldría a un producto de inversión a medio camino entre el fondo inmobiliario abierto y la tenencia de acciones de empresas inmobiliarias. Su negocio, muy profesionalizado, es la compra, gestión y venta de dichos inmuebles y suelen estar muy especializados por el tipo de producto en el que invierten, o por el área geográfica en la que operan.

La estructura REIT's se crea en 1960 en EEUU para posibilitar la entrada del pequeño inversor en inversiones inmobiliarias a gran escala (Pooling of Investments) mediante la venta de acciones que pudiesen generar un dividendo a sus partícipes. Los REIT's están generalmente exentos del impuesto sobre sociedades si cumplen ciertas condiciones, pero siempre con la obligación de distribuir todo o la mayoría del beneficio del REIT entre los accionistas.

Actualmente países como Holanda, Bélgica o Francia ya han creado estructuras de inversión similares a las de EEUU, y en países como Alemania o Reino Unido se encuentran en proceso de estudio para su incorporación a corto/medio plazo. 