



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO

09 DE JUNIO DE 2015

ANÁLISIS ECONÓMICO MAYO 2015

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

Socimis, un nuevo tipo de activo

El crecimiento de las Socimis en España, el importante volumen de inversión canalizado, su atractivo como vehículo de inversión en el mercado inmobiliario de alquiler y su existencia como activo ya consolidado en países de nuestro entorno plantean varios interrogantes: ¿Son las Socimis un nuevo tipo de activo o una moda pasajera? Sus ventajas, ¿Son más para el inmobiliario o para el inversor bursátil? ¿A quién van preferentemente destinadas, al inversor de renta fija o de renta variable? ¿Qué pasará con la valoración de los activos inmobiliarios cuando se inicie el ciclo alcista de tipos de interés? A estas cuestiones tratamos de dar respuesta a continuación.

Para muchos inversores bursátiles, Socimi (Sociedad Cotizada Anónima de Inversión en el Mercado Inmobiliario) es una sociedad que proporciona alto dividendo, procedente de rentas inmobiliarias muy seguras, lo que la hace comparable con obligaciones estatales. Y compara favorablemente, puesto que el dividendo de una Socimi es en principio creciente, mientras que el cupón de un bono es constante.

La simplificación implícita en la comparación mencionada es más que discutible dada la diferencia de subyacentes, aunque relevante en la medida en que manifiesta la necesidad de buscar alternativas a la inversión en deuda estatal que proporcionen una rentabilidad decente. Al margen de ello, veamos si existen **características diferenciadoras de las SOCIMIs** frente a otros activos.

Para el inversor bursátil:

- **Obligación de un payout predeterminado¹.**

El alto dividendo no es una característica diferenciadora de las Socimis (muchas otras acciones lo proporcionan).

Pero sí lo es la obligación impuesta por el regulador de un determinado porcentaje de distribución de beneficio (existe tradición de payout elevados en ciertos sectores como el financiero, eléctrico o de telecomunicaciones, pero es quebrantable según las circunstancias, como ha quedado recientemente manifiesto).

¹ Las SOCIMIs deben distribuir como dividendo un mínimo del 80% del beneficio derivado de las rentas y del 50% del derivado de compraventa de inmuebles, además del 100% de los beneficios de Socimis filiales.

Para el inversor inmobiliario:

- **Favorable fiscalidad².**

El tratamiento fiscal sí es característica diferenciadora de las Socimis (no disfruta de ella la inversión inmobiliaria directa, sea por personas físicas o jurídicas, aunque esté destinada al mismo tipo de activos).

Para cualquier inversor una Socimi aporta también otras ventajas, no exclusivas de este vehículo de inversión inmobiliaria pero sí valorables:

- **Inversión diversificada** en inmuebles, **con inversión moderada.**
- **Cobertura frente a la inflación** (rentas en general indexadas).
- **Transparencia** (valoraciones externas, escrutinio del mercado).
- **Liquidez**, en grado dependiente del tamaño y distribución accionarial (puede ser muy alta, como la correspondiente a una de las grandes sociedades inmobiliarias europeas como Unibail Rodamco, o reducida, como la de algunas compañías cotizadas en el MAB).
- Forma de **capitalizar el descenso de tipos** (dada su estrecha ligazón, inversa, con la valoración de los activos inmobiliarios)

Finalmente, la **difusión** de la Socimis en España y de los vehículos equivalentes en el resto del mundo (REIT, SIIC³) respalda también su consideración como un tipo de activo diferenciado:

- El FTSE EPRA NAREIT Europe Index, básicamente compuesto por inmobiliarias patrimonialistas europeas en régimen REIT, incluye cerca de cien compañías, con capitalización bursátil ajustada por free float agregada de unos 200.000 M€ (abril-2015).
- El FTSE EPRA NAREIT Developed Index (que cubre compañías en mercados desarrollados) suma 317 compañías, de las que 243 son REITS, con capitalización bursátil ajustada por free float⁴ en el entorno de un billón de dólares (abril 2015).
- Flujo de fondos: 26.000 M€ captaron en 2014 los miembros del citado índice europeo (3 veces la media 2010-12).
- En abril de 2015 se han llevado a cabo 12 ampliaciones de capital entre REITs europeos, captando 3.779 M€.
- De los casi 3.000 M€ invertidos en sector inmobiliario en España en el primer cuatrimestre de 2015, un cuarto se ha realizado a través Socimis.

² Las SOCIMIs tienen un tipo impositivo en el Impuesto de Sociedades del 0% y exenciones importantes en (del 95%, o exención total en primera aportación de activos a la sociedad) en ITP y AJD.

³ REIT: Real Estate investment Trust. SIIC: Société d'investissement immobilier cotée.

⁴ Capitalización bursátil ajustada por free float: el valor de mercado correspondiente a acciones que no están controladas por accionistas que tengan individualmente una participación superior al 5%.

En síntesis, la SOCIMI es un nuevo tipo de activo, que permite invertir de la forma más eficiente en activos inmobiliarios en alquiler. En España las Socimis han llegado más tarde que en los países de nuestro entorno, pero son, como en ellos, el vehículo llamado a canalizar las inversiones inmobiliarias en el futuro.

Rentabilidad operativa frente a rentabilidad financiera en las Socimis.

La característica más relevante en las SOCIMIS son las ventajas fiscales, asociadas a la inversión en activos inmobiliarios en renta. Las ventajas fiscales son un aliciente, **pero la razón principal de la inversión debería ser, como en toda sociedad, la convicción de que el capital obtendrá una rentabilidad atractiva, también a nivel de explotación, antes de financieros.** Rentabilidad operativa, antes de gastos financieros e impuestos, sobre el capital invertido, adecuada al riesgo que se está asumiendo.

Por ello, a la hora de invertir en una Socimi debemos centrarnos, ante todo, en la **capacidad y compromiso del equipo gestor de seleccionar y gestionar los activos** en los que se invertirá el capital de la sociedad.

En este sentido, cabría decir que existen dos tipos extremos de gestión en las Socimis, entre los cuales, más cerca de uno u otro, podríamos ubicar a la mayoría.

	GESTIÓN CON “FOCO INMOBILIARIO”	GESTIÓN CON “FOCO FINANCIERO”
Objetivo	<p>Generación de valor a través de la gestión del inmueble: desarrollo en su caso del suelo, promoción, alquiler, maduración (cambio de uso, redistribución de espacios, eficiencia en la gestión...) y rotación. El objetivo de incrementar rentas se persigue gracias a una adaptación a las necesidades del inquilino, que permita a su vez aumentar los ingresos de éste.</p> <p>Búsqueda de ROA más que de ROE.</p> <p>Visión de largo plazo.</p>	<p>Generación de valor a través de la compresión del yields y la mejora del ciclo inmobiliario.</p> <p>Capitalizar el descenso estructural en las tasas de descuento y la disponibilidad de financiación barata.</p> <p>Búsqueda de ROE más que de ROA.</p> <p>Visión de corto plazo.</p>

Estrategia	<p>Margen más que tamaño.</p> <p>Operaciones rentables en sí mismas, en cualquier escenario de tipos.</p> <p>Primar la gestión del inmueble y la rentabilidad operativa.</p>	<p>Volumen más que margen.</p> <p>Ganar tamaño, comprar rápido (antes de que la financiación se encarezca y las yields se compriman), invertir rápido (el mercado aplica prima sobre el valor de los activo, no sobre el efectivo), apalancarse, esperar la recuperación de sector para materializar plusvalías.</p>
Valoración	<p>Estrategia más segura en cualquier momento.</p> <p>En el momento actual, si el apalancamiento es bajo la rentabilidad operativa no se ve primada con un plus de rentabilidad financiera.</p>	<p>El momento económico actual favorece la generación de valor basada en lo financiero⁵.</p> <p>Riesgo de sobrepago en adquisiciones derivado de la urgencia, de que la generación de valor termine cuando lo hagan el descenso de tasas de descuento y la compresión de yields y de que el alto apalancamiento se torne en desventaja en el futuro, en un contexto de alza de tipos de interés (si no está cerrado a largo plazo y a tipo fijo).</p>

Sea cual sea el foco actual, el éxito a largo plazo sólo vendrá de las SOCIMIS con mayor capacidad de selección y gestión de los activos. Las que fíen su generación de valor al apalancamiento, con un enfoque más financiero que inmobiliario, pueden ver su valoración más penalizada en un entorno de subida de tipos.

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
 1962 Capital SICAV, S.A.
 © Know Square S.L.

⁵ Por ejemplo, la mayoría de cotizaciones han pasado de reflejar descuento sobre el NAV a una sustancial prima. Y en general la prima sobre NAV es mayor cuanto mayor sea la relación entre GAV o valor bruto de los activos y capital captado, es decir, se prima el apalancamiento y que se haya materializado ya en inversión).