



Universidad de Navarra

# *Documento de Investigación*

---

DI nº 602

Julio, 2005

INVERSION INDIRECTA EN EL SECTOR INMOBILIARIO EUROPEO:  
COMPAÑIAS COTIZADAS Y FONDOS

José Luis Suárez\*  
Amparo Vassallo\*\*

---

\* Profesor de Dirección Financiera, IESE

\*\* Asistente de Investigación, IESE

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Aguila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

## **INVERSION INDIRECTA EN EL SECTOR INMOBILIARIO EUROPEO: COMPAÑÍAS COTIZADAS Y FONDOS**

### **Resumen**

Cada vez se ponen más de manifiesto las dos alternativas principales que tiene un inversor a la hora de invertir en inmuebles de manera indirecta: la participación en un fondo de inversión y la compra de acciones de una sociedad inmobiliaria cotizada. Si bien el inversor, a través de ambos instrumentos, toma posición en activos inmobiliarios, las diferentes condiciones de cada alternativa pueden variar la estructura riesgo-rentabilidad del inversor. La modificación de la estructura financiera y fiscal de las sociedades mediante la adopción de fórmulas inspiradas en los REIT (Real Estate Investment Trusts) originados en Estados Unidos, varía la relación entre ambos instrumentos. En este documento se hace una comparación de los fondos inmobiliarios y de las sociedades inmobiliarias cotizadas en Europa, así como el proceso de aparición de la figura legal del REIT en Europa y su impacto en el sector.

## **INVERSION INDIRECTA EN EL SECTOR INMOBILIARIO EUROPEO: COMPAÑÍAS COTIZADAS Y FONDOS\***

### **Introducción**

Al hilo del aumento del volumen y la sofisticación de la inversión en inmuebles, se han considerado cada vez con más frecuencia los canales indirectos de inversión a través de entidades inversoras. Esas entidades pueden revestir distintas formas legales y ser diversas en sus características, pero son susceptibles de clasificarse en dos grandes grupos: sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

En este documento se describen las principales características de los grandes vehículos de inversión indirecta que revisten la forma de sociedades cotizadas en bolsa y fondos de inversión inmobiliaria en Europa. Se incluye una comparación de rentabilidades obtenidas por ambos tipos de vehículos frente a la inversión directa en inmuebles en varios países.

### **Sociedades inmobiliarias cotizadas**

#### ***a) Volumen de inversión***

El tamaño de la cartera de las cien mayores empresas europeas<sup>1</sup> es de 180.000 millones de euros, con una capitalización bursátil de 110.000 millones de euros. Por país de origen, son: Reino Unido, Francia, Países Bajos, Suecia y España las que poseen mayores volúmenes, como se puede observar en la Figura 1.

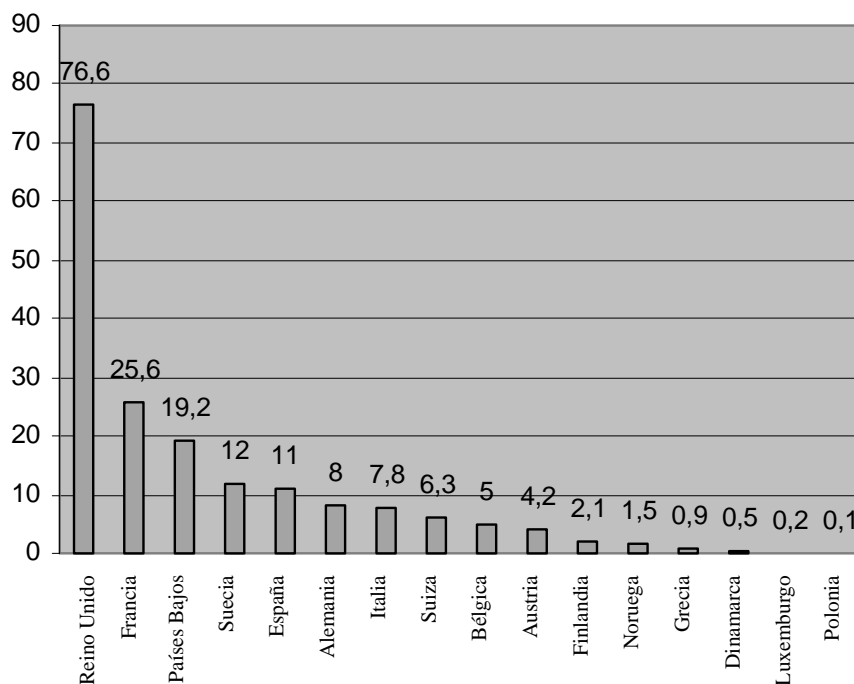
---

<sup>1</sup> Ranking de EPRA, «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA.

\* Presentado en la 12<sup>th</sup> Annual European Real Estate Society Conference, Dublín, junio de 2005.

Es de destacar la diferencia de Reino Unido con respecto a los demás países, con 76.600 millones de euros, a pesar de haber pasado por un período de absorciones y privatizaciones, debido a un ambiente no favorable del mercado tras la abolición del «Advance Corporation Tax»<sup>2</sup>.

**Figura 1. Cien mayores empresas inmobiliarias cotizadas. Volumen de inversión por país de origen. Miles de millones de euros, 1 de enero de 2005**



Fuente: «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA.

British Land, procedente de Reino Unido, es la mayor empresa, con un volumen de inversión de 17.700 millones de euros, y se negoció a un -10% con respecto a su valor nominal. En segundo lugar encontramos a Land Securities, compañía también británica que posee 12.100 millones de euros en activos inmobiliarios. Estas dos compañías sólo invierten en Reino Unido y el 90% de su cartera está invertido en oficinas y centros comerciales.

<sup>2</sup> «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA. El 6 de abril de 1999, el «Advance Corporation Tax» (impuesto al que hacían frente las compañías en el pago de dividendos) fue suprimido. La reducción fiscal en el pago de dividendos se redujo a un 10%, pero esta reducción ya no tenía ningún valor para las empresas. Aun así, aquellos sujetos al impuesto sobre la renta podían compensar esta reducción fiscal contra sus deudas impositivas. El ACT que ya se había pagado al Gobierno, todavía podía compensarse contra las deudas fiscales de la compañía, dado el caso de que éstas se hubieran podido compensar en el antiguo sistema impositivo. Answers.com, United Kingdom Corporation Tax.

En tercer lugar se encuentra Gecina, sociedad patrimonialista francesa centrada en el sector residencial y de oficinas, principalmente en París<sup>3</sup>.

El resto de compañías entre las diez mayores proceden de Reino Unido: Liberty Internacional, Hammerson, Slough Estates, centradas en el sector de oficinas y comercial, a excepción de Slough Estates, que tiene el 50% de su cartera invertido en el sector industrial. De Países Bajos, Rodamco Europe, que es la mayor compañía europea en propiedades comerciales, con el 89% de sus activos invertidos en el sector comercial y el resto en oficinas<sup>4</sup>. De Francia: Unibail y Klépierre, también centradas en el sector de oficinas y comercial, y por último, la inmobiliaria española Colonial. Véase Tabla 1.

**Tabla 1. Diez mayores empresas inmobiliarias cotizadas en Europa según el volumen de inversión. Volumen de inversión y capitalización bursátil en miles de millones de euros, 1 de enero de 2005**

Nombre	Origen	Volumen inversión	Capitalización bursátil	Free Float**	Prima/Descuento***	Nivel de actuación
British Land	Reino Unido	15,7	6,6	100	- 10	Nacional
Land Securities	Reino Unido	12,1	9,3	100	7	Nacional
Gecina	Francia	8,4	4,5	50	- 5	Nacional
Liberty Internacional	Reino Unido	7,4	4,4	80	9	Nacional
Rodamco Europe	Países Bajos	7,3	5,2	70	23	Multinacional
Unibail	Francia	6,6	5,3	100	39	Nacional
Hammerson	Reino Unido	5,7	3,4	100	- 3	Multinacional
Slough Estates	Reino Unido	5,2	3,3	100	1	Multinacional
Klépierre	Francia	4,6	3,0	40	16	Multinacional
Inmobiliaria Colonial	España	4,3	1,7	60	- 12	Nacional

Fuente: «Europe Real Estate Book».

\*\*\* Kempen & Co.

Por capitalización bursátil se encuentra, en primer lugar, Land Securities, seguido de British Land, Unibail, Rodamco Europe, Liberty Internacional, Hammerson, Slough Estates y Corio, empresa inmobiliaria holandesa con una capitalización bursátil a enero de 2005 de 2.900 millones de euros, principalmente centrada en la inversión en centros comerciales; en 2003, el 71% de su cartera estaba invertido en el sector comercial, el 23%

<sup>3</sup> En marzo de 2005, esta empresa fue adquirida por Metrovacesa; sumando el volumen de inversión de Gecina (8.400 millones de euros) y Metrovacesa (3.000 millones de euros) a enero de 2005, Metrovacesa ocuparía la tercera posición.

<sup>4</sup> «Europe Real Estate Yearbook 2005», pág. 497.

en el sector de oficinas y el 5% en el sector industrial, invirtiendo en Países Bajos, Francia, Italia y España; el valor de su cartera es de 3.800 millones de euros<sup>5</sup>. Por debajo de Corio se encuentran Gecina y la compañía austriaca Immofinanz, con 1.800 millones de euros en capitalización bursátil en enero de 2005, por lo que es la mayor compañía inmobiliaria de Austria; su cartera incluye 900 propiedades de todos los sectores inmobiliarios en 19 países, básicamente en Europa central, con un valor de 3.000 millones de euros, y dispone de 3,54 millones de metros cuadrados<sup>6</sup>.

En cuanto a las primas o descuentos sobre el valor neto de los activos, EPRA, en su informe «Europe Real Estate Yearbook 2005», afirma que los descuentos sobre el valor neto de los activos tienden a existir en países que no operan bajo la forma legal de REIT<sup>7</sup>, mientras que en aquellos donde sí que existe esta figura tienden a cotizar por encima del valor neto de los activos.

En la Tabla 2 se puede observar el porcentaje que las diez mayores empresas inmobiliarias europeas dedican a los distintos sectores, con claro predominio del sector de oficinas y comercial.

**Tabla 2. Caracterización de la inversión de las diez mayores empresas inmobiliarias cotizadas. Porcentaje de inversión por tipo de activo, 1 de enero de 2005**

	Categoría de activos				
	Oficinas	Comercial	Residencial	Industrial/ Logístico	Otros
British Land	43	52			5
Land Securities	44	48		5	3
Gecina	58		42		
Liberty International	9	91			
Rodamco Europe	10	87		3	
Unibail	47	44			9
Hammerson	31	69			
Slough Estates	16	17		50	17
Klépierre	18	82			
Inmobiliaria Colonial	81	10	5	2	2

Fuente: «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA.

<sup>5</sup> «Europe Real Estate Yearbook»; Top 100 European Real Estate Companies/ Vehicles, página 492.

<sup>6</sup> Ibídem, página 493.

<sup>7</sup> El concepto, características, funcionamiento y comportamiento de los REIT se explicarán más adelante.

## ***b) Introducción de figuras equivalentes a los REIT en algunos países europeos***

En algunos países europeos, las empresas inmobiliarias pueden adoptar un rango legal similar al REIT, Real Estate Investment Trust.

Los REIT surgieron en Estados Unidos a través de una enmienda a un popular hito legislativo: Acta de extensión de impuestos sobre cigarros/puros de 1960, aunque su historia procede del siglo XIX, en concreto en el año 1880, cuando la doble imposición tributaria podía ser abolida por los inversores a través de los monopolios, los cuales no declaraban impuestos a nivel corporativo si el beneficio era distribuido a los inversores. En 1930 se abolió esta ventaja impositiva y todo lo que fueran inversiones pasivas tenían que declararse primero a nivel corporativo, y luego a nivel particular por cada inversor. Esta desventaja impositiva duró treinta años, a pesar de que los fondos de inversión mobiliaria (en acciones y bonos) no estaban obligados a esta doble imputación.

Tras la segunda guerra mundial, la creciente demanda de fondos inmobiliarios hizo que «el presidente Eisenhower firmase la ley 1960 Real Estate Investment Trust Provision, que eliminaba esta doble imposición, cualificando a los REIT como entidades de paso»<sup>8</sup>.

En 1986 se emitió el Acta de Reforma, que permitió a los REIT gestionar sus propios inmuebles de manera directa, es decir, ya no era necesaria una entidad gestora intermediadora, lo que eliminaba muchos conflictos entre el REIT y su administrador. En 1993 se eliminaron las barreras de inversión en REIT a los fondos de pensiones<sup>9</sup>.

Un REIT es un “traje legal” utilizado por empresas inmobiliarias, cuyos títulos pueden estar negociados en bolsa; son sociedades patrimonialistas que se dedican a la gestión inmobiliaria, alquilando o vendiendo inmuebles, a invertir en otras empresas inmobiliarias e, incluso, a financiar inmuebles. Los REIT son mucho más líquidos que otros vehículos alternativos de inversión.

Generalmente actúan como cualquier empresa inmobiliaria patrimonialista, pero el rasgo que las diferencia con respecto a estas últimas es que están exentas de impuestos corporativos siempre que cumplan con la legislación vigente en cada país, en cuanto a políticas de inversión en activos y distribución de ingresos por beneficio (en el caso de Estados Unidos, 90% del beneficio).

Esta figura legal se ha ido implantando en los países europeos. En 1969, en Países Bajos<sup>10</sup> surgieron los BI (*Fiscale Beleggingsinstelling*), a través del Acta Holandesa sobre Impuestos Corporativos. Se trata de un régimen puramente fiscal, por lo que cualquier empresa que quiera adoptar esta forma legal no tiene que cumplir ningún requerimiento legal.

Los BI cotizan en el mercado de valores, por lo que están bajo la supervisión del Dutch Financial Market Authority.

Los BI han de dedicarse exclusivamente a actividades de inversión de cartera, y únicamente podrán estar apalancados en un 60% del valor fiscal contable de las propiedades reales, y el 20% de las restantes propiedades.

---

<sup>8</sup> [www.reitnet.com](http://www.reitnet.com).

<sup>9</sup> *Ibidem*.

<sup>10</sup> «Epra Global REIT Survey. A comparison of the major REIT regimes in the world», EPRA, septiembre de 2004.

Los BI han de distribuir el 100% de sus ingresos operativos, y las ganancias o pérdidas de capital se colocan en una reserva libre de impuestos, que tampoco tiene obligación de ser distribuida. Los beneficios deberán ser distribuidos dentro de los ocho meses siguientes al cierre del año financiero.

En 1995 se creó en Bélgica<sup>11</sup> la figura legal de SICAFI (Société d'investissement á capital fixe immobilière), institución de inversión específica en inmobiliario, con un régimen fiscal favorable.

Los SICAFI se definen como «un fondo inmobiliario cotizado con una cantidad fija de capital social cuyo papel es proveer de neutralidad fiscal para recaudar y distribuir ingresos de renta»<sup>12</sup>.

Los SICAFI han de tener un rango legal específico de fondo de inversión, además de cumplir con numerosos requisitos legales; entre ellos, han de tener una adecuada forma legal (compañía de pasivo limitado o sociedad limitada cuyas participaciones deben estar bajo la ley de Bélgica), la compañía ha de tener su residencia en Bélgica, debe tener un capital social mínimo de 1,25 millones de euros, su incorporación a este régimen legal será por un período ilimitado de tiempo, y los directivos y gestores de la cartera han de poseer la adecuada experiencia profesional, etc.

Los SICAFI pueden estar apalancados en un 50% de los activos que se poseen en el momento en que el préstamo concluye, y tienen que repartir el 80% del beneficio neto en forma de dividendos, y las ganancias de capital no tienen que distribuirse, sino que pueden ser reinvertidas entre los cuatro años posteriores a su obtención. La distribución de beneficios ha de ser anual.

En Francia<sup>13</sup>, a finales de 2003 han aparecido los SIIC (Société d'investissement immobiliers cotés), para fomentar el desarrollo de fondos de inversión inmobiliaria y reforzar su posición en el mercado con respecto a Países Bajos, Bélgica o los «German Open-ended funds», además de generar recursos presupuestarios no recurrentes y ayudar a reducir el déficit francés. Están bajo la supervisión de la Autorité des Marchés Financiers.

Cualquier compañía de inversión inmobiliaria cotizada, o cualquier subsidiaria cuyo capital esté al menos en un 95% en manos de la empresa matriz, puede adoptar esta forma legal.

Su principal actividad ha de estar centrada en inversión (pasiva) en el sector inmobiliario, aunque también puede comprometerse con otras actividades siempre que sean complementarias a la actividad principal. Se permite el leasing financiero, pero no puede superar el 50% de los activos brutos de la compañía.

Otras actividades secundarias, como la construcción inmobiliaria o la correduría, también están permitidas, pero no pueden exceder el 20% del activo bruto de la compañía; además, los privilegios impositivos no se aplican a estas otras actividades.

El nivel de apalancamiento puede ser ilimitado.

Los SIIC tienen que repartir el 85% del beneficio procedente del leasing inmobiliario, y el 100% de los dividendos percibidos de cualquier subsidiaria que haya optado por esta figura legal.

---

<sup>11</sup> Ibídem.

<sup>12</sup> Ibídem.

<sup>13</sup> Ibídem.



Se deberá repartir el 50% de las ganancias de capital resultante del traspaso de bienes inmuebles o de acciones de sociedades inmobiliarias, así como de acciones de empresas subsidiarias que hayan optado por la figura legal de SIIC.

En 1994 se introdujeron en Italia<sup>14</sup> los FII (*Fondi di investimento immobiliare hereinafter*), son fondos especiales que no son puramente REIT.

Se les define como fondos de inversión no transparentes fiscalmente, que invierten exclusivamente en activos inmobiliarios, así como en derechos o acciones de empresas inmobiliarias. Estos fondos no se consideran una entidad legal, sino un fondo de inversión poseído por los titulares de las participaciones, los cuales tendrán que declarar impuestos una vez que se reparta el beneficio, o cuando dispongan de las participaciones. Los FII no pueden realizar préstamos financieros o invertir en instrumentos financieros.

Los FII están exentos de impuestos y son gestionados por una entidad denominada Società di gestione del risparmio, SGR. Estos fondos pueden apalancarse en un 60% del valor de la propiedad real y en un 20% del valor de los otros activos.

Fiscalmente no tienen la obligación de distribuir el beneficio operativo, así como las ganancias de capital.

En la Tabla 3 se resume el tratamiento fiscal que se da a los distintos REIT en Europa.

**Tabla 3. Tratamiento fiscal de los distintos tipos legales similares a los REIT en Europa**

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

<sup>14</sup> *Ibidem*.

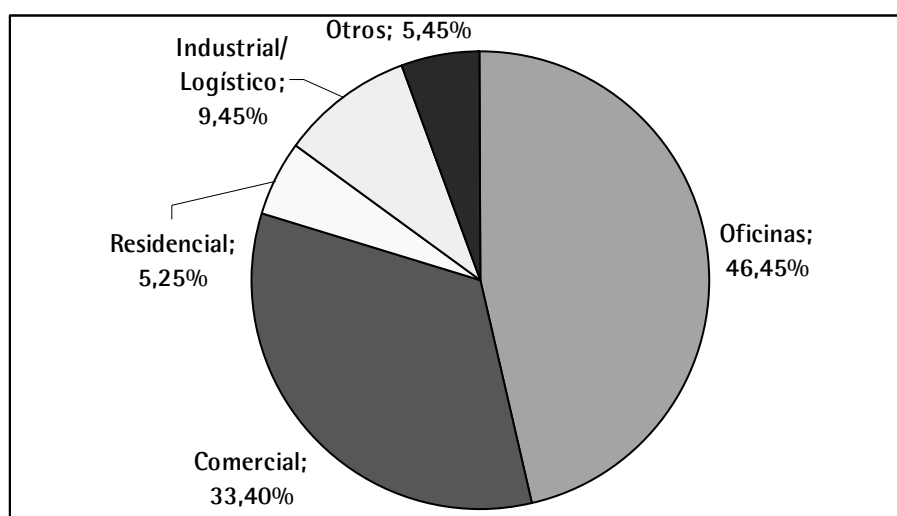
	El resto de actividades tributan a un 33,33%, aumentando un 35,43% por recargo.		
<b>Italia</b> FII	Exención fiscal.	Exención fiscal.	12,5%, que puede reducirse a un 0% en caso de distribución a residentes cualificados o no residentes inversores del fondo.

Fuente: Ibídem<sup>15</sup>.

**c) Caracterización de la inversión: tipos de activos, endeudamiento**

De acuerdo con el ranking de las cien mayores empresas inmobiliarias cotizadas por volumen de inversión, el porcentaje de la cartera invertido en los categorías de inversión sería el que se muestra en la Figura 2.

**Figura 2. Categoría de inversión.**  
**Inversión total de las veinte mayores empresas por volumen de inversión,**  
**1 de enero de 2005**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> Existe también la figura legal del REIT en otros países, por ejemplo, el LPT en Australia desde 1985, y en Sudáfrica, el PUT, dos vehículos de transparencia impositiva con mucho éxito, que en ambos mercados han representado una fuerza inversora de gran envergadura. En Asia, desde el año 2000 existen los J-REIT; en Japón, desde 2001 los K-REIT, y desde 2004, los RETF en Corea del Sur; desde 2003, los REIT en Hong Kong, y desde el año 2002 los S-REIT en Singapur. Desde 1994, en Canadá existen los MFT (REIT canadienses), y en la región de Jersey, en Inglaterra, los PUT, que es lo más parecido a un REIT de los que existen actualmente en Reino Unido.

<sup>16</sup> Del total de las veinte mayores, seis proceden de Reino Unido, tres de Francia, dos de Países Bajos, tres de España, una de Suecia, una de Austria, dos de Italia, una de Alemania y, finalmente, una de Suiza.

Como se puede observar, la mayor inversión se realiza en el sector de oficinas, con un 46,45% de la cartera, seguido del sector comercial con un 33,40%, y es que en estas veinte empresas predomina la inversión en estos sectores, a excepción de Gecina, que invierte el 42% de su cartera en residencial; de Slough Estates, que invierte el 50% de su cartera en el sector logístico e industrial; de Immofinanz, que tiene su cartera diversificada, invirtiendo mayoritariamente en el sector de oficinas, prácticamente por igual en comercial, residencial e industrial, y un 26% en otros sectores. Brixton invierte el 90% de su cartera en el sector industrial, y Pirelli Real Estate invierte un 25% de su cartera en residencial.

En la Tabla 4 se muestra el porcentaje que las veinte mayores empresas europeas dedican a la inversión en los distintos sectores.

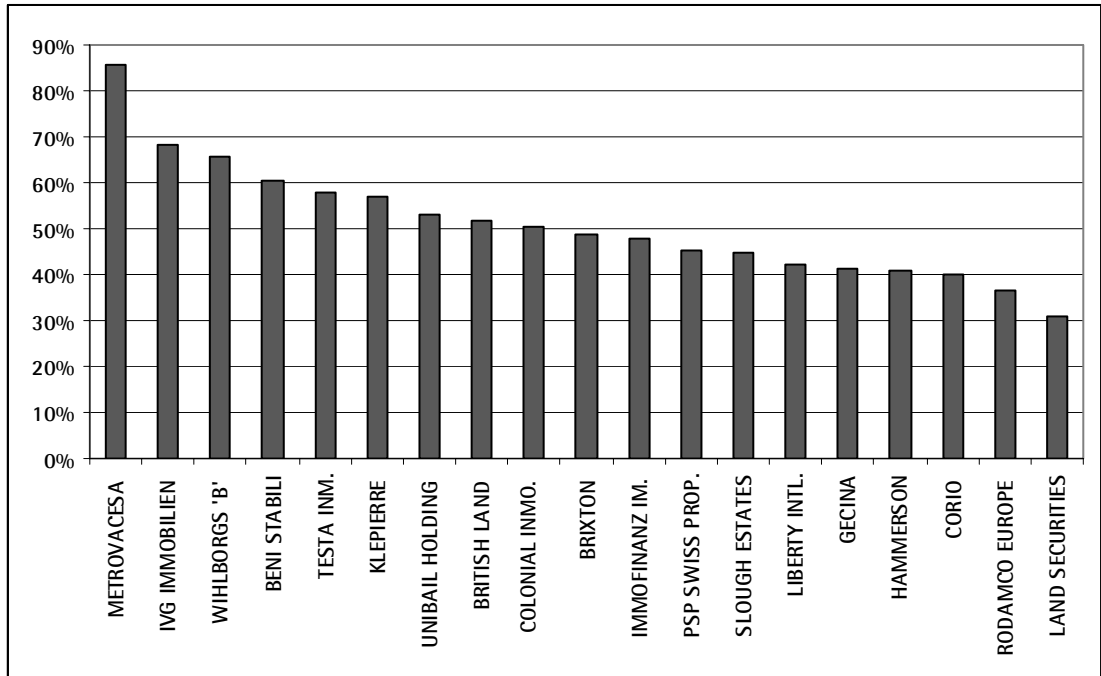
**Tabla 4. Porcentaje por categoría de inversión, diciembre de 2004**

	Procedencia	Oficinas	Comercial	Residencial	Industrial/ Logístico	Otros
British Land	Reino Unido	43	52			5
Land Securities	Reino Unido	44	48		5	3
Gecina	Francia	58		42		
Liberty International	Reino Unido	9	91			
Rodamco Europe	Países Bajos	10	87		3	
Unibail	Francia	47	44			9
Hammerson	Reino Unido	31	69			
Slough Estates	Reino Unido	16	17		50	17
Klépierre	Francia	18	82			
Inmob. Colonial	España	81	10	5	2	2
Wihlborgs	Suecia	98		2		
Corio	Países Bajos	21	73	1	5	
Immofinanz	Austria	35	12	13	14	26
Beni Stabili	Italia	84	11	1		4
IVG Immobilien	Alemania	81	4		11	4
Metrovacesa	España	51	28	5	3	13
Testa Inm. Renta	España	54	27	11	6	2
PSP Swiss Prop.	Suiza	68	13			19
Brixton	Reino Unido	10			90	
Pirelli Real Estate	Italia	70		25		5

Fuente: «Europe Real Estate Year Book 2005», EPRA.

El nivel de apalancamiento medio de estas veinte mayores empresas es del 50,97%, aunque vemos que existen diferentes niveles entre estas veinte empresas en la Figura 3.

**Figura 3. Ratio de endeudamiento de las veinte mayores empresas inmobiliarias europeas por volumen de inversión.**  
**Total de préstamos CP + LP/ total préstamos + capital social + reservas, 31 de diciembre de 2004**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Data Stream.

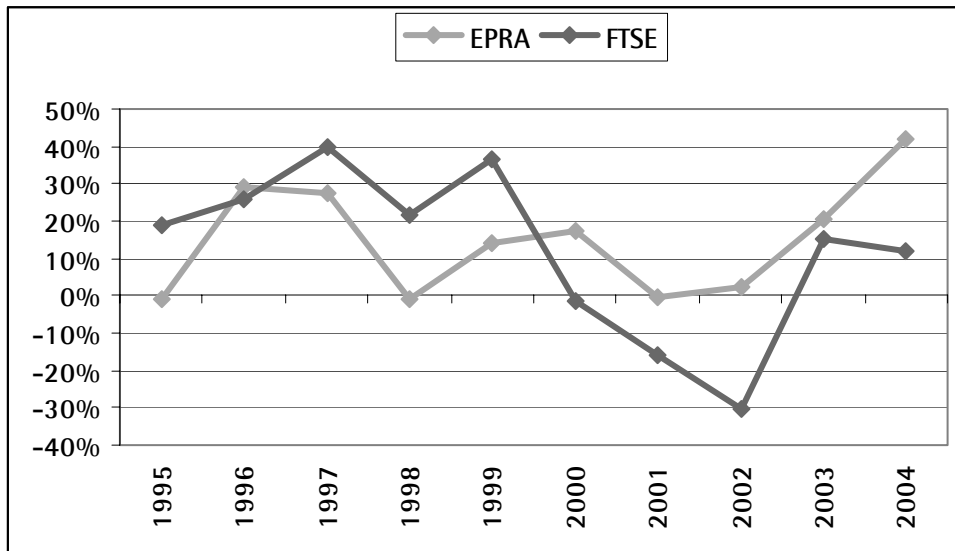
Es de destacar ver cómo Land Securities, segunda empresa europea por volumen de inversión, únicamente está apalancada en poco más de un 30%, y que Metrovacesa, que ocupa el número 16 en el ranking, está apalancada en más de un 85%.

British Land, la primera inmobiliaria europea en el ranking, tiene un apalancamiento justo en la media europea.

#### *d) Análisis de la rentabilidad de las empresas inmobiliarias cotizadas*

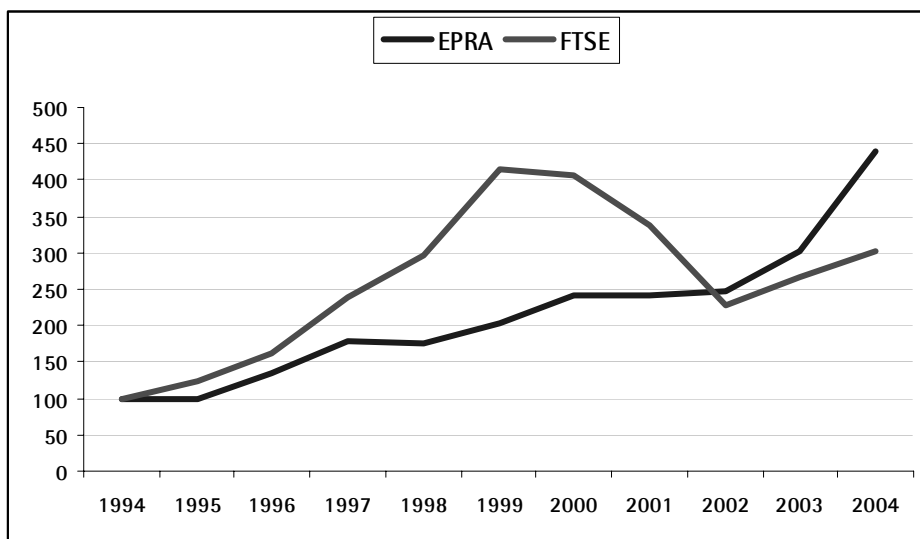
La Figura 4 refleja la variación anual del índice de rentabilidad del EPRA Europa y del FTSE 300. Se observa que ambos índices tienen una gran variabilidad a lo largo del período, aunque ésta es mayor en el índice global FTSE. A pesar de ello, la desviación estándar es mayor en el índice EPRA (4,36) que en el FTSE (3,95).

**Figura 4. Comparación de los índices EPRA Europe y FTSE 300, variación anual**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Data Stream.

**Figura 5. Comparación de los índices EPRA Europe y FTSE 300. Índice de rentabilidad para todo el período**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Data Stream.

En la Figura 5 se presenta un índice de rentabilidad para todo el período (1994 = 100). Como puede observarse, el índice global ha ido incrementando su rentabilidad hasta 1999, año en que empieza a decrecer. Por el contrario, EPRA tiene un comportamiento creciente durante todo el período, en especial desde 2002, cuando empieza a crecer con más fuerza.

Asimismo, en la Tabla 5 se presenta la rentabilidad a cinco, a tres y a un año de las diez mayores empresas inmobiliarias en Europa.

**Tabla 5. Rentabilidad media de las diez mayores empresas cotizadas, enero de 2005, en porcentaje**

	Rent. media a 1 año	Rent. media a 3 años	Rent. media a 5 años
British Land	18,7	26,3	56,2
Land Securities	18,2	25,0	45,3
Gecina	8,6	20,7	30,8
Liberty International	19,1	29,6	46,4
Rodamco Europe	12,9	19,0	32,8
Unibail	24,8	29,4	61,9
Hammerson	17,6	28,2	39,0
Slough Estates	12,1	21,7	29,1
Klépierre	17,7	25,3	42,2
Inmobiliaria Colonial	26,2	39,8	60,6

Fuente: «Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA.

Como puede observarse, la mayor rentabilidad media anual está en Inmobiliaria Colonial, con un 26,2%, seguido de Unibail y de British Land, con un 24,8% y un 18,7%, respectivamente.

Aunque la mayor rentabilidad media anual se encontró en Town Centre Securities, con un 34,2%, procedente de Reino Unido, seguido de Grainger Trust, con un 33,3%, también procedente de Reino Unido, y por la compañía danesa Sjaelso Gruppen, que alcanzó un 32,5% de media.

## **Fondos de inversión inmobiliaria en Europa**

### **a) Concepto:**

La definición de fondos de inversión inmobiliaria se ha inspirado en el término UCIT, productos de gestión del ahorro de las familias, que suponían una puerta hacia la inversión en títulos financieros.

Estos fondos de inversión inmobiliaria son instituciones de inversión colectiva y no tienen personalidad jurídica propia; el ahorro que captan del público es depositado en un fondo que irá dirigido fundamentalmente a la compra de inmuebles, para su posterior alquiler y así obtener una rentabilidad.

Estos vehículos son muy diferentes en función del inversor de destino a quien está dirigido, clasificándose en fondos *Retail* aquellos que van dirigidos al público en general y están sometidos a un estricto control por parte de un organismo público, y *Private equity* aquellos que van dirigidos a un grupo de entidades de control privado y no están sometidos a ningún control público.

Asimismo, podemos establecer otra clasificación en cuanto a la estructura de los vehículos de inversión inmobiliaria, denominándose *closed-ended funds*, o fondos cerrados, aquellos que tienen una vida limitada y un volumen de inversión determinado que no varía a lo largo del tiempo, es decir, si el inversor quiere desinvertir tiene que vender la participación porque el fondo no se la liquidaría; para ello, estos fondos tienen un período inicial de captación de capital.

Normalmente, los vehículos con este tipo de estructura van dirigidos a inversores institucionales y su actividad está regulada por sus propios estatutos.

Esta estructura es la más común dentro de los vehículos de inversión indirecta; asimismo, los fondos con un estilo de inversión oportunista y *core plus* suelen tomar esta estructura, ya que necesitan que haya un capital comprometido por un cierto período de tiempo para poder conseguir sus objetivos, al no poder acomodarse fácilmente a desinversiones<sup>17</sup>.

La segunda clasificación es de fondos abiertos, u *open-ended funds*, que al contrario de los cerrados no tienen una vida limitada y siempre están abiertos a nuevas inversiones, por lo que su activo aumenta y disminuye a lo largo del tiempo.

Del total de fondos que se encuentran en la base de datos de INREV, 157 fondos son *open-ended*, con un VBA de 155.700 millones de euros, y 243 son *closed-ended*, con un VBA de 105.300 millones de euros.

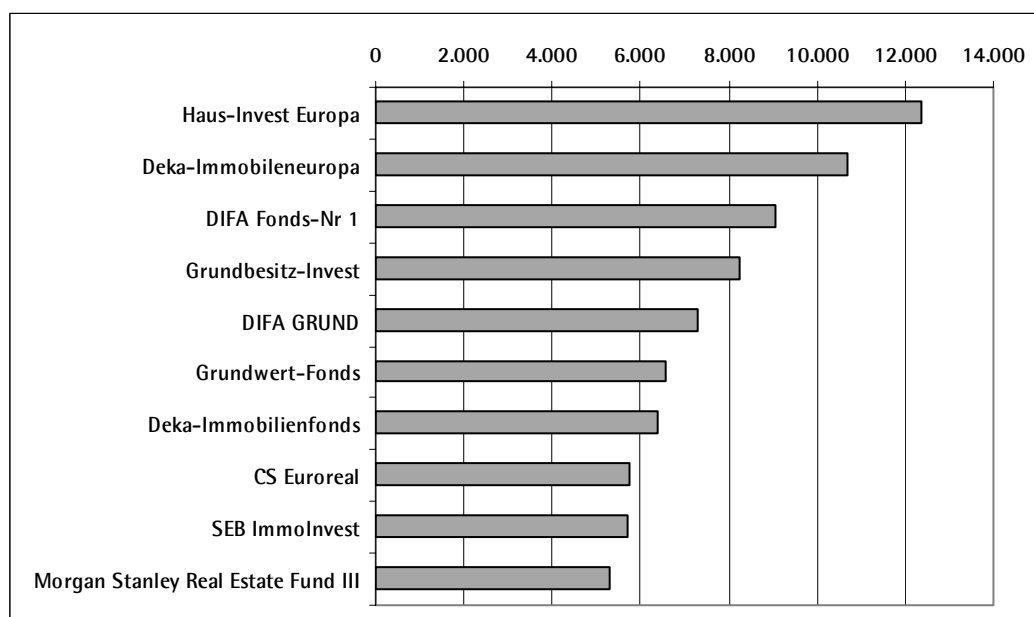
#### ***b) Fondos inmobiliarios europeos***

De acuerdo con la base de datos de INREV, la asociación europea de inversores en vehículos inmobiliarios no cotizados ha elaborado un ranking de los mayores fondos inmobiliarios en Europa según el *Gross Asset Value* (valor bruto de los activos), es decir, el valor de la cartera de propiedades actual a 31 de marzo de 2005, obteniéndose el siguiente resultado, que se puede observar en la Figura 6.

---

<sup>17</sup> «ABN-AMRO/IPD Directory of European Property Vehicles 2003».

**Figura 6. Los diez mayores fondos de inversión inmobiliaria por valor bruto de los activos actuales.  
En millones de euros, enero de 2005**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de INREV.

Todos estos fondos, a excepción de Morgan Stanley Real Estate Fund III, son fondos alemanes, y es que estos fondos alemanes tienen una fuerte tradición en Europa y gestionan unos volúmenes de activos muy importantes en comparación con los restantes fondos europeos. Los *German open-ended funds*, fondos de inversión inmobiliaria alemanes abiertos, son vehículos de inversión indirecta privados en el sector inmobiliario que no tienen una vida predeterminada, y siempre están abiertos a nuevas inversiones y amortizaciones, salvo que por motivos legales esto no sea posible. Por esto el tamaño de estos fondos va variando a lo largo del tiempo.

Actualmente, en Alemania existen alrededor de treinta *open-ended funds*, que se dividen en tres grupos en función del grado de diversificación geográfica; los fondos domésticos, que invierten únicamente en Alemania; los fondos europeos, que además de invertir en Alemania invierten también en diversos países europeos, y los fondos globales, que invierten a nivel europeo y mundial además de invertir en Alemania. Todos ellos son fondos públicos para el ahorrador individual.

El comportamiento de estos fondos alemanes está altamente correlacionado con la localización geográfica de los activos en los que invierten, es decir, cuanto más alto sea el porcentaje de activos invertidos a nivel internacional (fuera de Alemania), mejor será la rentabilidad; los fondos a nivel doméstico no tienen muy buenos retornos debido a la mala situación del sector inmobiliario en Alemania<sup>18</sup>.

Los *German open-ended funds* han sido unos de los fondos europeos que más han crecido en los últimos años, y tras los *German closed-ended funds*, son los de mayor capitalización de acuerdo con el valor bruto de sus activos. «El atractivo de estos fondos

<sup>18</sup> IXIS AEW Europe, Research and Strategy, «The German Open ended fund market – stressed?».



para el inversor individual reside en su estabilidad y baja volatilidad (4-5% media), en las exenciones fiscales de la renta anual y en una liquidez garantizada en una base continua»<sup>19</sup>.

Como puede observarse, los fondos alemanes son uno de los mayores vehículos captadores de capital inmobiliario en el mundo; de hecho, en 2003 captaron entre 14.000 y 15.000 millones de euros; en cualquier caso, el flujo de capital invertido en estos fondos ha descendido en 2004 a unos 3.000 millones de euros, debido al empeoramiento de la rentabilidad ofrecida por los mismos.

De hecho, la rentabilidad media bajó de un 5,4% en 2001 a un 4,7% en 2002, y a un 3,5% a mediados de 2003. Por ello, muchos de estos inlujos de capital se han movido hacia la inversión en *German open-ended equity*, fondos alemanes mobiliarios<sup>20</sup>.

Un hecho importante que explica la retirada masiva de capitales en estos fondos inmobiliarios son los escándalos de corrupción que han tenido lugar en algunos fondos inmobiliarios alemanes.

Esto ha hecho que por primera vez en 15 años se haya producido una retirada masiva de capital. Actualmente, los fondos alemanes tienen que vender activos para ofrecer la rentabilidad debida a sus inversores, el problema es que la ley no permite hacerlo por debajo del valor contable. Mientras tanto, el precio del alquiler va descendiendo y las inversiones se encuentran paralizadas<sup>21</sup>.

Del total de la base de datos de INREV –408 fondos inmobiliarios–, únicamente treinta de ellos son *German open-ended funds*, pero los activos en los que invierten representan un 43,45% del total. Como puede verse en la Figura 7, los fondos abiertos alemanes cuentan con un 102.000 millones de euros en activos, mientras que el resto representa 162.300 millones de euros.

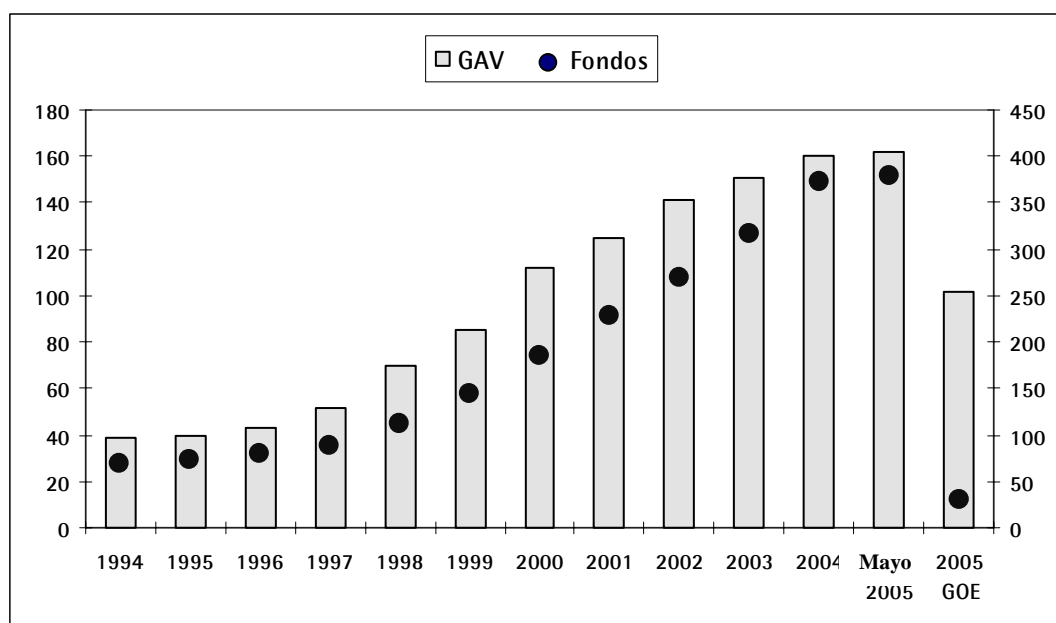
---

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

<sup>21</sup> Piserra, Joaquín, «Fondos alemanes a la baja», *Expansión Inmobiliario*, 21 de abril de 2005, pág. 54.

**Figura 7. Crecimiento del mercado de fondos inmobiliarios no cotizados por año de lanzamiento.**  
**GAV miles de millones de euros, escala izquierda. Número de vehículos, escala derecha**



Fuente: INREV.

Nota: El GAV de los GOE no está incluido en el GAV de mayo de 2005.

Los *German open-ended funds* pueden invertir a nivel europeo o global, aunque en este último caso siempre suelen tener un 80% de sus activos invertidos en el continente europeo.

En cuanto a los diez siguientes fondos del ranking por GAV, proceden de Estados Unidos –pero tienen base en Reino Unido–, de Países Bajos, de Jersey (Reino Unido), así como de Suiza y de Alemania.

Asimismo, desde el año 2000 se ha observado una tendencia al crecimiento en el lanzamiento de estos fondos inmobiliarios, habiéndose lanzado alrededor de cuarenta fondos al año desde esa fecha; en concreto, en la primera mitad de 2004 se han lanzado dieciséis nuevos fondos de inversión inmobiliaria.

La inversión en estos fondos inmobiliarios se puede realizar a nivel nacional o transfronterizo, pero el crecimiento importante de este mercado ha venido de la mano de las inversiones transfronterizas por los siguientes motivos<sup>22</sup>:

- En primer lugar, según el índice de transparencia elaborado por Jones Lang LaSalle, los mercados de Europa occidental se han vuelto más atractivos para los inversores a nivel internacional, y ello se ha debido al aumento de información disponible, es decir, ha habido un aumento de la transparencia del mercado en los últimos cuatro años, lo que ha supuesto un incremento de las inversiones en estos fondos a nivel internacional.
- Los inversores quieren diversificar sus carteras cada vez más, sobre todo Estados como Países Bajos o los escandinavos, que poseen un sistema de inversión

<sup>22</sup> Presentación de Judy Hill, ex directora ejecutiva de INREV.

institucional muy establecido (fondos de pensiones o aseguradoras), que necesitan un sitio donde invertir y lo hacen a través de los fondos inmobiliarios.

- Las inversiones transfronterizas a través de estos fondos de inversión inmobiliaria permiten a los inversores tener acceso a nuevos mercados y sectores especiales. Cada vez más, los inversores quieren invertir en mercados desconocidos para ellos y en los que no tienen ninguna experiencia. A principio de los noventa, algunas naciones como Países Bajos o Estados Unidos intentaron penetrar en estos mercados de manera directa, pero no obtuvieron buenos resultados; por ello, muchos se decidieron por los fondos de inversión inmobiliaria, cuya gestión sí que tiene los conocimientos expertos necesarios para obtener una buena rentabilidad.
- La inversión indirecta a través de fondos cotizados y no cotizados, les da a los pequeños inversores la posibilidad de invertir en grandes activos inmobiliarios, a los cuales no tendrían acceso de manera directa, y del mismo modo permite a los inversores institucionales tener acceso a un mayor apalancamiento que puede someterles a un mayor riesgo, pero también a una mayor rentabilidad.
- Por último, los fondos no cotizados también proporcionan a los inversores “alineación” o “alineamiento”, y esto quiere decir que los inversores están mucho más cerca de la dirección que en otro tipo de empresas; además, la gestión del fondo trabaja en la misma línea y se les suele proveer de un buen sistema de incentivos, por lo que están mucho más motivados.

### c) *Tipos de fondos inmobiliarios*

Se puede decir que existen tres estilos de inversión:

- *Core*, o nuclear
- *Core-plus* o *Value-Added*
- *Opportunity*

Los fondos *core* son aquellos que invierten en activos inmobiliarios de bajo riesgo y tienen un bajo nivel de apalancamiento, si es que existe. Normalmente suelen obtener una rentabilidad entre 0 y 11,5%, lo cual es comparable con la rentabilidad obtenida en el mercado de inversión de bonos. La mayoría de vehículos de Reino Unido y Alemania utilizan este estilo de inversión<sup>23</sup>.

Los fondos *core-plus* o *Value-Added* invierten en activos inmobiliarios de riesgo moderado, y suelen estar apalancados entre un 30 y un 70% del valor bruto de los activos de la cartera. La principal diferencia con respecto a los fondos *core* es que su estrategia de inversión se centra más en el crecimiento de capital, y la rentabilidad que obtienen se encuentra entre el 11,5 y el 17%.

En estos dos estilos de inversión son en los que suelen invertir los *Retail Investors*.

Por último, los fondos *Opportunity*, u oportunistas, son aquellos que invierten en activos de alto riesgo y tienen altos niveles de apalancamiento, por encima del 60%. En cuanto a la estrategia de inversión, ponen el mismo énfasis en el crecimiento de capital que en la obtención de rentabilidad, obteniendo entre un 17 y un 25%. Algunos ejemplos de

<sup>23</sup> «ABN-AMRO / IPD Directory of European Property Vehicles 2003».

inversión de este tipo de fondos son oportunidades de renovación o modernización de un activo, o propiedades de una gestión intensiva<sup>24</sup>.

Hay bastantes fondos de oportunidad, sobre todo en Estados Unidos, donde existen gestores especializados que si ven una buena oportunidad utilizan este estilo de fondos que desarrolla los conocimientos expertos de los cuales carece el inversor (por ejemplo, una inversión en un edificio de Europa oriental).

La Tabla 6 resume los diferentes tipos de fondos que se acaban de citar, junto con sus características.

**Tabla 6. Estilos de gestión de fondos de inversión inmobiliaria**

	<i>Core</i>	<i>Value - Added</i>	<i>Opportunity</i>
Características generales	Bajo riesgo Baja rentabilidad	Riesgo moderado Rentabilidad moderada	Alto riesgo Alta rentabilidad
Tasa interna de retorno	> o = 11,5%	> 11,5% y < 17%	> o = 17%
Apalancamiento	< o = 60%	> o = 30% y < o = 70%	> o = 60%

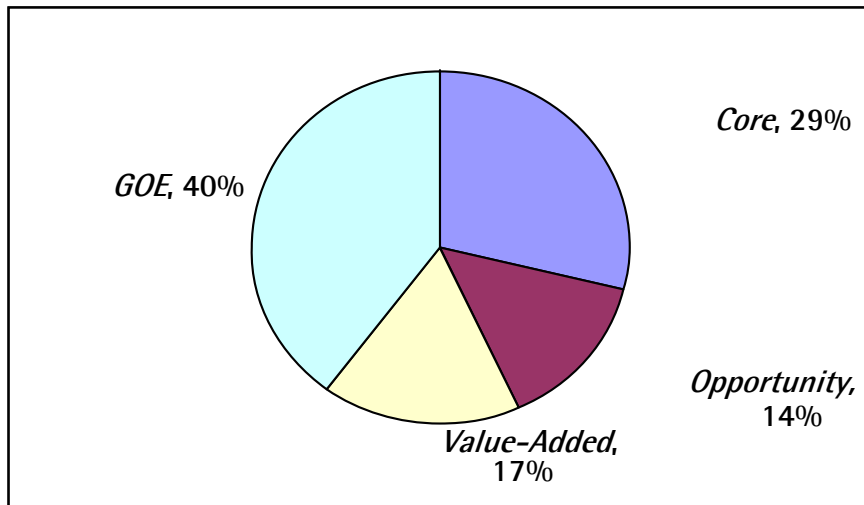
Fuente: «Manager styles in Real Estate, a Model Approach on Non-Listed European Real Estate Vehicles», INREV Research Committee, Arjan Planning, Lisette F.E. van Doorn, Maarten R. van der Spek.

De acuerdo con la base de datos de INREV, que cuenta con 400 fondos con un valor bruto de sus activos de 261.000 millones de euros, existen 188 fondos *core*, 128 *Value-Added* y 54 *Opportunity*; los treinta restantes son los *German open-ended funds*. En la Figura 8 se puede ver el porcentaje que representa cada estilo con respecto al total del valor bruto de los activos. Como puede observarse, destaca el importante valor de los inmuebles en los que invierten los *Open-ended funds*, que representan el 40% del total; estos fondos, a pesar de ser escasos, son muy populares, y tienen importantes cantidades de capital. En segundo lugar encontramos los fondos *core*, que representan un 29%, a pesar de que son la mayoría en cuanto número de fondos, seguido de los *Value-Added*, con un 17%, y de los *Opportunity*, con un 14%. Estos últimos también representan una parte importante del valor bruto de los activos.

---

<sup>24</sup> *Ibidem*.

**Figura 8. Porcentaje de fondos de inversión inmobiliaria indirecta según el estilo de inversión, enero de 2005**

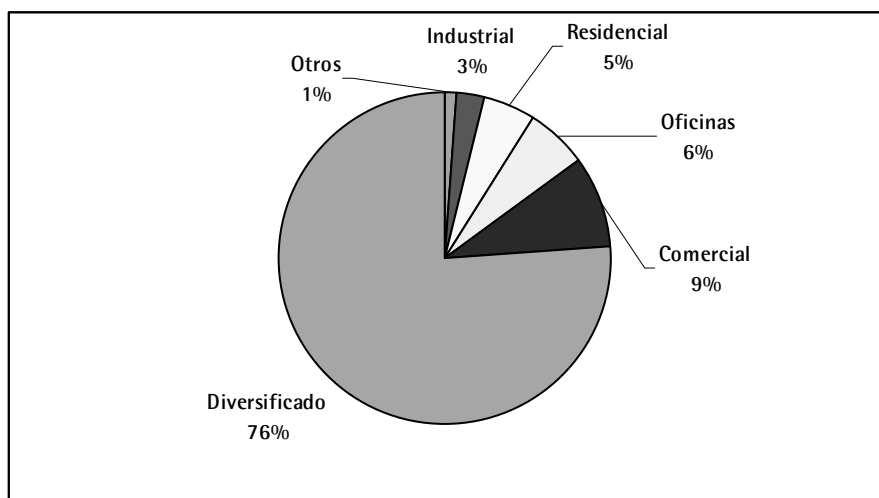


Fuente: INREV, OPC.

**d) Caracterización de la inversión: tipos de activos y endeudamiento**

Actualmente, de los 400 fondos de la base de datos de INREV, existen 230 con una estrategia diversificada que, como se puede ver en la Figura 9, representan un 76% del valor bruto de los activos, es decir, que la mayoría de los fondos invierten de forma diversificada; 51 fondos invierten en comercial, lo que representa un 9% del VBA; 47 se especializan en oficinas, sólo un 6%, y por último, 34 están especializados en el mercado residencial y representan un 5%, y otros 23 fondos se han especializado en industrial, lo que supone el 3%.

**Figura 9. Estrategia de fondos por sector, porcentaje del GAV, enero de 2005**

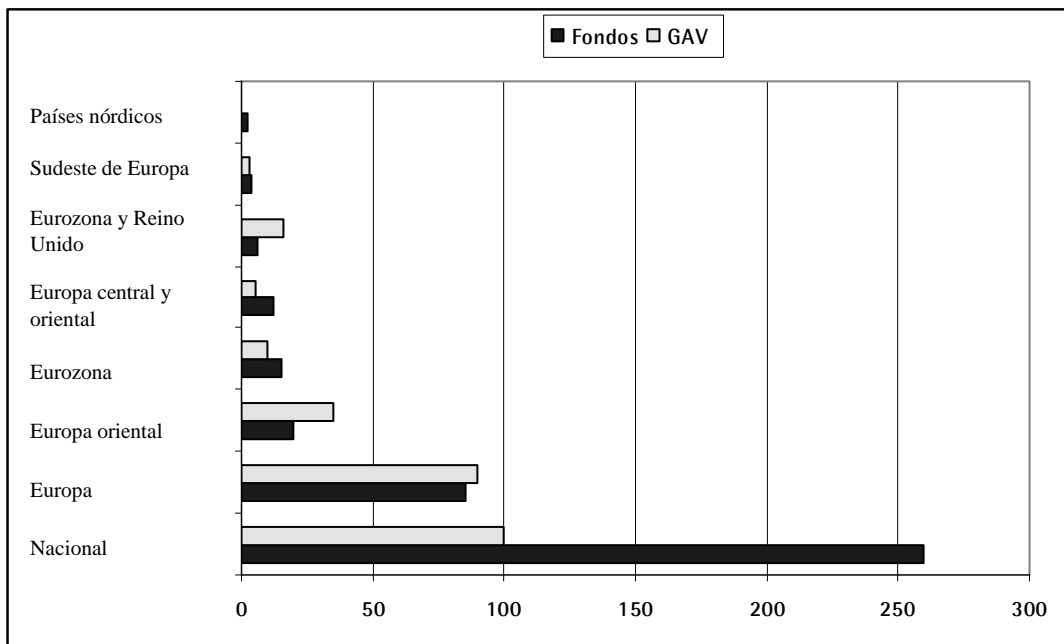


Fuente: INREV, OPC.

En cuanto a la localización geográfica de sus activos, se puede establecer una primera clasificación, denominando fondos nacionales si invierten más del 75% de capital en un solo país, o fondos globales cuando tienen su cartera repartida en distintos países y nunca más del 75% de sus activos están invertidos en el mismo país.

Como se observa en la Figura 10, la mayoría de los fondos europeos invierten a nivel nacional y en diversas áreas del continente europeo.

**Figura 10. Localización geográfica de las inversiones de los fondos europeos.  
GAV, en miles de millones de euros, enero de 2005**



Fuente: INREV, OPC.

En relación a los que invierten a nivel nacional, se muestran en la Tabla 7, por GAV en miles de millones de euros.

**Tabla 7. Vehículos nacionales.  
Destino de inversión por GAV, en millones de euros**

1. Reino Unido	49.600
2. Suiza	16.100
3. Países Bajos	12.300
4. Italia	7.100
5. Alemania	6.200
6. Francia	4.900
7. Portugal	4.600
8. España	1.800
9. Austria	200

Fuente: INREV, OPC.

Como se puede observar, es en Reino Unido donde más se invierte, con diferencia, en especial en el sector comercial (15.700 millones de euros), seguido del sector de oficinas (5.000 millones de euros) y el industrial (3.500 millones de euros). El segundo país más popular es Suiza, seguido de Países Bajos e Italia.

El resto de vehículos invierten a nivel global, repartiendo su cartera entre distintos territorios y dividiéndose en aquellos fondos que invierten a nivel europeo, los que invierten en Europa oriental, los que lo hacen en los países que han adoptado el euro, los que invierten en Europa central y oriental, los que invierten en Reino Unido además de la eurozona, así como el sudeste de Europa y los países nórdicos.

En relación con el nivel de apalancamiento, INREV ha elaborado un índice a través del estudio de 75 fondos inmobiliarios, que clasificará en fondos nacionales –cuando inviertan más del 75% de sus activos en un mismo país–, y fondos extranjeros, cuando su cartera de activos inmobiliarios esté repartida en varios países europeos. Además, se establece otra clasificación dividiéndolos en fondos dirigidos a inversores individuales o dirigidos a inversores institucionales<sup>25</sup>.

En la Tabla 8 se muestra el nivel de apalancamiento existente en los fondos nacionales y europeos, y de estos mismos en los subgrupos de fondos dirigidos a inversores particulares o a otros inversores.

El nivel de apalancamiento viene definido como el valor nominal de la deuda como porcentaje del valor neto de los activos del fondo.

**Tabla 8. Niveles de apalancamiento de los fondos inmobiliarios europeos**

	Endeudamiento como porcentaje del valor neto de los activos		
Vehículos nacionales			
	2001	2002	2003
Alemania			
- Inversores individuales			12,54%
- Otros			-
Italia			10,58%
Países Bajos	12,81%	14,27%	20,06%
Suiza			
- Inversores individuales	10,81%	17,36%	20,81%
- Otros	-	-	-
Reino Unido			27,72%
Vehículos europeos			
Europa	31,26%	16,70%	19,86%
- Inversores individuales		11,50%	15,52%
- Otros		53,31%	68,29%
Medias vehículos nacionales y europeos			
Media nacionales excluyendo inversores particulares	11,39%	9,96%	17,26%
Media nacionales + europeos Excluyendo inv. particulares	25,64%	21,82%	28,80%
Media nacionales	18,37%	17,38%	16,03%
Media nacionales + europeos	21,18%	17,04%	18,16%

Fuente: «INREV Index Consultation Release», preparado por Investment Property Databank Ltd.

<sup>25</sup> «INREV Index Consultation Release», preparado por Investment Property Databank Ltd.

Como se observa en la Tabla 8, estos vehículos no tienen niveles muy altos de apalancamiento. La media de apalancamiento que incluye a los vehículos nacionales y europeos, así como a los vehículos dirigidos a inversores individuales, es del 18,16%. Por el contrario, la media de apalancamiento que incluye a los vehículos nacionales y europeos, pero excluye a los fondos dirigidos a inversores particulares, el apalancamiento es mucho mayor –28,8%–, es decir, los vehículos dirigidos a inversores institucionales adquieren mayores niveles de deuda, lo que les permite obtener una mayor rentabilidad.

Los vehículos internacionales que invierten en Europa poseen niveles de apalancamiento un poco más elevados que los vehículos a nivel nacional, ya que los primeros se endeudan en un 19,6% del valor neto de sus activos, y los segundos, en un 16%<sup>26</sup>.

### *e) Análisis de la rentabilidad de los fondos*

INREV e Investment Property Databank elaboran un índice basándose en el estudio de 75 fondos europeos con un GAV de 68.000 millones de euros.

De los 75 fondos, 63 son fondos nacionales que provienen de Reino Unido (32), de Países Bajos (13), de Suiza (8), de Italia (6) y de Alemania (4); los doce restantes son fondos europeos. En cuanto al GAV total, los europeos representan un 44% del total (la mayoría son *German open-ended funds*), los alemanes, un 18%; los de Reino Unido, un 18%; los holandeses, un 10%; los de Suiza, un 5%, y los de Italia otro 5%<sup>27</sup>.

En la Figura 11 se observa la rentabilidad que los fondos nacionales han obtenido en los años 2001, 2002 y 2003.

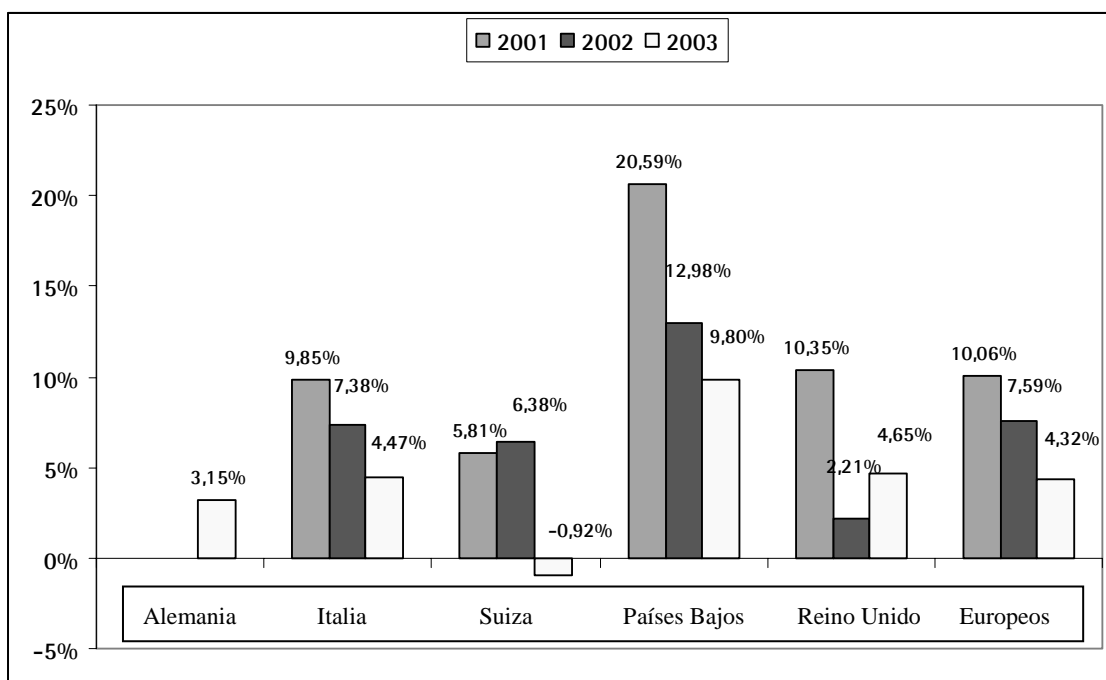
---

<sup>26</sup> *Ibidem.*

<sup>27</sup> *Ibidem.*



**Figura 11**  
**Fondos nacionales y europeos.**  
**Índice de rentabilidad, porcentajes calculados en euros**



Fuente: «INREV Consultation Release», preparado por Investment Property Databank Ltd.

Como se puede observar, tanto en los fondos nacionales como en los europeos se ha producido una caída de la rentabilidad desde el año 2001, que únicamente ha recuperado Reino Unido en 2003.

En dicho año, el mejor comportamiento se ha dado en los fondos que invierten en Reino Unido, con un 12,01% de rentabilidad en moneda local, aunque en la Figura aparezca reflejada la rentabilidad en euros. Por otro lado, el mejor comportamiento medio en estos tres años se ha dado en los fondos holandeses, con un 13,78% de media<sup>28</sup>.

Por otro lado, la media de los vehículos nacionales con los vehículos europeos, es decir, de los 75 fondos escogidos en la muestra, ha sido en 2001, 2002 y 2003, un 9,90%, un 5,97% y un 4,45%, respectivamente; estos porcentajes también se han calculado en euros. Si los comparamos con la rentabilidad obtenida en el índice EPRA Europa, de 10,7%, 10,7% y 11%, observamos que la rentabilidad obtenida en el mercado de valores mobiliarios ha sido mucho mayor en esos tres años.

Por último, en la Tabla 9 se reflejan las rentabilidades obtenidas por estos 75 fondos, nacionales y europeos, y aquí se ha clasificado según el sector en el que inviertan; se dice que un fondo invierte en un determinado sector cuando más del 75% de sus activos están invertidos en ese sector; si no es así, se trata de un fondo diversificado.

<sup>28</sup> La media calculada es la geométrica.

**Tabla 9. Rentabilidades de los fondos por sector de inversión, en moneda nacional**

		Diversificados	Industrial/ Logístico	Oficinas	Residencial	Comercial
Italia	2001					
	2002			7,72%		
	2003	2,62%		6,16%		
Países Bajos	2001			20,56%	27,87%	10,15%
	2002			10,76%	17,40%	8,04%
	2003			2,71%	12,67%	9,67%
Suiza	2001				3,11%	
	2002				4,94%	
	2003				4,90%	
Europeos	2001	8,63%				
	2002	6,99%				
	2003	3,75%				
Nacionales + Europeos	2001	6,16%	24,47%	20,56%	17,07%	10,22%
	2002	6,31%	15,06%	9,42%	10,57%	9,57%
	2003	3,72%	4,86%	4,01%	9,24%	11,19%

Fuente: «INREV Consultation Release», preparado por Investment Property Databank Ltd.

Como se observa en la Tabla 9, los fondos holandeses son lo que presentan rentabilidades más altas, en concreto en el sector residencial, con un 12,67%. En general, es de destacar la pérdida de rentabilidad en todos los sectores y en todos los países. Analizando el total de la muestra (nacionales + europeos), es el sector comercial el que ha reportado mejor rentabilidad en 2003, un 11,19%.

## Comparación de los elementos más importantes de la *performance*

**Tabla 10. Rentabilidades de sociedades inmobiliarias cotizadas, fondos de inversión inmobiliaria e inversión directa en inmuebles, en moneda nacional, años 2001-2003<sup>29</sup>**

País	Sociedad	Fondo	Inversión directa en inmuebles
Reino Unido	11,84%	9,27%	8,92%
Países Bajos	12,29%	14,37%	8,93%
Francia	12,12%		8,76%
España	13,65%	7,47%	8,38%
Alemania	6,09%	3,15%*	4,20%
Suecia	14,52%		2,70%
Suiza	9,27%	4,18%	5,44%**
Italia	15,26%	5,74%**	10,40%*
Europa	11,66%	7,52%	7,00%

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de «INREV Index Consultation Release», preparado por Investment Property Databank, Data Stream e IPD (Investment Property Data Bank), INVERCO, para los datos de España.

\*Rentabilidad total año 2003.

\*\*Media geométrica 2002 y 2003.

En primer lugar, en Reino Unido, las empresas cotizadas superan a los otros dos estilos de inversión. Estas empresas cotizadas ocupan los primeros puestos del mercado europeo en cuanto a volumen de inversión, así como en capitalización bursátil. La inversión en valores inmobiliarios ha dado un 2,5% más de rentabilidad que la inversión en fondos o que la inversión directa.

Por el contrario, en Países Bajos los fondos han sido los que han dado más rentabilidad; de hecho, son los fondos holandeses y los alemanes los que más tradición tienen en este mercado, aunque los fondos alemanes que invierten en Alemania han dado muy bajas rentabilidades por la recesión de este mercado; sin embargo, existen multitud de fondos alemanes que invierten a nivel europeo y que reparten una alta rentabilidad.

Por el momento, en Francia no se dispone de datos de rentabilidad de fondos inmobiliarios, pero observamos que la inversión en valores inmobiliarios está por encima de la inversión directa; esto ha podido deberse, sobre todo, a la reciente aprobación de la figura legal del SIIC, de la que ya antes se ha hablado y que ha potenciado el mercado.

En España, son las sociedades inmobiliarias las que retornan una mayor rentabilidad, seguida de la inversión directa en inmuebles. Además, es de destacar que en este país los fondos de inversión inmobiliaria, aunque son muy escasos, ofrecen una rentabilidad bastante elevada en relación con otros países como Alemania, Suiza e Italia.

En cuanto al resto de los países –Alemania, Suecia, Suiza e Italia–, ofrecen mayor rentabilidad las sociedades cotizadas. Los fondos italianos no ofrecen una rentabilidad baja, pero representa la mitad con respecto a la inversión directa en inmuebles, que constituye la rentabilidad más alta de Europa.

<sup>29</sup> Estas rentabilidades estarán influenciadas por la composición de las carteras.

A nivel europeo, los fondos y la inversión directa en inmuebles presentan rentabilidades similares, y la inversión en valores inmobiliarios presenta una rentabilidad de un 11,66%.

## Referencias

«ABN – AMRO / IPD Directory of European Property Vehicles 2003», ABN-AMRO and IPD (Investment Property Data Bank).

Data Stream.

«EPRA Global REIT Survey, A comparison of the major REIT regimes in the world», EPRA, septiembre de 2004.

«Europe Real Estate Yearbook 2005», EPRA (European Public Real Estate Association).

García Garrido, Soledad, «Los inmuebles “tocan” fondo», *Revista Metros<sup>2</sup>*, diciembre de 2002, pág. 6.

INREV, European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles & OPC (Oxford Property Consultants).

«INREV Index Consultation Release», preparado por IPD (Investment Property Databank).

Internet:

- [www.answers.com](http://www.answers.com), United Kingdom Corporation Tax.
- [www.reitnet.com](http://www.reitnet.com)
- [www.investinreits.com](http://www.investinreits.com)

INVERCO, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones.

«Jones Lang LaSalle European Capital Markets Research», Jones Lang LaSalle, octubre de 2002.

«Manager styles in Real Estate, a Model Approach on Non-Listed European Real Estate Vehicles», INREV Research Committee; Arjan Planning, Lisette F.E. van Doorn, Maarten R. van der Spek.

Piserra, Joaquín, «Fondos alemanes a la baja», *Expansión Inmobiliario*, 21 de abril de 2005, pág. 54.

Ribechin, María S., «Invierte en ladrillos a través de fondos inmobiliarios», [www.finanzas.com](http://www.finanzas.com), 29 de noviembre de 2002.

«The German Open ended fund market–stressed?», IXIS AEW Europe, Research & Strategy.