

**PROGRAMA DOCTORADO EN ECONOMÍA Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

Tesis Doctoral

**Un análisis de la estrategia inversora
de los Fondos Inmobiliarios
Internacionales en España durante el
decenio 1998-2007**

Doctorando: JOAQUIN J. PISERRA

Dirección de Tesis: JOSEP FRANCESC VALLS



*Dedicado con todo mi cariño a mi madre,
Celia Ribera, ejemplo de amor y
tenacidad.*

*A la memoria de mi hermano Guillermo
Piserra y mi padre Joaquin Piserra.*

Formación, Escuela, Educación

“La verdadera formación no es formación para un fin sino que, como todo anhelo de perfección, tiene sentido por sí misma. Así como el deseo de fuerza física, destreza y belleza no tiene ninguna finalidad, cuál podría ser la de hacernos ricos, famosos o poderosos, sino que lleva en sí en la propia recompensa, la recompensa de avivar el sentimiento vital y la confianza en nosotros mismos, de hacernos más felices y alegres, y de darnos una mayor sensación de seguridad y salud, tampoco el ansia de “formación”, es decir, de perfeccionamiento espiritual intelectual, es un camino trabajoso hacia fines bien delimitados, sino una ampliación benefactora y vigorizante de nuestra conciencia, un enriquecimiento de nuestras posibilidades de vida y felicidad. Por eso la verdadera formación, al igual que la formación física, es satisfacción y estímulo a un tiempo, está siempre la meta sin hacer jamás un alto, es estar de camino a lo infinito, resonar en el universo, convivir en lo atemporal. Su fin no es potenciar tal o cual capacidad, sino que nos ayuda a darle un sentido a la vida, a interpretar el pasado, a estar abiertos al futuro” (206).

Hermann Hesse. *Lecturas para minutos I*.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	3
1.1 Motivación	3
1.2 Introducción	5
2. OBJETIVOS DE LA TESIS	25
3. MARCO TEORICO	30
3.1 Introducción	30
3.2 Riesgos inherentes de la inversión inmobiliaria institucional	52
3.2.1 Riesgo de liquidez	52
3.2.2 Riesgo de entrega	53
3.2.3-Riesgos de financiación	53
3.2.4 Riesgo de mercado.....	54
3.3 Estructura y funcionamiento de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales.....	59
3.4 La gestión de activos inmobiliarios	66
3.5 Los contratos de asset management	70
3.5.1 Honorarios de los gestores de los fondos inmobiliarios de inversión.....	70
3.5.2 Características de un contrato de gestión de activos inmobiliarios, (“asset management”)....	73
3.5.3 Producción de valor en la cadena de la gestión de los fondos inmobiliarios. Conseguir capital a través de inversores (“equity raising or funding”).....	76
3.5.4 Políticas de apalancamiento financiero y gestión de la deuda	80
3.6. Factores que han favorecido el rápido crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales.	88
3.6.1 Las desregularización financiera, la titulación y los nuevos productos financieros. El aumento del riesgo real.....	88
3.6.2 La globalización	108
3.6.3 “Modern Portofolio Theories” o La eficiencia en la diversificación de Carteras de inversión	115
3.6.4 Benchmarking e índices europeos de rendimientos y aumento de la transparencia.....	129
3.6.5 Aumento de transparencia en el sector de los fondos inmobiliarios internacionales	135
3.6.6 Los derivados inmobiliarios	137

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

3.6.7 Los benchmarking locales	141
3.7 Tipos de fondos	142
3.7.1 Fondos cotizados y privados (listed funds y non listed funds)	142
3.7.2 Clasificaciones de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales por su perfil inversor	144
3.7.3 Fondos Abiertos Alemanes	155
3.7.4 REITS, Real Estate Investment Trusts	162
3.7.5 Los fondos soberanos (SWF-sovereign wealth funds)	166
3.7.6 Fondos islámicos “Sharia compliance funds”	168
3.7.7 El caso de los primeros fondos inmobiliarios españoles	170
3.8 Teorías, leyes y modelos sobre decisiones de inversión inmobiliaria	183
3.8.1 Sobre estrategia	183
3.8.2 Sobre los conflictos de agencia	195
3.8.3 Sobre el sector de inversión internacional	210
3.8.4 Sobre la necesidad o no de actuar ante las burbujas	214
3.8.5 Acciones para poder evitar burbujas BASEL I, II & III	224
3.9 Formulación de hipótesis	229
4. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION.....	230
4.1 Fuentes Primarias	230
4.2 Fuentes secundarias	238
4.3 Cómo se van a demostrar las hipótesis.....	244
5. RESULTADOS DE ENTREVISTAS	258
6. DISCUSIÓN Y VERIFICACIÓN DE HIPÓTESIS.....	279
6.1 Hipótesis 1ª	279
6.2 Hipótesis 2ª	292
6.3 Hipótesis 3ª	302
7. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN.	311
BIBLIOGRAFÍA	320
ANEXOS	344

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en
España durante el decenio 1998-2007

ANEXO I-ANTECEDENTES HISTÓRICO – ECONÓMICOS	344
ANEXO II-CUESTIONARIO A LA MUESTRA DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INTERNACIONAL EN ESPAÑA DURANTE 1998-2007	369
ANEXO III-EMPRESAS QUE HAN FACILITADO BASES DE DATOS	374

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: RENTABILIDADES HISTÓRICAS INMOBILIARIAS TERCARIÁS	13
GRÁFICO 2: HISTÓRICO TIPOS INTERÉS	14
GRÁFICO 3: HISTÓRICO INVERSIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA.....	15
GRÁFICO 4: COMPARACIÓN PIB Y TASA DE PARO ESPAÑA UE-15.....	21
GRÁFICO 5: AUGE DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN INMUEBLES EN ESPAÑA	22
GRÁFICO 6: AUMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA	23
GRÁFICO 7: ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA (1990-2006)	24
GRÁFICO 8: JERARQUIZACIÓN DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INDIRECTA	31
GRÁFICO 9: TIPOS DE INVERSIONES INMOBILIARIAS.	33
GRÁFICO 10: COMPARATIVA ÍNDICES BURSÁTILES E INMOBILIARIOS 1989-2009.....	36
GRÁFICO 11: COMPARATIVA A LARGO PLAZO DE ACCIONES E INVERSIONES INMOBILIARIAS.....	37
GRÁFICO 12: ANÁLISIS DE LAS POSIBILIDADES DE DIVERSIFICACIÓN MEDIANTE EL ESTUDIO DE LAS FRONTERAS DE MÍNIMA VARIANZA SOBRE ACCIONES BURSÁTILES USA (1980-1994).....	43
GRÁFICO 13: CICLO DEL RIESGO	55
GRÁFICO 14: ESTRUCTURA LEGAL-FINANCIERA TÍPICA DE UN FONDO INMOBILIARIO EN EUROPA.....	61
GRÁFICO 15: GESTIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS	67
GRÁFICO 16: CADENA DE VALOR DE LOS FFII.....	78
GRÁFICO 17: ALPHA Y BETA EN NIVELES DE RIESGO Y RENDIMIENTO.....	86
GRÁFICO 18: HISTÓRICO DEL INCREMENTO DE LOS FONDOS EN EUROPA 1995-2005	90
GRÁFICO 19: CRECIMIENTO DE MBS EN EEUU	94
GRÁFICO 20: EL CIRCUITO DEL RIESGO DENTRO DE LA TITULACIÓN DE ACTIVOS INMOBILIARIOS.....	98
GRÁFICO 21: CRECIMIENTO DE LA DEUDA FINANCIERA INTERNACIONAL	100
GRÁFICO 22: CRECIMIENTO PIB Y COMERCIO MUNDIAL	101
GRÁFICO 23: FLUJOS GLOBALES DE CAPITAL EN PORCENTAJE DEL PIB MUNDIAL.	102
GRÁFICO 24: ENTRADAS Y SALIDAS DE CAPITAL	103
GRÁFICO 25: DEUDA POR SECTORES 2008 EN DIFERENTES PAÍSES.....	105

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

GRÁFICO 26: AUMENTO DE LA DEUDA DE LAS FAMILIAS EN DIFERENTES PAÍSES.....	106
GRÁFICO 27: CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL ACTIVOS/DEUDA DE ENTIDADES FINANCIERAS 2002-2007 EN %.....	107
GRÁFICO 28: FRONTERAS DE EFICIENCIA.....	116
GRÁFICO 29 BENEFICIOS DE LA DIVERSIFICACIÓN DE CARTERAS INTERNACIONALES	118
GRÁFICO 30: FLUJOS INTERNACIONALES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA 2007	126
GRÁFICO 31: CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INTERNACIONAL DIRECTA.....	127
GRÁFICO 32: TRANSACCIONES EUROPEAS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA INTERNACIONAL DIRECTAS	128
GRÁFICO 33: UNIVERSO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA TERCIARIA EN 2006	129
GRÁFICO 34: RENDIMIENTOS INMOBILIARIOS “PRIME”	133
GRÁFICO 35: BENCHMARKS INMOBILIARIOS INTERNACIONALES	134
GRÁFICO 36: VOLUMEN DE MERCADO DE DERIVADOS INMOBILIARIOS EN EUROPA EN LIBRAS ESTERLINAS	139
GRÁFICO 37: HISTÓRICOS DE EMISIONES CMBS Y SPREAD PARA SAWPS A 10 AÑOS.	140
GRÁFICO 38: CRECIMIENTO DE LOS FONDOS PRIVADOS INMOBILIARIOS EN EUROPA 1998-2008 Y MERCADOS OBJETIVO DE INVERSIÓN.....	151
GRÁFICO 39: PREMIUM DE INVERSIÓN EN EDIFICIOS DE OFICINAS SOBRE BONOS DEL TESORO	153
GRÁFICO 40: VALOR DE ACTIVOS INMOBILIARIOS GESTIONADOS Y NÚMERO DE NUEVOS FONDOS EN EUROPA.....	154
GRÁFICO 41: MERCADOS OBJETIVOS DE LOS FONDOS EN EUROPA	155
GRÁFICO 42: LOS 10 MAYORES FONDOS INMOBILIARIOS EUROPEOS POR CAPITALIZACIÓN BRUTA DE SUS ACTIVOS EN MILLONES DE EUROS .ENERO 2005	161
GRÁFICO 43: COMPARATIVO RENTABILIDADES REIT’S USA Y DIFERENTES ÍNDICES	164
GRÁFICO 44: CRECIMIENTO DE REIT’S GLOBALES 1995-2005.....	165
GRÁFICO 45: TAMAÑO DE MERCADO INSTITUCIONAL INMOBILIARIO MUNDIAL (IZQUIERDA) Y TAMAÑO ESPERADO EN 2020 (DERECHA).....	176
GRÁFICO 46: TENDENCIAS DEL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONAL INTERNACIONAL (2001-2007)	177
GRÁFICO 47: PORTER: LAS 5 FUERZAS COMPETITIVAS.....	184
GRÁFICO 48: EVOLUCIÓN DE LAS FRONTERAS DE EFICIENCIA (MARKOVITZ) SOBRE CARTERAS DE INVERSIÓN INMOBILIARIAS.	194
GRÁFICO 49: ESQUEMA DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA EN LA TEORÍA DE AGENCIA	200
GRÁFICO 50: PROPIEDAD EN EL MODELO DE AGENCIA.....	206

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

GRÁFICO 51: PROPIEDAD INSTITUCIONAL EN EL MODELO DE AGENCIA	207
GRÁFICO 52: GESTIÓN DIVERSIFICADA Y DINÁMICA DE UNA CARTERA INMOBILIARIA TÍPICA DE UN FONDO INTERNACIONAL.....	211
GRÁFICO 53 RESPUESTA A UNA SHOCK POLÍTICO MONETARIO	216
GRÁFICO 54: CONTRIBUCIÓN AL PIB POR SECTORES EN ESPAÑA (%2000-2007).....	221
GRÁFICO 55: INCREMENTO ANUAL DE PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UE-27 (2000 = 100%)	222
GRÁFICO 56: PORCENTAJE DE AUMENTO DEL EMPLEO EN EL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN ESPAÑOL FRENTE AL TOTAL (2000=100%)	223
GRÁFICO 57: LOS TRES PILARES DE LOS ACUERDOS BASEL	227
GRÁFICO 58: OBJETIVOS DE MANTENIMIENTO DE CAPITAL ADECUADO EN EL SISTEMA.....	228
GRÁFICO 59: CAMBIO DE CICLO RESIDENCIAL	258
GRÁFICO 60: CAMBIO DE CICLO INMOBILIARIA DE EMPRESA	260
GRÁFICO 61: PARÁMETROS CAMBIO DE CICLO (MULTI RESPUESTA).....	261
GRÁFICO 62: MEDIDAS ADOPTADAS (MULTIRESUESTA)	262
GRÁFICO 63: USO MODELOS ECONÓMICOS (MULTIRESUESTA)	263
GRÁFICO 64: MADRID/BARCELONA FRENTE A OTRAS CIUDADES (MULTI RESPUESTA).....	265
GRÁFICO 65: MOTIVOS INVERSIONES (GRADO DE ACUERDO)	267
GRÁFICO 66: MOTIVOS BURBUJA	269
GRÁFICO 67: BURBUJA POR SECTORES	272
GRÁFICO 68: PARÁMETROS DE INVERSIÓN.....	273
GRÁFICO 69: CAUSAS DE SOBREPREGIO	275
GRÁFICO 70: PARÁMETROS CREDITICIOS	278
GRÁFICO 71: EVOLUCIÓN PRECIOS VIVIENDA E IPC (1995-2001)	348
GRÁFICO 72: NIVEL DE ESFUERZO FAMILIAR PARA ACCEDER A UNA VIVIENDA.....	349
GRÁFICO 73: HISTÓRICO TIPOS HIPOTECARIOS.....	350
GRÁFICO 74: COMPARATIVA EUROPEA DE TIPOS HIPOTECARIOS.....	351
GRÁFICO 75: COMPARATIVA INCREMENTO DE OFERTA INMOBILIARIO Y CRECIMIENTO DEMOGRÁFICO. 352	
GRÁFICO 76: HISTÓRICO PIB ESPAÑOL 1997-2001	354
GRÁFICO 77: HISTÓRICO SECTOR INDUSTRIAL VS CONSTRUCCIÓN.	355
GRÁFICO 78: TASA DE PARO SOBRE POBLACIÓN ACTIVA.....	356

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

GRÁFICO 79: NUEVOS HOGARES VERSUS NUEVAS VIVIENDAS INICIADAS	358
GRÁFICO 80: MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON LA UE	360
GRÁFICO 81: HISTÓRICO PRECIOS PETRÓLEO 2001-2004	362
GRÁFICO 82: AUMENTO TIPOS DE INTERÉS INTERNACIONALES 2002-2006	364
GRÁFICO 83: HISTÓRICO SALDO POR CUENTA CORRIENTE	365
GRÁFICO 84: HISTÓRICO PRECIOS VIVIENDAS 1996-2006	366
GRÁFICO 85: AUMENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO EN 2005-2006	367

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1: TAMAÑO DEL MERCADO MUNDIAL DE INMOBILIARIA DE EMPRESA EN 2007	11
TABLA 2: RESUMEN ECONÓMICO ESPAÑA-UE (1998-2007)	20
TABLA 3: ACTIVIDADES QUE AÑADEN VALOR EN LOS FONDOS INMOBILIARIOS.....	79
TABLA 4: TIPOS DE FONDOS INMOBILIARIOS POR RETORNOS Y RIESGOS	147
TABLA 5: NÚMERO DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA POR TIPOLOGÍA.....	148
TABLA 6: PERIODO DE MADURACIÓN DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS INTERNACIONALES EUROPEOS (2006).....	149
TABLA 7: RENDIMIENTO DE LOS OPEN ENDED FUNDS ALEMANES (OCT.2005 IN %)	158
TABLA 8: RENTABILIDADES HISTÓRICAS DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS ESPAÑOLES	173
TABLA 9: EVALUACIÓN DE BENEFICIOS Y PERJUICIOS QUE AÑADEN LOS PROPIETARIOS INSTITUCIONALES A LOS CONTRATOS DE AGENCIA.....	208
TABLA 10: EJEMPLO DE LA ADAPTACIÓN DE LA BASE DE DATOS DE CBRE LONDRES A LA EQD.....	280
TABLA 11: RESUMEN RESULTADOS DE LA VELOCIDAD DEL DINERO,.....	283
TABLA 12: MEDIA Y DESVIACIÓN TÍPICA DE LA VELOCIDAD DEL DINERO PARA CADA CIUDAD.	286
TABLA 13: PRUEBA DE ESFERICIDAD DE MAUCHLY (B) MEDIDA: VELOCIDAD DEL DINERO EN EL MERCADO INMOBILIARIO	287
TABLA 14: MEDIA Y DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS VARIABLES RETORNO.....	293
TABLA 15: TEST DE LEVEN PARA LA VOLATILIDAD DEL RETORNO	294
TABLA 16: MATRIZ DE CORRELACIONES DE LAS VARIABLES RETORNO DE EUROPA, USA Y ESPAÑA.....	296
TABLA 17: MEDIA Y DESVIACIÓN TÍPICA DE LAS VARIABLES RIESGO PAÍS	297
TABLA 18: TEST DE LEVENE. PRUEBA DE HOMOGENEIDAD DE VARIANZAS.....	298
TABLA 19: NÚMERO DE OPERACIONES DE INVERSIÓN TERCIARIA REALIZADAS ENTRE 1998 Y 2007	302
TABLA 20: OPERACIONES DE INVERSIÓN TERCIARÍA EN ESPAÑA DURANTE 1998-2007 EN EUROS.....	305
TABLA 21: OPERACIONES DE INVERSIÓN TERCIARÍA EN ESPAÑA DURANTE 1998-2007 EN M2.	306
TABLA 22: RESPUESTA A LA PREGUNTA 9 DEL CUESTIONARIO.....	308

ÍNDICE DE FORMULAS

FORMULA 1: VALOR DEL INMUEBLE.....	45
FORMULA 2: TASA INTERNA DE RENDIMIENTO	45
FORMULA 3: TIPO DE INTERÉS	47
FORMULA 4: VALOR ACTUAL.....	80
FORMULA 5: RENTABILIDAD.....	81
FORMULA 6: VALOR DE UNA CARTERA	81
FORMULA 7: RIESGO DE UNA CARTERA DE INVERSIONES.....	115
FÓRMULA 8: VOLUMEN DE INVERSIÓN EN UN MERCADO INMOBILIARIO	247

**LOS FONDOS DE INVERSION INMOBILIARIA
INTERNACIONAL.**

**UN ANALISIS DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN ESPAÑA
EN EL DECENIO 1998-2007**

ABSTRACT

Dentro del sector inmobiliario, la inmobiliaria de empresa fue también un reflejo de lo que ocurría en el resto de la economía, y también sufrió una burbuja. En esta tesis se realiza un compendio de un sector poco estudiado en nuestro país desde una perspectiva académica y de la transformación de este a ser liderado por fondos de inversión inmobiliarios. Las nuevas normativas internacionales, (Basel I, II, y III), de los bancos que restringen su exposición al sector inmobiliario proporcionarán a los fondos inmobiliarios, REIT's (en España SOCIMI's), fondos de deuda, etc., un protagonismo mayor que el que hasta principios de la década de los 2000 no tenían. Estos fondos que mueven ingentes capitales hacia el sector inmobiliario dotan a sus carteras de la suficiente diversificación sacrificando retornos en aras de disminuir sus riesgos, invierten en muchos casos en países, donde no tienen oficinas operativas con el objeto de disminuir sus costes operativos.

En el periodo de 1998 a 2007 España vivió uno de los momentos de crecimiento económico mayores de su historia contemporánea. Buena parte de este crecimiento vino dado por el sector inmobiliario, cuyo comportamiento derivó en un alza de precios y en una fuerte caída de la rentabilidad. En esta tesis doctoral se analiza la burbuja inmobiliaria de empresa que se produjo en un contexto de rápido incremento de los Fondos de Inversión Inmobiliarios. La desregulación financiera, la titulación y la emergencia de nuevos productos financieros crearon el escenario ideal para ello. Se

aceleró el circuito de riesgo (Atisreal, 2004) y estalló la burbuja inmobiliaria (Roubini, 2006), (Farhi y Tirole, 2011), (Assemascher-Wesche y Gerlach, 2008).

A partir del análisis de las transacciones realizadas en el período de la Ecuación de Cambio de la Teoría Cuantitativa del Dinero, de Fisher (1911), adaptada al mercado inmobiliario de oficinas, se han podido explicar los niveles muy altos de inversión en las oficinas de Barcelona y Madrid, como consecuencia del abaratamiento de las oportunidades. Igualmente, se ha podido verificar la existencia de una mayor volatilidad de retorno de las inversiones en España que en otros países, mientras el hecho de tener una estructura física de instalación, en nuestro país por parte de las inversoras internacionales, no condicionó ni el número de operaciones ni el volumen de las mismas.

La dificultad de acceder a las fuentes de información se ha resuelto: a) realizando entrevistas en profundidad a directivos que intervinieron activamente en el período, de este modo se han constituido 29 casos de análisis (fuentes primarias); y b) analizando tres bases de datos (fuentes secundarias). La primera, de CBRE Londres, comparando la oferta, la inversión total, la rentabilidad en la mejor zona, la prima de alquiler y el ratio de desocupación. La segunda, de EPRA Bruselas y la IPD Londres, comparando la rentabilidad total, el precio de retorno, el retorno de ingresos y la rentabilidad ponderada por dividendo. Y la tercera, de JLL Madrid, comparando precio total, nacional /extranjero, y oficina local.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Motivación

Desde el ejercicio de mi trayectoria empresarial de casi 20 años en el sector de la inmobiliaria de empresa sentí la necesidad de realizar un compendio de un sector relativamente joven en España, la inmobiliaria de empresa y su universo internacional y de acotar un periodo histórico que reuniese una época de bonanza y su posterior declive tras una de las crisis financieras más importantes de la historia reciente del capitalismo.

Precisaba un ejercicio de reflexión académica sobre acontecimientos tan importantes para nuestra economía, como para nuestra sociedad de las que en parte el autor de este estudio había sido un espectador en primera línea de los eventos, transacciones y cambios ocurridos en este sub-sector inmobiliario. El hecho de haber conocido personalmente a los profesores Hoesli, Baum y Wheaton y sus diferentes trabajos me motivo a emular proyectos de investigación en el sector inmobiliario desde una perspectiva académica y a estudiar un doctorado.

Sobre la burbuja inmobiliaria que explotó en 2007 existe una literatura interesante sobre el sector inmobiliario en general, (Bernardos, 2007), (Amat, 2009), (Bueno, 2005), (Mateos, 2012), cuyo comportamiento afectó notablemente al sector de la inmobiliaria de empresa. En la inmobiliaria de empresa abundan trabajos de consultoría y estadísticas empresariales con aproximación a la realidad, las referencias bibliográficas y académicas en este sector han sido en buena parte realizadas por autores extranjeros, donde en sus países el sector se halla más desarrollado y articulado con el mundo académico.

El hecho de no haber aislado completamente en algunos casos el subsector de la inmobiliaria de empresa del residencial, es porque en muchos casos las empresas

inversoras abordaban ambos mercados y por el hecho de que la burbuja en uno de ellos (el residencial) acabó alimentando el otro (el empresarial).

Quizás si las empresas que fueron protagonistas del mundo inmobiliario hubieran prestado más atención a los avisos del pequeño grupo de expertos inmobiliarios académicos, las consecuencias de la crisis en España pudieran haber sido atenuadas por la diversificación a otros sectores o mercados geográficos y no se hubieran destruido tantas empresas y puestos de trabajo. La influencia del mundo de la consultoría de inmobiliaria de empresa está sesgada debido a que son juez y parte del problema. Las consultoras de inmobiliaria de empresa en España reciben la mayor parte de sus beneficios a través de la participación en transacciones inmobiliarias y de la intermediación. En este sentido el mundo académico es independiente en sus opiniones y estudios de las transacciones inmobiliarias y su rigor científico no está tan cuestionado.

Uno de los problemas que creo ha tenido el sector es que se han supeditado muchas decisiones al instinto empresarial, que durante los primeros años parecía haberles dado la razón, pero que no se hizo un buen uso de los beneficios empresariales en la diversificación y el sector inmobiliario nos guste o no es altamente cíclico. El ciclo duró más que otros anteriores y esta vez parecía no tener fin para muchos empresarios inmobiliarios y entidades de crédito.

Variables macroeconómicas ayudaban notablemente al crecimiento del sector, pero los sectores económicos deben también analizarse desde una perspectiva sostenible en el tiempo y las burbujas no conducen precisamente a ello.

Este ha sido el motivo de la elección del tema de mi tesis, ya que contando con la ayuda de mis conocimientos del sector y de muchos de sus protagonistas iba a poder profundizar en la consecución de los objetivos de esta tesis y en la validación de las hipótesis planteadas y poder resumir con mayor exactitud los conceptos del marco teórico.

1.2 Introducción

Hace tan solo 30 años los protagonistas de los grandes flujos de capital mundial eran los fondos de pensiones estatales o privados, que con un perfil conservador, y bastante nacionalista, se limitaban a invertir más bien en bonos del tesoro en sus países de origen y en renta variable en bastante menor medida, (prácticamente en los valores más seguros). Respecto a la inversión inmobiliaria terciaria en España antes del periodo de estudio estaba protagonizada por compañías patrimoniales locales, grupos aseguradores e inversores privados. Hubo un conato de internacionalización a finales de los 80 donde fondos suecos, británicos y japoneses invirtieron en España tras el boom económico que alentó nuestra entrada en el CEE, aunque ésta pronto se desvaneció con la crisis de principios de los 90 y la quiebra de dichos fondos en España.

Hasta los años 70 la gran mayoría de propiedades de inmuebles terciarios eran grupos aseguradores internacionales, pero estas inversiones no tenían un carácter transnacional y eran realizadas directamente por sus delegaciones en el extranjero, por lo que la inversión internacional durante ese periodo fue relativamente escasa en comparación a la nueva fase económica expansiva que le siguió desde los años 80, la percepción tradicional de la inversión inmobiliaria era la de una inversión de rentas prácticamente vitalicias o de largo plazo. Esta percepción de tan largo plazo, ha ido demostrándose errónea, siendo cada vez más los inmuebles que devienen obsoletos, fruto de la aplicación de nuevas tecnologías, el envejecimiento de infraestructuras, nuevas normativas constructoras, nueva oferta y en donde cambios urbanísticos de su entorno pueden acabar con su competitividad o posicionamiento.

El valor de activos inmobiliarios terciarios en propiedad de inversores institucionales en el planeta, que son el tipo de activos sobre los que se desarrolla esta investigación estaba estimado al final del 2006 en 16 trillones de dólares USA, RREEF (2007), aunque en Asia y en otros mercados emergentes la consistencia de datos es menos precisa que en países desarrollados.

Desde 1998 la inversión inmobiliaria institucional mundial se ha acelerado significativamente alcanzando la cifra de inversión global terciaria en el año 2007 de \$930bn (Cushman and Wakefield, 2008). En España, en 1998 esta cifra era de €1.800M y en 2007 representó una cifra de €17.000M, CBRE (2008). En el mundo existen activos en manos de inversores institucionales por valor de \$10tn.

Los fondos de pensiones en el siglo. XXI se enfrentan a inflaciones muy bajas y una población, que va envejeciendo cada vez más y que su capacidad de consumo revierte directamente en la salud de sus economías futuras. Ante la encrucijada entre rentabilidad, conservadurismo/riesgo, (volatilidad) , población (capacidad de consumo, votos, bienestar etc..) y gestión (privada o pública), muchos son los fondos de pensiones que cada vez van dotando a sus carteras de una mayor diversificación y aquí entran los flujos inversores sobre los mercados inmobiliarios principalmente terciarios, (“comercial real estate”), directos o indirectos, (a través de sociedades cotizadas en bolsa o de participaciones de capital privado en fondos de inversión inmobiliaria no cotizados), y de una gestión cada vez más privada, especializada, y menos pública (en la micro gestión) sobre sus activos.

Ahora se imponen formas de inversión inmobiliaria diferentes a la tradicional forma de inversión directa sobre un inmueble. Se puede tener una exposición al sector inmobiliario sin ser propietario de ningún inmueble, sino accionista o inversor en las empresas especializadas en ello y dotar a las carteras de inversión de un nuevo activo que diversifica sus riesgos y aumenta su rentabilidad. Todo ello respondía a los estudios de optimización de carteras existentes hasta los años 90 del siglo XX, pero faltaba cierta expansión internacional inmobiliaria que probase sobre el terreno la eficacia de las teorías.

Siguiendo la trayectoria iniciada por los trabajos de las teorías de optimización de carteras (Modigliani, 1997), (Markovitz, 1952), y finalmente la adaptación de los modelos de optimización de carteras inmobiliarias y el ajuste respecto al riesgo adecuados por (Williams, 1995), junto a otros estudios también sobre inversión inmobiliaria.

(Hoesli, 2000, Ch.10) y (Hoesli et al., 2004), fueron quienes quizás concluyeron aplastantemente, que el hecho de mantener entre un 10 y un 20% de las inversiones (directas o indirectas) en activos inmobiliarios, disminuía la volatilidad del conjunto de la cartera, a la vez que se aumentaba la rentabilidad de esta. En este sentido Hoesli argumentaba que la exposición óptima al mercado inmobiliario de las grandes carteras de inversión debería estar entorno al 15%.

Los estudios de Hoyt fueron precedidos y seguidos por otros (Hoyt and Siegel, 1984), (Bradfort, 1999), (DeWit, 1996), (Eichholtz, 1996), (Laposa, 2007), (Wheaton and Dipascale, 1992), (Wheaton, 1999), (Baum, 2006, 2008, 2012 y 2013), (Cheng and Rouac, 2007) etc., sobre la diversificación inmobiliaria internacional (principalmente terciaria). Dichos estudios dotaron al sector de la inmobiliaria de empresa internacional de un pistoletazo de salida sin precedentes hasta el momento. Si las grandes empresas se internacionalizaban, ¿por qué no las inmobiliarias?

(Eichholz, 1996) demostró, que la diversificación inmobiliaria internacional daba mejores resultados para los activos inmobiliarios que para los bonos y las acciones bursátiles

El sector inmobiliario comienza tras esos estudios y en un nuevo paradigma de la economía mundial a tomar forma como un nuevo activo de inversión (“asset class”) relevante y a considerar dentro de las carteras de inversión de los inversores institucionales (fondos de pensiones, de inversión, aseguradoras, etc.).

De esta forma a finales de los años 90 y principios de los 2000 las grandes gestoras de capitales y pensiones, comienzan a plantearse la posibilidad de abrir sus “portfolios “a inversiones, que tradicionalmente no formaban hasta ese momento parte de sus objetivos. Dichas inversiones han sido tanto directas (ejecutando compraventas de inmuebles), como indirectas (adquiriendo acciones o participaciones en empresas inmobiliarias o fondos inmobiliarios), influyendo paulatinamente en la escalada de precios, que dichos activos han tenido durante el último decenio en la mayor parte del

mundo desarrollado y en cuyos sectores residenciales, se tuvieron hasta 2007 los mayores incrementos.

Todo ello provocó:

- Un incremento importante del número de fondos especializados internacionalmente.
- Aumenta el efecto de las burbujas residenciales y en algunos mercados o sub mercados inmobiliarios terciarios emulan dichas burbujas.
- Provoca la aparición de vehículos de inversión cotizados bajo similares parámetros normativos en diversos países (REIT's).
- Acompasa a la globalización económica con sus propias características.
- Una evolución dentro de los fondos inmobiliarios hacia la sostenibilidad.

Esta tesis estudia este importante periodo en el que confluyeron multitud de factores para el crecimiento en España de la inmobiliaria de empresa internacional y ello nos lleva a la reflexión sobre:

- El papel relevante del sector dentro de la economía mundial y sus transacciones internacionales.
- El estudio sobre sus estrategias de internacionalización.
- El estudio de sus estructuras organizativas y financieras (deuda/riesgo y titulación) y “modus operandi”.
- A profundizar en las teorías de agencia como parte de la génesis de las crisis inmobiliarias.
- La posibilidad de detectar las “burbujas” en dicho sector.

- La importancia de la diversificación de las inversiones en este sector.
- La responsabilidad social y medioambiental de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales.

Esta tesis se compone además de esta introducción de una serie de objetivos extensos que van recogiendo en un amplio marco teórico con el objeto de hacer más comprensible un sector novedoso, en continuo cambio y crecimiento. De dichos objetivos y del estudio del estado del arte de la cuestión, junto a los resultados de entrevistas realizadas a algunos de los protagonistas de este subsector económico, se desprenden las hipótesis de investigación relacionadas con todo lo anterior y sus resultados.

La hipótesis 1^a encuentra una nueva forma de medición de las burbujas inmobiliarias adaptando una ecuación clásica macroeconómica al sector de la inmobiliaria de empresa. Siguiendo estudios de (Bernake, 2010 y 2012), (Bernake et al., 1999), (Schiller, 2003), (Schiller and Case, 2003), (Olivier, 2010), (Posen, 2006), (Roubini, 2006), (Amat, 2009), (Bueno, 2005), (Bernardos, 2007), (Panagopoulos and Prodromos, 2008), (Wheaton, 1999) y (Chen and Roulac, 2007) entre otros.

La hipótesis 2^a indaga sobre la rentabilidad en las inversiones públicas inmobiliarias internacionales, descubriendo que los factores de rentabilidad/riesgo no eran los preponderantes en muchas de dichas inversiones. Siguiendo los trabajos de (Hoesli, 2000 y 2010), (Hoyt and Siegel, 1984), (Bradfort, 1999), (DeWit, 1996), (Eichholtz, 1996), (Laposa, 2007), (Wheaton and Dipascale, 1992), (Wheaton, 1989 y 1999), (Baum, 2006, 2008, 2012, y 2013), (Cheng and Rouac, 2007) y (Gorh and Lieser, 2011) entre otros.

La hipótesis 3^a profundiza sobre la forma de internacionalización de los fondos o empresas inmobiliarias internacionales en cuanto a la creación o no de estructuras o filiales en el extranjero, basándonos en estudios de internacionalización de empresas de

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en
España durante el decenio 1998-2007

(Porter, 1985 y 1990), (Elton and Gruber, 1977), (Edelen, 1998), (Calderon et al., 2007), (Lopez-Duarte y Garcia-Canal, 1998), (Cheng and Roulac 2007), (Thompsen and Perderson, 2000) y (Johanson and Valhe, 1977 y 2009).

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 1: Tamaño del mercado mundial de inmobiliaria de empresa en 2007

En USD	Europa	Asia	Emergentes	N. América	Total
Tamaño del mercado	6,353,676	3,440,101	485,212	5,872,705	16,151,694
Capitalización del mercado inmob. Cotizado	408,983	695,895	113,359	597,517	1,815,755
Estimación de apalancamiento	61%	30%	75%	25%	
Tamaño del mercado cotizado	658,493	904,665	198,379	746,896	2,508,402
Tamaño del mercado no cotizado	732,298	262,539	180,433	475,905	1,651,175
Tamaño del mercado directo	4,710,915	2,272,897	106,400	4,649,903	11,740,114

Fuente: Baum con datos de Property Funds Research, RREEF, AME Capital, December 2006

Europa era la zona con mayor apalancamiento y por tanto la que más puede sufrir las crisis financieras en el sector de inmobiliaria de empresa.

Multitud de factores han ayudado a que la inversión inmobiliaria cada vez más se ajuste a las mismas reglas de los mercados más transparentes como son los de los bonos y acciones. A todo ello han contribuido tanto en España, como a nivel internacional, instituciones y empresas que han abogado por la transparencia de un sector tradicionalmente opaco y cuyos productos “per se” siempre han sido heterogéneos (no suele ser la tónica que un inmueble sea igual a otro). Además, los niveles de transparencia difieren sustancialmente de un país al otro haciendo más complicada la expansión y estandarización internacional, como por ejemplo: factores legislativos, fiscales, urbanísticos, registrales, etc.

La adaptabilidad, la transformación y evolución que ha mantenido el sector inmobiliario durante el periodo de estudio ha sido creciente, pero también han sido muchos los

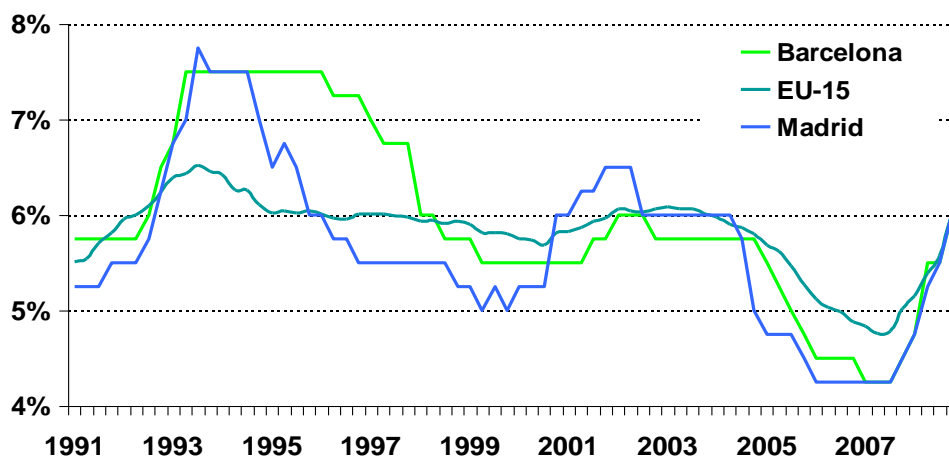
cambios que se han impuesto durante ese decenio. Un amplio contexto histórico que ha abordado estallidos de burbujas (ej. Crisis de las punto-com a principios del año 2000), bajadas de tipos sin precedentes, novedades legislativas, tecnológicas, ecológicas, dinamización de los mercados, globalización, nuevos países protagonistas (BRIC's y fondos soberanos), cambios sociales y estructurales que han ayudado a configurar las peculiares características del periodo del que se ocupa esta tesis.

No solo ha sido el incremento en la transparencia lo que ha dotado al sector de la inmobiliaria de empresa de un impulso sin precedentes, pues en España aún se mantiene una gran distancia con los niveles de transparencia de otros países.

La bajada histórica de los tipos de interés que ha regido las principales economías occidentales y una disminución del interés hacia los mercado de renta fija y variable (con el aún reciente recuerdo del estallido del boom de las Telecom a partir del año 2000), favorecieron la escalada inversora y de precios en los mercados inmobiliarios mundiales durante toda la primera mitad de la primera década del siglo XXI. Es posible que algunos los factores que alimentaron las burbujas inmobiliarias residenciales fueran los mismos que crearon otra similar en el entorno del sector inmobiliario terciario o inmobiliario de empresa y al que el sector se refiere como "Commercial Real Estate".

Gráfico 1: Rentabilidades Históricas Inmobiliarias Terciarias

Rentabilidades Inmobiliarias



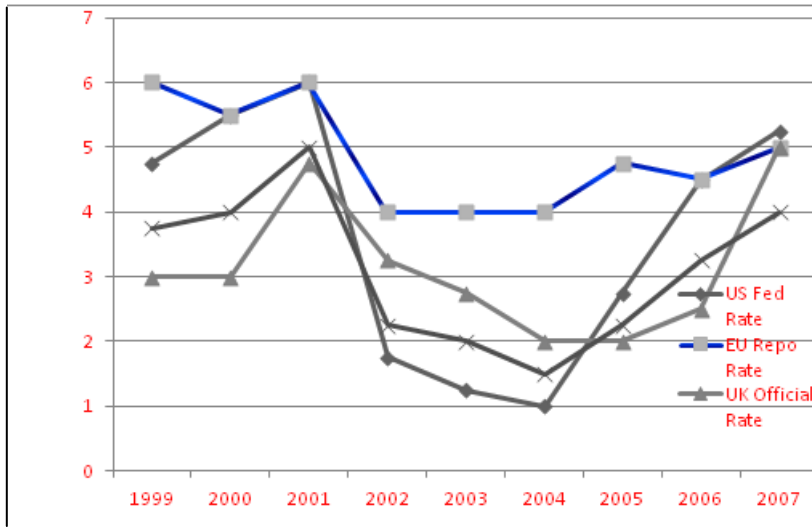
Source: CB Richard Ellis

Fuente: CB Richard Ellis

En los gráficos (1 y 2), se puede observar una alta correlación entre las rentabilidades inmobiliarias y los tipos de interés. Por lo general las rentabilidades inmobiliarias exigidas por el mercado o los inversores suelen ser entre uno y tres puntos porcentuales por encima de los tipos de interés, todo ello dependiendo del tipo de activo y ubicación.

En el gráfico (1) se muestran las rentabilidades en las mejores zonas de oficinas de Madrid, Barcelona y la UE. Como se puede observar en el siguiente gráfico 2 algunas de estas rentabilidades estaban igualadas a los tipos de interés, es decir a los activos con riesgo cero. Este es uno de los síntomas de que los precios han adquirido dimensiones desorbitadas o irracionales.

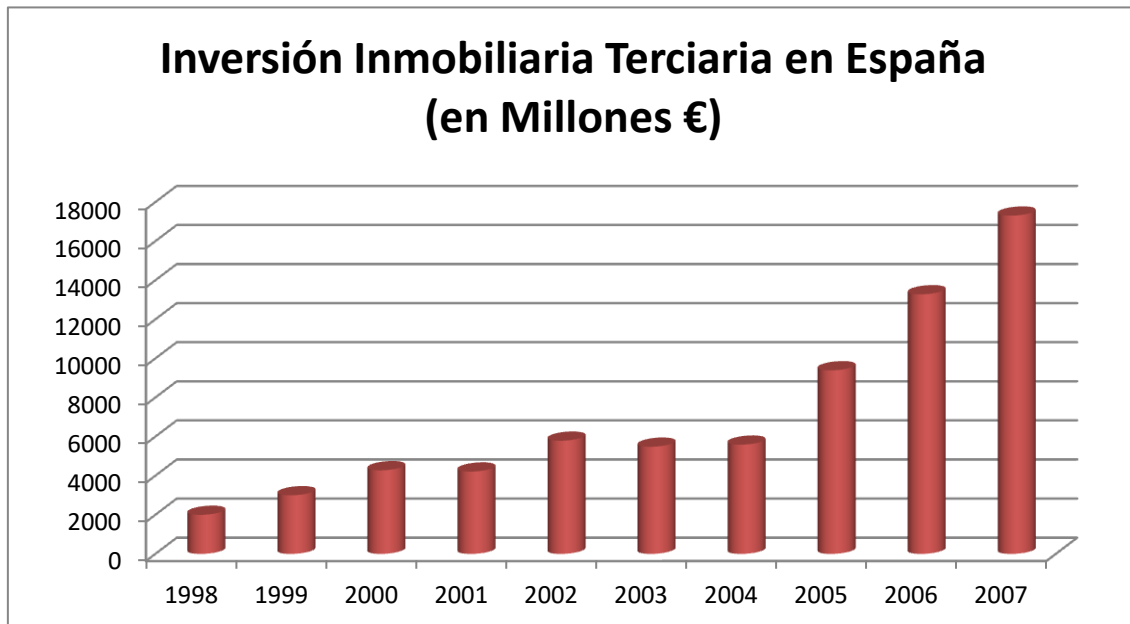
Gráfico 2: Histórico tipos interés



Fuente: Elaboración propia con datos IMF

Gráfico (2) -Después del “boom” y el “Crash de las Telecom” se impuso una bajada radical de los tipos de interés oficiales en la mayoría de países desarrollados, una burbuja, acabó alimentando a la otra. Ocurrieron bajadas abruptas en los tipos de interés al “rebufo” de los tipos en EEUU.

Gráfico 3: Histórico Inversión inmobiliaria en España



Fuente CBRE, (2008) y elaboración propia

Tras el desplome en Agosto 2007 de los principales mercados inmobiliarios consolidados, a raíz de la crisis de las hipotecas “subprime” en EEUU, los fondos principales de inversión, pensiones, etc., no habían reducido su apetito en sus objetivos de exposición al sector inmobiliario en los dos o tres años siguientes (Europroperty y Real Estate Trends, Price Waterhouse, 2008) o al menos era entonces su discurso al quizás desconocer en ese momento la magnitud en la que se encontraba la crisis.

Dos de cada tres fondos de pensiones estaban planeando incrementar su exposición al sector inmobiliario durante 2009 (INREV, 2008), dichas inversiones tuvieron otras pautas que las realizadas en los años predecesores, primándose según se desprende del estudio, aquellas inversiones cuyos flujos de caja, actuales y ciertos sustenten los retornos requeridos, primando sobre cualquier otro motivo estratégico, es decir volvieron a realizarse inversiones basadas exclusivamente en fundamentales.

Durante los años de más bonanza económica y laboral dentro del periodo de estudio - 2002 a 2005 de varias de las empresas inmobiliarias cotizadas en España, sus acciones cotizaban por encima del valor actual neto de sus activos, claro indicador de unas expectativas sobre la generación de beneficios muy por encima de la realidad.

España escenario económico 1998-2007

La economía española y en la mayoría de los países desarrollados, llevaba años creciendo a ritmo bastante positivo, con algunas excepciones tipo Alemania (debido a los elevados costes de su reunificación). En muchos de estos países bien por saturación de oportunidades en sus mercados, bien por motivos de diversificación, o porque al ser países exportadores gozaban de un importante superávit de capital dispuesto a encontrar oportunidades en exterior, se produjo una masiva exportación de capitales a aquellos países capaces de atraer inversión extranjera.

Los medios de comunicación internacionales aplaudían y alababan las políticas y reformas realizadas, eso sí, desde el principio se hablaba de una potencial burbuja inmobiliaria, pero no solo en España, en varios países se experimentaron alzas masivas de precios inmobiliarios y exceso de construcción a la vez, USA, Irlanda, España, UK, etc.

El sector inmobiliario representó en España el 17,9% del PIB en 2007 y el 13% del empleo del país (Fuente INE), el 47 % del empleo creado en España entre el 2000 y el 2005 se consideran también los servicios inmobiliarios, llegando a la cifra de 825.000 puestos de trabajo (Bellod Redondo, 2007). España estaba apostando demasiadas cartas a un solo sector que históricamente había demostrado ser cíclico.

El turismo, la tercera fuente de ingresos de España creció a un ritmo del 5,7% de media anual desde 1998 a 2007 (Fuente Instituto de Estudios Turísticos 2008), al igual que a nivel mundial 3,98% de media anual desde 1998, (Fuente OMT 2008).

Las compras de segundas residencias por parte de extranjeros y españoles, alimentaba aún más las dudas de cuál era la tasa adecuada de crecimiento inmobiliario en nuestras costas y el ritmo de construcción llegó a las 900.000 viviendas iniciadas en 2007 (Naredo, REC, 2009).

Los parámetros mayormente evaluados a la hora de invertir en edificios de oficinas, naves logísticas, hoteles, (estos últimos con otros condicionantes si dependen del turismo internacional) o centros comerciales suelen ser los posteriormente desarrollados tales como:

Actividad económica: El crecimiento del PIB, inflación, desempleo, etc.

Oportunidades Inmobiliarias: Las mejoras en las comunicaciones e infraestructuras, facilidades de acceso a la propiedad inmobiliaria, etc.

Sofisticación del mercado inmobiliario: Acceso a capitales extranjeros, vehículos de inversión especializados, consultores internacionales, firmas jurídicas con “expertise”, etc.

Protección al inversor y marco jurídico transparente: Leyes estandarizadas con prácticas comunes internacionales, protección de los derechos de propiedad, etc.

Cargas administrativas y limitaciones legales: A pesar de que en España éstas han sido siempre bastante grandes y no han discriminado la inversión extranjera, se han situado en los límites de los estándares internacionales.

Entorno político-socio-cultural: Factor determinante, incluso en decisiones de diversificación de inversiones.

Todos estos factores se conjuntaban positivamente en España durante el final de los años 90 y primera mitad de la década siguiente.

En España a pesar de los reiterados avisos por parte del Banco de España y de algunos círculos económicos durante la segunda mitad del periodo 1998-2007 sobre la existencia de una burbuja inmobiliaria y sus consecuencias, los dirigentes políticos no supieron encontrar la fórmula exacta para frenar la escalada de precios que afectó a toda la economía española y el sector inmobiliario de empresa también, se encontraba en una situación similar.

En el sector de la inmobiliaria de empresa se notaba el contagio, la mayoría de las inversiones y sobretodo promociones inmobiliarias eran realizadas por compañías nacionales con una fuerte exposición en el mercado inmobiliario residencial, de hecho las compras más agresivas, (es decir a los retornos más bajos), eran efectuadas por las empresas locales apartando de la escena en buena medida a las internacionales, llevando la burbuja de la inmobiliaria residencial al sector terciario, donde el volumen de oferta de oficinas en ciudades como Barcelona o Madrid, iba a tardar más de un decenio en poder ocuparse por empresas y donde la irrupción de numerosos centros comerciales en algunos lugares, daba pie a pensar a algunos promotores que el consumo de nuestra época dorada no solo se iba a mantener sino que iba a crecer vertiginosamente. Ciudades como La Coruña, fruto de la herencia de dicha burbuja tenían en 2007 centros comerciales, que solo han podido abrir unos pocos meses y una concentración de superficie alquilable por habitante de las mayores de Europa contando 12 centros comerciales en un radio de 5km.

España gastaba durante ese periodo más de lo que ganaba o producía y consecuentemente la financiación que tan agresivamente daban los bancos españoles a familias y empresas, se tomaba a su vez prestada del exterior, titulándose paquetes ingentes de hipotecas, que en muchos casos no tenían la suficientes garantías de cobro, lo cual en América se denominó "subprime" o hipotecas basura.

Los bancos daban en el periodo de estudio el 100% de las hipotecas en muchos casos a personas y empresas, con recursos bastante escasos con una garantía, la inmobiliaria que al tener una tendencia alcista corregía artificialmente y en cierta medida, los riesgos del préstamo.

Aun y con todo, los inversores inmobiliarios internacionales no parecían tampoco desanimados a seguir invirtiendo en una economía que continuaba creciendo, el empleo aumentando y la inflación contenida, como primeros parámetros a la hora de determinar o decidir inversiones. España era un país objetivo, el problema era saber hasta cuando

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

iba a durar “la fiesta” como destacó en un ejemplar el The Economist, (Nov. 19th, 2008), cuando la “fiesta acabó”.

Tabla 2: Resumen económico España-UE (1998-2007)

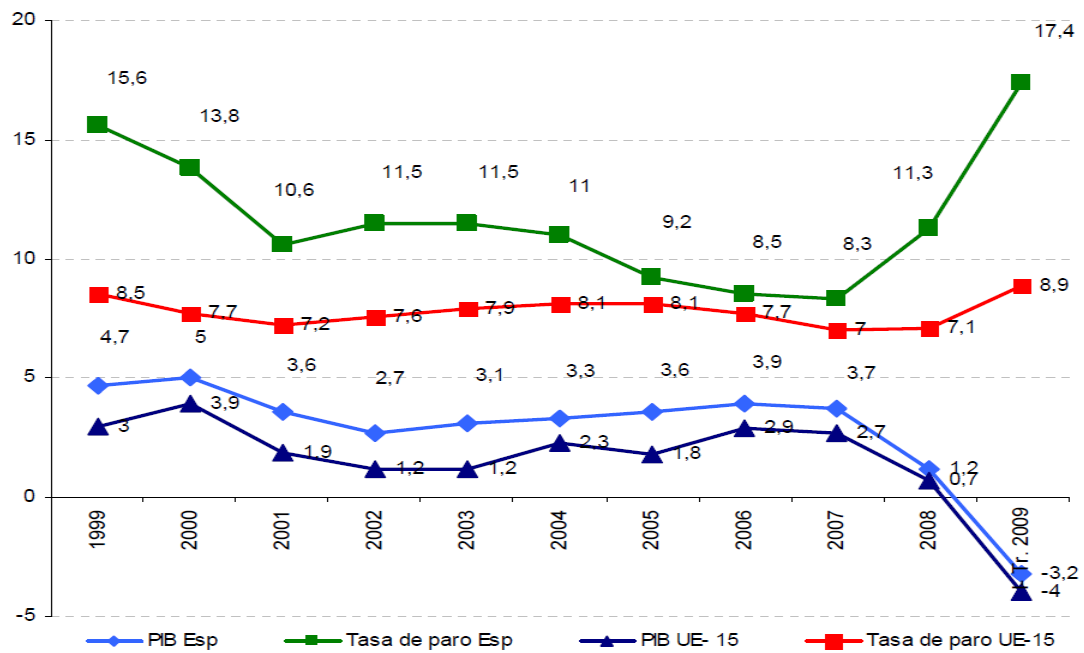
RESUMEN ECONOMICO ESPAÑA-UE (1998-2007)

AÑO	ESPAÑA			UE		
	PIB	PARO	TIPOS	PIB	PARO	TIPOS
1998	3,8	18,8	4,2	2,8	10,5	5
1999	3,7	15,9	2,7	3	9,4	2
2000	0,9	13,9	2	3,5	8,5	2
2001	2,8	10,5	4,29	1,6	8,5	4,29
2002	2	11,4	3,2	0,9	8,4	3,2
2003	2,4	11,3	2,3	0,5	8,8	2,3
2004	3,2	10,3	2,8	1,7	8,9	2,8
2005	3,6	9,2	2	1,5	8,6	2
2006	3,9	8,5	3,5	2,9	8,3	3,5
2007	3,8	8,3	4	2,6	7	4

Fuente: Elaboración propia con datos del INE

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

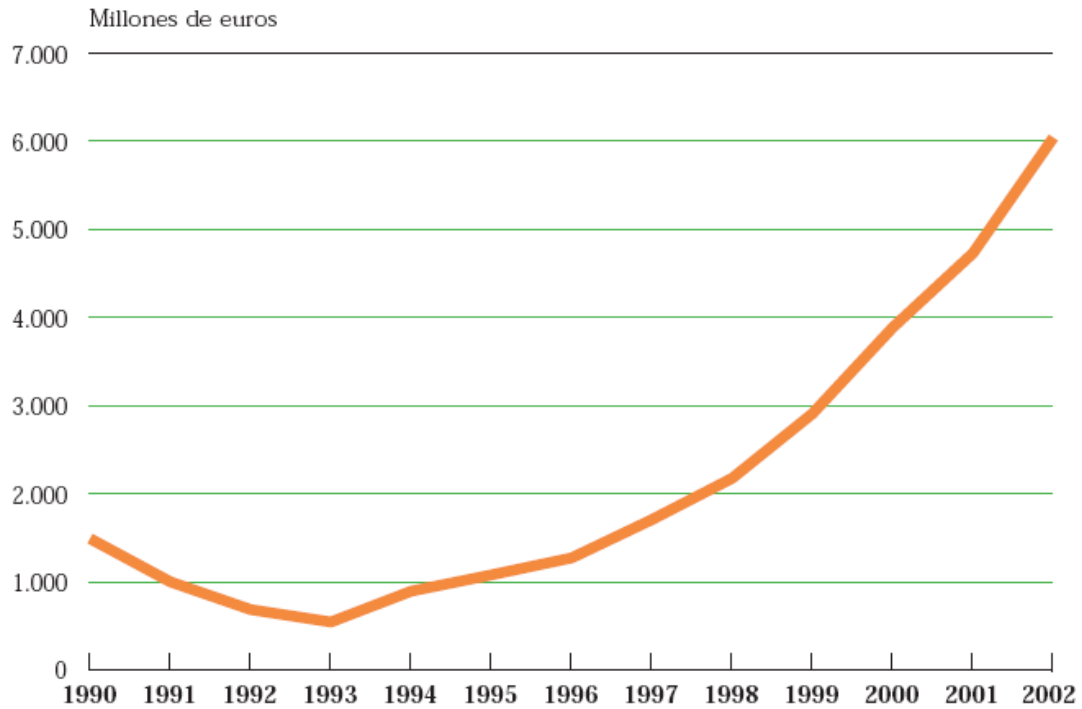
Gráfico 4: Comparación PIB y Tasa de paro España UE-15



Fuente: Eurostat (2009)

Entre 1998 y 2007 se crearon en España 6 millones de empleos, el 35% de toda la Eurozona. El paro bajo del 15,6% en 1999 al 8,3% en 2007

Gráfico 5: Auge de la inversión extranjera en inmuebles en España



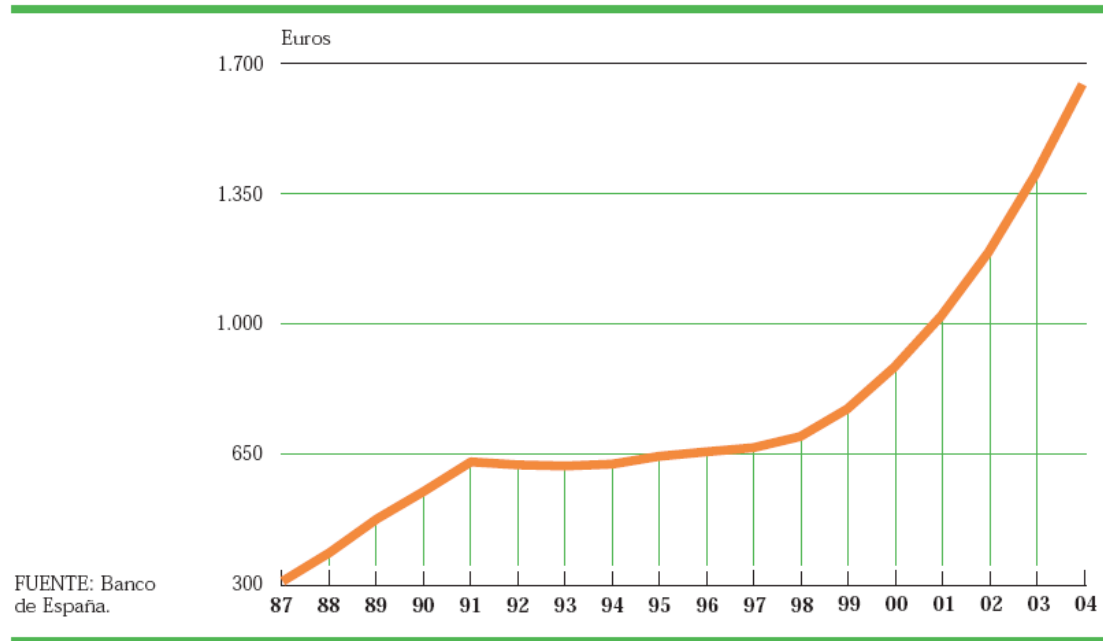
Fuente: Informe Mensual de La Caixa con datos del Banco de España)

El auge de la inversión extranjera vino dado en buena parte a la desaparición del riesgo divisa para muchos europeos, la estandarización progresiva de normativas, el auge del turismo a nivel mundial y al crecimiento económico y disminución del paro que hubo en España entre 1998 y 2007.

Gráfico 6: Aumento del precio de la vivienda en España

EL PRECIO DE LA VIVIENDA SE MULTIPLICA

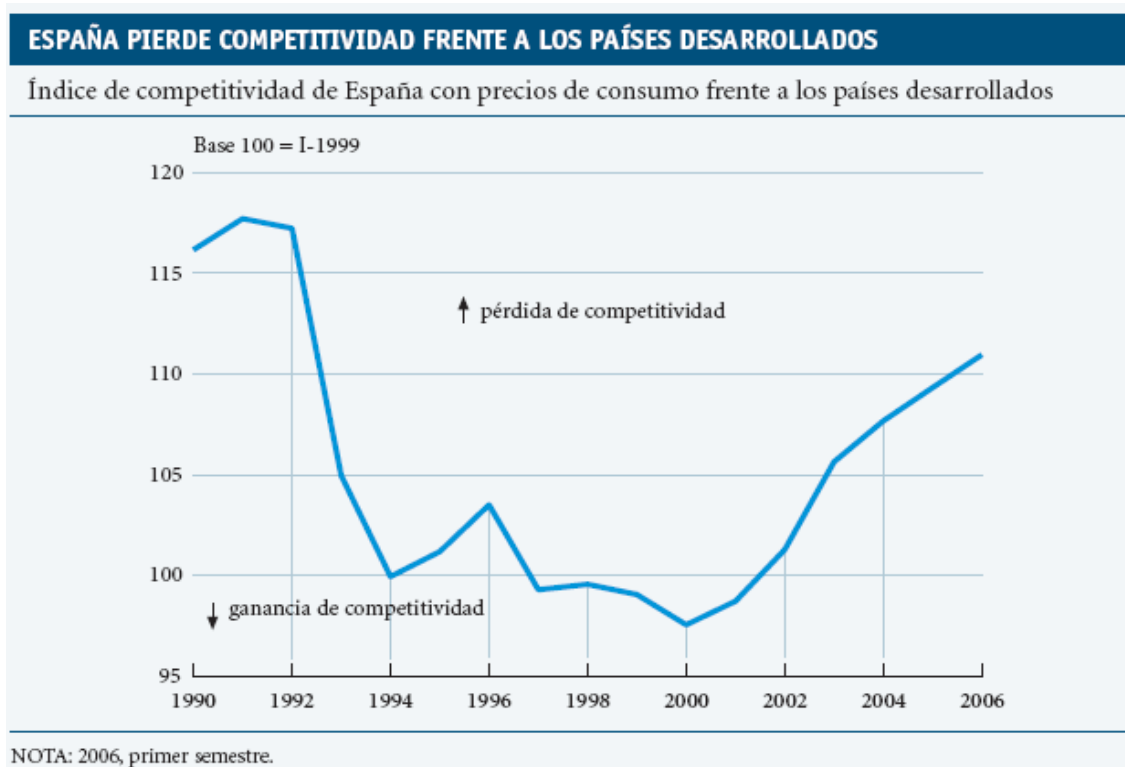
Precio medio del metro cuadrado de la vivienda tasada, total nacional



Fuente: Informe Mensual de La Caixa con datos del Banco de España

A partir del año 1998 España salía de la recesión de principios de los 90 y el indicador económico más mediático fue el aumento del precio de la vivienda y el descenso del paro.

Gráfico 7: Índice de Competitividad de España (1990-2006)



Fuente: Informe Mensual de La Caixa con datos del Banco de España 2006

Gráfico (7): A partir del 2001 España perdía competitividad vertiginosamente, pero como la economía seguía creciendo a buen ritmo no se prestaba atención a las variables verdaderamente sostenibles en una economía.

2. OBJETIVOS DE LA TESIS

Dentro de todo este panorama de cambios tan recientes a nivel mundial en el sector inmobiliario institucional, los objetivos principales de esta tesis son los siguientes:

2.1 Objetivo Principal

Favorecer el conocimiento del sector de la inmobiliaria de empresa internacional, contribuir a encontrar herramientas para la mitigación o detección de burbujas y averiguar las mejores estrategias en cuanto a respeto por el medio ambiente, costes, rentabilidad, diversificación e intereses de los accionistas de los fondos.

2.2 Objetivos Secundarios:

Objetivo Secundario 1

Realizar una revisión del estado del arte de los fondos inmobiliarios de inversión internacional, conocer su estructura, sus diferentes tipologías y conflictos que les condicionan así como las diferentes estrategias (costes, diversificación, rentabilidad, etc.), que adoptan para añadir valor a sus accionistas.

Objetivo Secundario 2

Encontrar nuevas herramientas de medición del mercado inmobiliario, buscar nuevas herramientas u enfoques que nos ayuden a determinar la potencial existencia de

burbujas. La burbuja de la inmobiliaria residencial en España durante el periodo de estudio acabó contagiando al sector de la inmobiliaria de empresa y cuando la primera explotó el mal fue aún mayor. Las herramientas comúnmente utilizadas para probar la posible existencia de una burbuja se limitan normalmente a buscar la viabilidad o no por fundamentales o ratios de oferta, demanda y desocupación. Esto da pie a la negación/afirmación continua de burbujas en el sector por parte de todos sus “stakeholders” o grupos de interés. La adaptación de una fórmula clásica monetarista que ayude a determinar la velocidad del dinero podría ser una opción entre muchas en las que poder plantear alternativas a las herramientas existentes. Cuando se implanten totalmente los acuerdos de Basilea, la exposición del sector bancario al inmobiliario quedará bastante reducida. La aparición/desarrollo de empresas que tomarán el relevo bancario en este sector (fondos inmobiliarios de inversión y de deuda) hace necesario una “caja de herramientas” con un mayor número de elementos y variables de control, previsión, parametrización y supervisión del nuevo mercado. En este caso hemos buscado nuevas fórmulas de detección de mercados que pudieran encontrarse en una burbuja daría una mayor visión y precaución a sus protagonistas. Las siguientes burbujas se podrían trasladar a otros sectores. Si tenemos en cuenta de que el objetivo de los fondos de pensiones es tener entre un 10% y un 20% de sus carteras invertidas en el sector inmobiliario a través de estos novedosos instrumentos, debemos de pensar de que el riesgo en esa proporción quizás se trasladará a los grandes fondos de pensiones. Las pensiones son para mantener económicamente a un sector de la población limitado en sus capacidades de generar nuevos ingresos. Hacen falta herramientas concretas para evitar, paliar o menguar los riesgos de las burbujas.

Objetivo Secundario 3

Explorar los **conflictos de agencia** como una de las causas que determinan la asimetría entre los intereses de los fondos y sus accionistas. El mercado de los fondos inmobiliarios de inversión antes de la crisis desatada en 2007 premiaba a los gestores con honorarios escalables y muy agresivos, posteriormente se han impuesto fórmulas

más prudentes como la de pagar honorarios reducidos por el capital gestionado y no invertido para garantizar el buen gobierno del fondo. Durante el periodo de estudio, la prensa especializada o no, publicaba las opiniones sobre una posible burbuja a los mismos protagonistas del sector o los que se beneficiaban de la situación que se estaba dando, ello es en sí un conflicto de intereses/agencia. La teoría de agencia y sus propuestas para minimizar los “costes de agencia” pueden a la larga ser la clave en la ordenación del sector de la inversión y gestión inmobiliaria. Según (Fhari y Tirole, 2011) las burbujas son una forma de liquidez exterior que tienen más probabilidades de ocurrir si los conflictos de agencia son severos.

Objetivo Secundario 4

Averiguar algunas de las razones de los inversores internacionales a invertir fuera de criterios de rentabilidad y riesgo en España durante el periodo 1998-2007. Que parámetros de mercado ayudaban a tomar sus decisiones. Con que herramientas o modelos económicos (macro y micro) manejaban el riesgo. Era la diversificación inmobiliaria un motivo de sus actuaciones o tan solo lo era la rentabilidad. Los motivos tienen un componente subjetivo mientras que las rentabilidades (ajustada al riesgo) nos da cifras exactas que si no se alcanzan pueden dar pie a motivos al menos no explicados o argumentados. Argumentar como la diversificación es en sí una estrategia en el sector inmobiliario institucional internacional al encontrarse en diferentes ubicaciones o mercados en diferentes etapas del ciclo inmobiliario (mercado al alza, estable, a la baja).

Objetivo Secundario 5

Conocer si la desventaja en costes (Porter, 1980) que supone tener una estructura internacional (oficinas en el extranjero, empleados, locales, etc.) representa una oportunidad para realizar una mayor adquisición de activos inmobiliarios. Existen fondos de inversión inmobiliaria que tienen bastantes oficinas de representación en el

extranjero y otros que realizan sus inversiones desde el extranjero. Representan dos estrategias distintas sobre todo en cuanto a la estructura de costes. De esta forma se puede saber si en conjunto el hecho de tener una oficina de representación en España resulta en ventajas competitivas a la hora de adquirir inmuebles.

Objetivo Secundario 6

Conocer la importancia que se le da en el sector de la inmobiliaria de empresa a los activos sostenibles. Los edificios generan el 70% del consumo energético mundial, muchos de ellos forman son el hogar de millones de familias y muchos la ubicación de empresas. La inmobiliaria de empresa tiene un deber con la sostenibilidad y con sus stakeholders. Buena parte del dinero que circula en la inmobiliaria de empresa viene de los grandes fondos de pensiones. Estos fondos suelen perseguir tanto la estabilidad de sus ingresos como el impacto de sus actuaciones. Sus obligaciones son a largo con sus clientes pero también con la sociedad. En países como Alemania, Inglaterra o USA no suele darse la existencia de edificios en buenas zonas de oficinas que no dispongan de una certificación LEED, BREAM o Energy Star de sostenibilidad. En España se tardaron 5 años para adaptar la norma/directiva europea de eficiencia energética en los inmuebles en venta o alquiler. Es un certificado, que solo afecta al envoltorio de los inmuebles. Las certificaciones anteriormente mencionadas, LEED, BREAM o Energy Star), son mucho más holísticas.

Objetivo Secundario 7

Analizar las opiniones y comportamientos de protagonistas activos en el sector inmobiliario durante el periodo de estudio. Con datos históricos previamente presentados (Anexo I) ayudar a recordar y contextualizar los hechos históricos a los directivos de la muestra y conseguir a través de entrevistas sus opiniones sobre el

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en
España durante el decenio 1998-2007

pasado reciente. Explorando las razones de inversión en España durante el periodo de estudio a través de entrevistas a algunos de sus protagonistas

3. MARCO TEORICO

3.1 Introducción

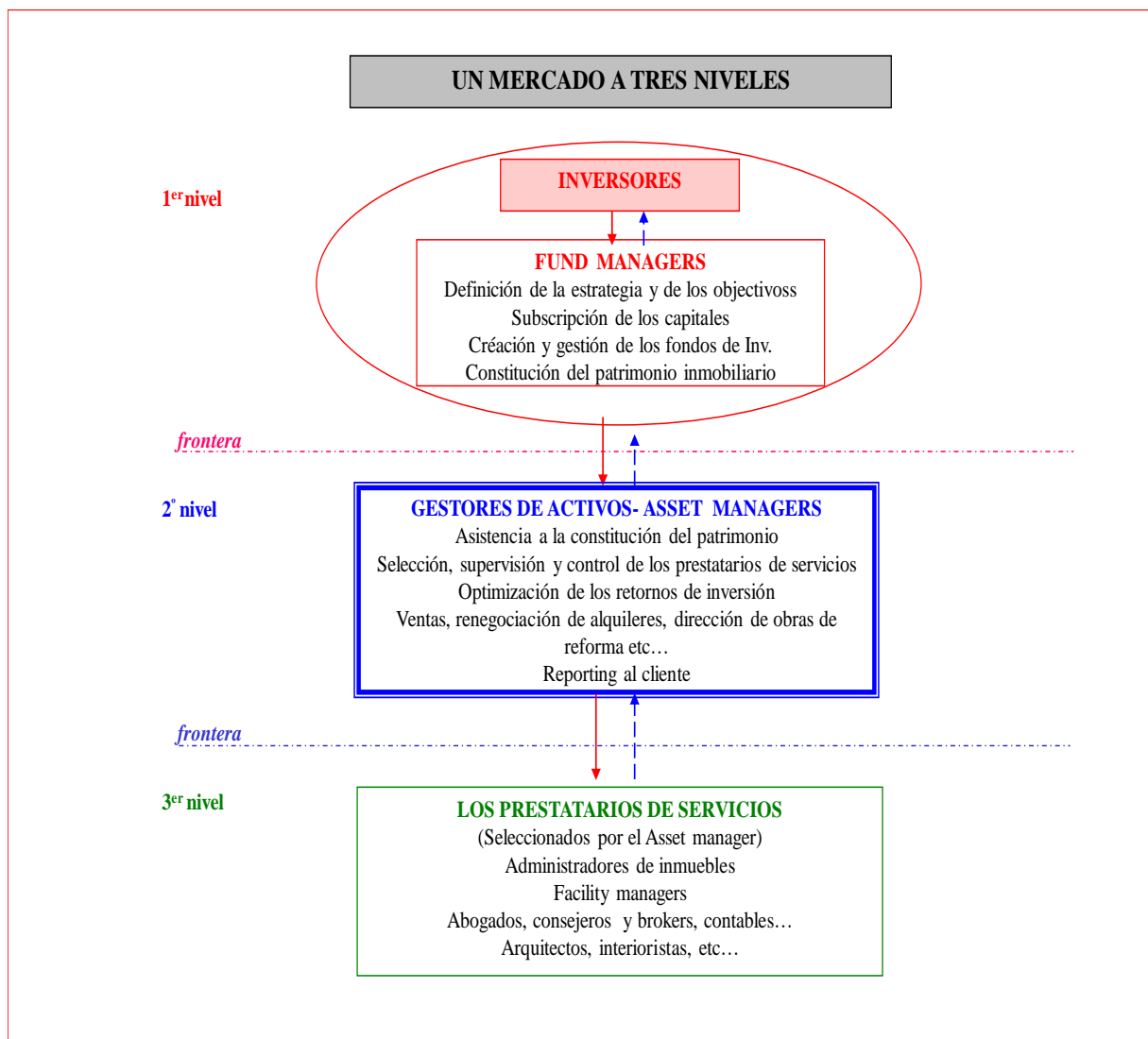
Frente al enfoque a largo plazo que tenían antes de que se profesionalizase la industria inmobiliaria, las inversiones y administración de inversiones inmobiliarias; actualmente se realiza una gestión activa sobre los inmuebles (“asset Management”). Se ha impuesto la externalización y la separación entre la propiedad inmobiliaria y la gestión de esta última. Empresas especializadas en “asset management” o gestión de activos inmobiliarios han realizado una excelente labor en muchos casos sobre el nuevo modelo de negocio. Incluso en sectores como el hotelero donde la línea divisoria entre lo que es un activo inmobiliario y un negocio hotelero es más difusa, ha experimentado, también esta transformación: hace 30 años la mayoría de las compañías hoteleras eran dueñas de sus hoteles, incluso los promovían y construían, teniendo en sus plantillas toda una sección de gestión y promoción inmobiliaria. Todos esos activos inmobiliarios, les lastraban en buena parte su capacidad de maniobra y crecimiento, asimismo, las plataformas logísticas solían ser propiedad de las compañías de transporte y los centros comerciales eran propiedad de una sola empresa que era a su vez el inquilino (ej. Los grandes almacenes de El Corte Inglés).

Todo ese panorama ha cambiado significativamente:

Los centros comerciales albergan multitud de inquilinos que exigen al operador (no siempre es el propietario) una excelente gestión, que atraiga un público comprador, las plataformas logísticas albergan diferentes operadores/transportistas junto a la tendencia de las empresas a externalizar la gestión de sus entregas, los hoteles ya no son dueños de sus inmuebles y se dedican a gestionar a sus huéspedes. Las oficinas tampoco son ya propiedad de la corporación que las ocupaba .En definitiva, el sector se ha articulado y especializado en pocos años.

Las empresas inquilinas de los diferentes tipos de inmuebles, se pueden dedicar a sus negocios principales, mientras las empresas especializadas en la inversión inmobiliaria lo están también en la monitorización y optimización de los flujos de caja de sus activos (cuando es el mejor momento de vender, mantener, mejorar con nuevas inversiones).

Gráfico 8: Jerarquización de la Inversión inmobiliaria indirecta



Fuente: Elaboración propia

Gráfico (8): El funcionamiento de estas inversiones se basa principalmente en tres niveles. Los inversores acceden a los fondos o viceversa con la intención de hacer un frente común e invertir en mercados cuyo equipo gestor del fondo son expertos. En esta etapa se definen los mercados geográficos y sectoriales a los que dirigir su atención, niveles de deuda y riesgo así como el reparto de beneficio. Realizadas las inversiones, un equipo gestor se encarga de la gestión y día a día de los activos, mejorar su rendimiento, conseguir su alquiler a las mejores rentas posibles, realizar o dirigir obras de mejora y rehabilitación de los inmuebles, así como de recomendar al comité de inversión o vigilancia del fondo de cuál es el mejor momento de realizar beneficios a través de la venta del inmueble si cabe.

Paralelamente los gestores del fondo pueden subcontratar o no, dependiendo de su grado de integración vertical dentro de la industria, a una serie de prestatarios de servicios especializados en cada una de las tareas en que se les precisa abogados, asesores fiscales, bancarios, administradores de inmuebles, facility managers, brokers, arquitectos, etc.

También han aparecido nuevos “sub activos inmobiliarios” dentro del mundo del “ladrillo”: multipropiedad, parques de medianas, self storage, residencias de estudiantes, residencias de ancianos, segmentación de hoteles (gays, familiares, solteros/as, mochileros, low cost...), resorts, parque de atracciones, circuitos automovilísticos, etc. Todos ellos permiten cada vez más articular y diferenciar entre la gestión y la propiedad y por tanto siempre serán objeto de las empresas que busquen los flujos de caja relativamente estables, normalmente a largo plazo que ofrecen algunos activos inmobiliarios. Es decir, el mercado se ha desarrollado, segmentado y articulado verticalmente.

Gráfico 9: Tipos de Inversiones inmobiliarias.



Fuente: Elaboración propia

Dentro de las muchas clasificaciones en las que se puede organizar la inversión inmobiliaria están las inversiones directas o indirectas. Las directas no requieren la gestión de un tercero, es decir si una empresa o particular quiere invertir en un local comercial, lo compra y como mucho un administrador de inmuebles le gestionará los cobros de alquileres y algunos pequeños asuntos burocráticos, lo mismo sucede si ese mismo particular o empresa decide comprar un solar para construir un edificio de viviendas por ejemplo. El hecho de que algunos inversores privados realicen

inversiones conjuntas con promotores inmobiliarios, como por ejemplo en sociedades participadas, el inversor está acometiendo una inversión indirecta. Si bien no accede directamente al mercado inmobiliario personalmente, sí que lo hace a través de una empresa promotora, que por ejemplo está realizando una inversión directa y en ese caso y solo el inversor en cuestión está realizando una inversión indirecta. Es una práctica muy común de los promotores inmobiliarios para poder acometer cuantos más proyectos inmobiliarios sin tener que pasar por ampliaciones de capital, salidas a bolsa o disminuir deuda o aumentar su capacidad de endeudamiento en varios proyectos a la vez. Las empresas promotoras cobran unos honorarios por la gestión del proyecto, localización de inversiones, por conseguir financiación, etc. Es un “peaje” que el pequeño inversor paga por poder disfrutar del “expertise” y posicionamiento de una promotora en un determinado mercado.

Es la exposición al mercado inmobiliario a través de un tercero o un mercado secundario, lo que determina si una inversión es directa o no.

En las inversiones indirectas nos encontramos todo tipo de fondos que de una forma u otra gestionan su capital propio y el de sus inversores para acometer inversiones inmobiliarias. También están las compras de acciones en mercados bursátiles de empresas inmobiliarias cotizadas, aquí también se encuentran algunos fondos inmobiliarios, REIT’s, SOCIMI’s, etc., que cotizan en bolsa y que garantizan una liquidez más inmediata a los inversores al tratarse estos de mercados mucho más líquidos.

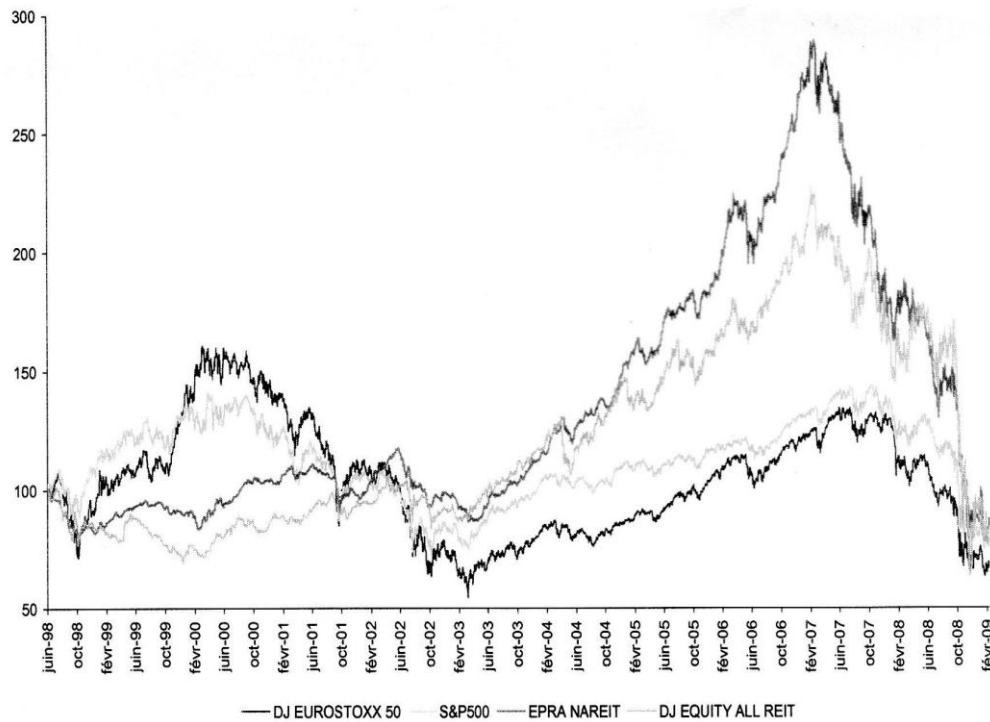
También la inversión en derivados inmobiliarios tanto como instrumentos de cobertura para disminuir el riesgo inmobiliario o como especulación en sí, proporciona al inversor una exposición a los mercados inmobiliarios indirectamente.

¿Qué estrategias han sido las más competitivas dentro de este tipo de empresas?
¿Porqué, en estos momentos, la inversión institucional ya ha cruzado océanos y

continentes, cuando en los años 80 del siglo XX no cruzaba prácticamente fronteras? ¿Cómo penetrar en un mercado desde el extranjero o desde dentro? ¿Qué servicios deben ofrecer las entidades que aglutinan el capital de inversores particulares e institucionales hacia los productos inmobiliarios? ¿Es mejor un “ejercito” o una “guerrilla”?, cuando ambas estructuras tienen diferentes costes y capacidades. ¿Que atrae más capitales a un fondo y reduce pues sus costes financieros?

En esta tesis se describe la estrategia de los fondos inmobiliarios en el afán de invertir los capitales de sus clientes como son: Fondos de pensiones, compañías de seguros y firmas de capital institucional. Profundizamos en los patrones que les ayudan a elegir entre determinados mercados como los altamente consolidados mercados norteamericanos, británicos y francés, bastante regulados, transparentes y líquidos, articulados y dotados de instrumentos derivados y fiscales que los dinamizan y aquellos mercados, que a pesar de pertenecer a economías consolidadas, aún tienen que dotar de una mejor transparencia a sus transacciones como puedan ser los mercados españoles, italianos, etc., que aun tratándose de economías desarrolladas, carecen de muchas de las virtudes de los mercados anglosajones o bien mercados más bien emergentes como los nuevos países que últimamente se han adherido a la UE o incluso mercados fuera de la UE totalmente emergentes como Rusia, México, Brasil, Corea, etc.

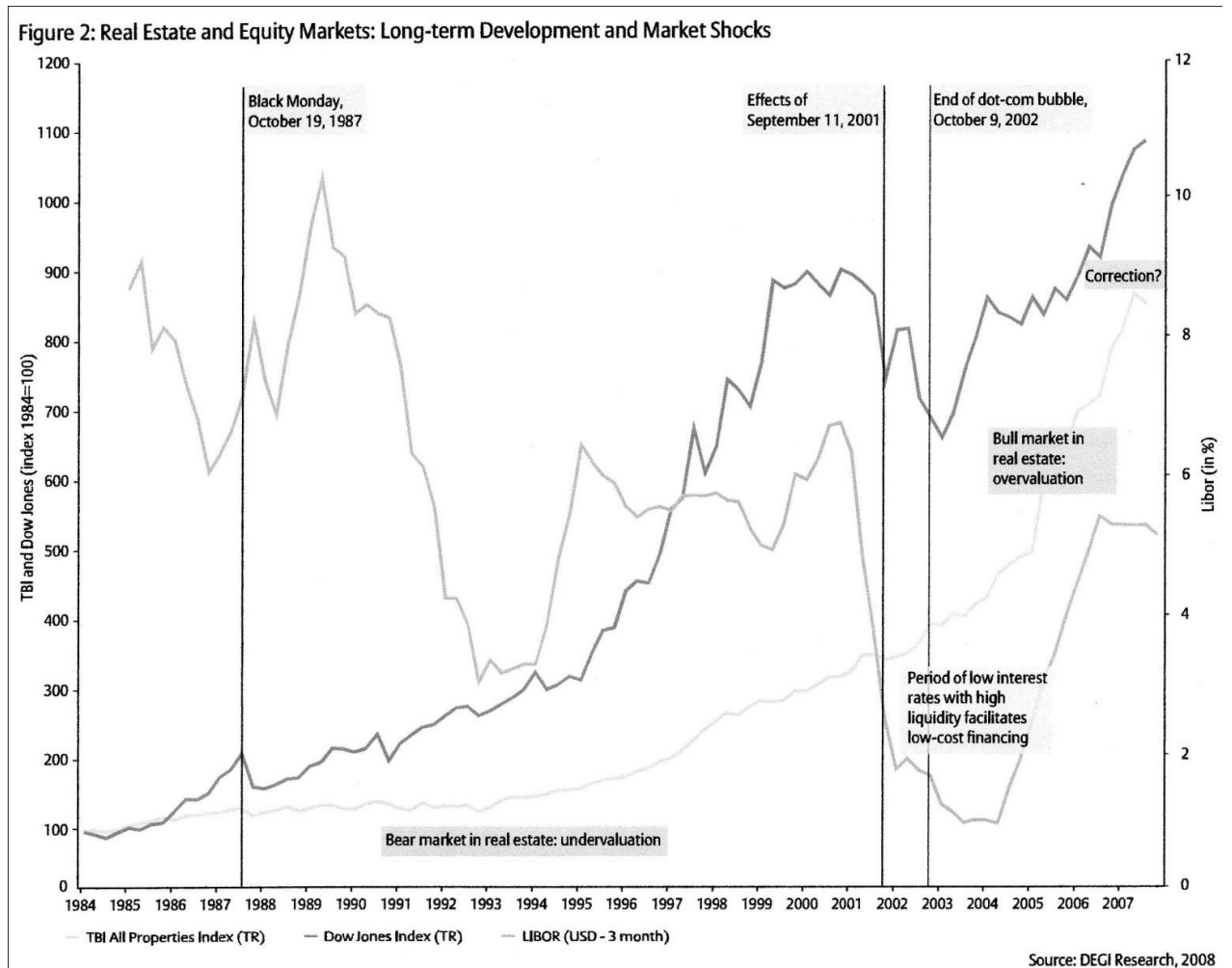
Gráfico 10: Comparativa índices bursátiles e inmobiliarios 1989-2009.



Source: Bloomberg

En el gráfico (10): Los rendimientos inmobiliarios internacionales (EPRA NAREIT, Europa y Dow Jones Equities REIT's, USA) han superado con creces a los rendimientos de los mercados europeos y a los americanos de acciones bursátiles convencionales, lo que prueba que la inversión inmobiliaria indirecta también proporciona significativos rendimientos siendo un componente antiinflacionario importante dentro de las carteras de inversión (Hoesli, 2004). El problema que tiene este tipo de inversiones es, que reaccionan paralelamente a los mercados convencionales en momentos de crisis y la liquidez predominante que tienen, viene a ser socavada por la volatilidad intrínseca.

Gráfico 11: Comparativa a largo plazo de acciones e inversiones inmobiliarias



Fuente: DEGI Research, 2008

La inversión inmobiliaria en principio debería estar en rendimientos por encima de los Tipos oficiales y por debajo de los rendimientos de las acciones convencionales. Pero eso es una regla de corte, dependiendo de cuando dentro del ciclo inmobiliario un inversor entre o salga, sus rendimientos serán unos u otros. Pero existe suficiente literatura económica que prueba que las rentabilidades de las inversiones en empresas inmobiliarias cotizadas se sitúan entre las acciones convencionales y los bonos.

1. Definiciones previas:

Definimos **inversión inmobiliaria** en este estudio (en adelante “inversión” o “inversión inmobiliaria”), a aquella adquisición de un inmueble ya construido, por lo que las actividades de compra de suelo para una posterior promoción inmobiliaria, quedan excluidas. Dicho inmueble debe estar o bien alquilado (produciendo unas rentas inmobiliarias), o bien el vendedor garantiza unas rentabilidades mínimas, durante un cierto periodo en el que el comprador, a través de agentes inmobiliarios o directamente, intente alquilarlos, y por tanto recibir sus rentas esperadas o simplemente el inversor haya confiado en que dicho edificio, por las circunstancias del mercado, precio de adquisición o su propia gestión activa, le darán la capacidad en un limitado espacio de tiempo de conseguir arrendarlo, y por tanto obtener la rentabilidad también esperada (Geltner and Miller, 2011).

Definimos “**criterios de liquidez**” como aquella situación en la que un activo es particularmente objeto de ser vendido con mayor facilidad que otros, debido al mercado en el que se transaccionan (niveles de transparencia, existencia de estudios de mercado homogeneizados a través de consultores internacionales, etc.), su nivel de demanda (por ubicación, tipo de producto etc.) y rapidez de proceso de venta (Mascareñas, 2012).

Existe una fuerte diferencia entre las inversiones institucionales en inmuebles y aquellas, que se realizan sobre acciones o bonos. Estos dos últimos activos tienen la particularidad de ser altamente líquidos y homogéneos. El mercado inmobiliario no opera bajo los parámetros de subasta entre oferta y demanda que rigen las bolsas y otros mercados secundarios, incluso aquellas compañías inmobiliarias cuyas acciones cotizan en bolsa, a la postre, precisan de bastante tiempo para vender en algunos casos sus activos, lo que obliga en la mayoría de las ocasiones a que sus acciones bursátiles coticen con descuento del valor de sus activos netos.

Suele existir un descuento en el precio de los activos sobre esa falta o velocidad de liquidez, aunque en periodos de euforia inmobiliaria y económica son bastantes las empresas inmobiliarias, que cotizan por encima del valor contable y/o de mercado de sus inmuebles (Krugman, 2010). Son activos inmóviles, cuyos costes de transacción y análisis son elevados, donde la información no es perfecta y difícil de comparar entre ellos y donde en cada diferente lugar en el que se encuentran los activos inmobiliarios supone un nuevo mercado, donde incluso a nivel doméstico el marco legal puede variar, como sucede en las diferentes autonomías españolas.

Los activos inmobiliarios, normalmente no cotizan directamente en ningún mercado secundario y se trata de activos, normalmente cada uno de ellos heterogéneo (prácticamente ningún activo inmobiliario es igual a otro, ej. escasos metros de diferencia de ubicación en dos edificios prácticamente iguales pueden hacer que uno se encuentre en la acera mejor, tenga mejores vistas o visibilidad u orientación al sol por citar algunas razones).

Los activos inmobiliarios si bien no cotizan en mercados directamente, sí que lo pueden hacer a través de empresas o fondos inmobiliarios cotizados y normalmente la valoración de las acciones o participaciones de estas empresas se cotizan con premio o descuento sobre su “net to asset value” o valor neto de sus activos inmobiliarios frente al valor de sus acciones, así pues, por ejemplo, en un periodo de bonanza económica y bajos tipos de interés y en el que el mercado inmobiliario también tenga una tendencia alcista y nos hallemos en un mercado suficientemente transparente, las acciones de una empresa inmobiliaria podrán tener un precio por encima de su “net to asset value” o valor de sus activos inmobiliarios, frente al valor de sus acciones en épocas recesivas.

Mercado transparente: Según Smith (1776) es aquel sobre el que existe una total información sobre la formación de sus precios, transacciones (actuales e históricas), abundancia de estudios de mercado y una normativa, que da la suficiente seguridad jurídica tanto en sus transacciones como en la posesión de los activos. En su famosa

analogía de la mano invisible, Adam Smith defendió la idea aparentemente paradójica de que los mercados competitivos tienden a promover los intereses sociales, aunque paradójicamente sean impulsados por el interés particular. John Stuart Mill (1848) se apartó de los economistas clásicos anteriores sobre lo inevitable de la distribución de los ingresos producidos por el sistema de mercado. Mill apuntaba a una clara diferencia entre dos funciones del mercado: la asignación de recursos y la distribución de ingresos. El mercado puede ser eficiente en la asignación de recursos, pero no en la distribución de ingresos, por lo que es necesario que la sociedad intervenga (redistribución de rentas).

Por lo general y debido a la heterogeneidad de sus activos, los mercados inmobiliarios suelen no ser transparentes, aunque existen grandes diferencias entre los diferentes mercados, es posible que el mercado inmobiliario del Reino Unido sea el mercado inmobiliario más transparente del mundo.

Criterios de rentabilidad: La rentabilidad, según el diccionario de Boríssov, Zhamin y Makárova (1965), es el rendimiento, ganancia que produce una empresa. Se llama gestión rentable de una empresa la que no sólo evita las pérdidas, sino que, además, permite obtener una ganancia, un excedente por encima del conjunto de gastos de la empresa

Serían aquellos, por los que la adquisición de un activo dependiese de un nivel mínimo de rentas o de su máximo precio de adquisición (rentabilidad). Según Cummings (2011) la rentabilidad entre el precio de un activo y su rendimiento es una relación matemáticamente inversa, con iguales rentas obtenidas de un activo a mayor precio de esta menor rentabilidad y viceversa La definición de rentabilidad necesita tres componentes: 1) el beneficio obtenido, 2) el monto de capital invertido para obtenerlo y 3) el tiempo transcurrido desde que se realizó la inversión.

Esta definición nos indica la necesidad de definir sus componentes, es decir, necesitamos una definición de beneficio y una definición de capital invertido, siempre teniendo en cuenta el tiempo transcurrido.

El resultado de la evaluación de un proyecto de inversión en condiciones de certeza, el cual se mide a través de distintos criterios, que más que optativos, son complementarios entre sí. Según Geltner and Miller (2001) los criterios que se suelen aplicar son:

a.- El Valor Actual Neto (VAN)

b.- La Tasa Interna de Retorno (TIR)

c.- El Período de recuperación de la inversión (PR)

d.- La razón Beneficio / Costo (BC).

e.- Análisis bajo condiciones de incertidumbre y/o riesgo del proyecto. A través del método de análisis de la sensibilidad:

- Unidimensional (ASU)

- Multidimensional (ASM)

Criterios de diversificación. La diversificación por tipo de producto, mercado geográfico, etc., proporciona según las teorías de optimización de carteras de inversiones (Markovitz, 1952 y 1959) “Modern Portfolio Theory”, menor volatilidad (riesgo) y mayor rentabilidad y (Modigliani, 1959) “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment”.

Una empresa puede diversificar porque el disponible retenido excede las necesidades totales de expansión en su mercado.

Las empresas diversifican cuando las oportunidades de la diversificación prometen mayor rentabilidad, que las oportunidades expansivas en los mercados que tradicionalmente han operado.

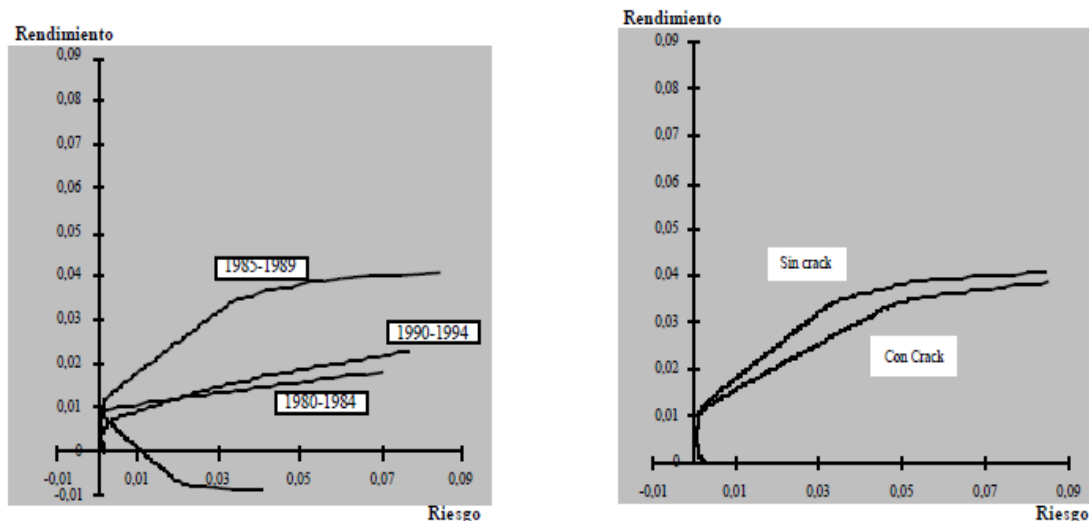
Normalmente la diversificación viene dada por las siguientes razones:

- Deseo de aprovechar al máximo los recursos y habilidades de la empresa.
- Búsqueda de nuevos negocios ante una mala situación de los actuales o en predicción de ello.
- Diversificación en otros sectores/mercados relacionados con el negocio básico o tradicional de la empresa o fondo.
- Diversificación en otros productos/mercados inmobiliarios.
- Diversificación en sectores y mercados no inmobiliarios.

Sharpe (1966 y 1975) concibió un método de evaluar el rendimiento de una cartera de inversiones, mediante el denominado Ratio de Sharpe. Es el ratio que mide los rendimientos de una cartera por encima de inversiones sin riesgo dividido por su desviación estándar. Invertir en activos en el extranjero reduce el riesgo del portfolio Sharpe, sin necesidad de sacrificar el retorno esperado. Asimismo debe observarse que inversiones más rentables son más factibles siempre en un universo inversor, geográficamente hablando, mayor.

Estadísticamente la diversificación se da lugar en la ausencia de correlación entre diferentes inversiones o mercados. Si se aplican a los rendimientos obtenidos se pueden configurar las fronteras de mínima varianza desarrolladas por Markovitz (1952).

Gráfico 12: Análisis de las posibilidades de diversificación mediante el estudio de las fronteras de mínima varianza sobre acciones bursátiles USA (1980-1994)



Fuente Gomez Bezares (1998)

En el gráfico (12): El periodo 1985-1989 se puede acceder a carteras más interesantes que en el resto de periodos. La escasa pendiente del periodo más reciente nos indica que para lograr niveles adicionales de rendimiento, el "coste" en términos de riesgo es muy importante. Por ejemplo, con un 7% de riesgo en ese periodo alcanzamos un rendimiento del 2%, cuando en el periodo 1985-1989 ese mismo rendimiento venía acompañado por un riesgo de sólo el 1%.

Rentabilidad de las adquisiciones los fondos inmobiliarios: Hay dos tipos de objetivos principales para los fondos de inversión inmobiliarios, uno sería la rentabilidad o retorno a corto plazo, que esté dando el inmueble y que hemos definido con anterioridad, inversores en valor ("value investors") y se concentran en el valor/rentabilidad inicial de sus adquisiciones, y suele corresponder a una estrategia inversora más agresiva y/o oportunista, por otro lado hay otros inversores que son capaces de

sacrificar dicha rentabilidad “capital growth investors” en aras de encontrar mejoras de mercado en el valor de sus inmuebles. Un ejemplo de estos dos tipos de inversión serían inversiones en las afueras de las ciudades que suelen ofrecer rentabilidades iniciales mayores (“value”), frente a invertir en calles principales en las ciudades como serían en nuestro país La Castellana (Madrid), o Avda. Diagonal (Barcelona), (“growth”) (Addae-Dapaa, 2010).

Paralelamente ambos tipos de inversores buscarían cifras aceptables por ellos en otros ratios financieros, como son la TIR (Tasa Interna de Rendimiento) y ROI (retorno de la inversión, apalancada o no).

Los niveles de apalancamiento en los que opera un fondo, también determinan el perfil de riesgo de éste, ya que en una empresa o fondo, llegado un momento, la situación del nivel de deuda puede representar un riesgo muy alto en perjuicio de sus clientes inversores.

Sharpe, (1966) lo razona en el sentido de que existen activos con en principio “cero riesgo”, como son los bonos del estado y de esta forma los clientes inversores en su búsqueda de una rentabilidad mayor, invertirán entonces en empresas que correctamente diversificadas, que en las alzas y bajas de la economía consigan de media mejorar las rentabilidades que ofrecen activos con “cero-riesgo”.

De todas formas, los fondos de inversión inmobiliaria “per se”, tienen sus riesgos inherentes a la calidad de su gestión, la naturaleza errática de los mercados y su estructura financiera y a la poca liquidez inmediata de sus activos, entre otros.

La rentabilidad es el primer corte en el que se basa la adquisición de un inmueble para compararlo con inversiones alternativas. Es el valor de los alquileres o flujos de caja, si el flujo de caja es neto la rentabilidad será neta y si no es así será una rentabilidad bruta:

Formula 1: Valor del inmueble

$$PV = \frac{Cf1}{i}$$

Dónde:

Cf1: Son los alquileres de un año completo

i: Es la rentabilidad

PV: Es el valor del inmueble

Fuente: Geltner and Miller (2001)

La TIR o tasa interna de rendimiento es quizás el segundo corte de una inversión inmobiliaria, o uno de los principales factores que determinan una inversión. La TIR de un proyecto inmobiliario mide la rentabilidad del mismo en términos relativos, teniendo en cuenta tanto la magnitud de los flujos de caja como el tiempo en que estos se realizan. El tiempo es dinero y la inflación con el paso del tiempo, también y son recogidos en el cálculo de la TIR.

Formula 2: Tasa Interna de Rendimiento

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{C_1}{(1+r)^t}$$

Fuente: Brealey and Myers (1988)

Donde: $\sum_{t=1}^n$ es el sumatorio de los flujos de caja derivados de los alquileres tras restarles los gastos

C1 Es el flujo de caja de los alquileres al año y $(1 + r)^t$ es el factor de descuento anual. La TIR tiene en cuenta a diferencia de la fórmula de la rentabilidad, la inflación y el tiempo y en el sector inmobiliario de empresa suele calcularse la TIR a 5 o 10 años.

El ROE o rentabilidad sobre el capital propio, es otra forma de medir los retornos sin haber financiado o apalancado la inversión. Algunos fondos tienen muy restringida su capacidad de endeudamiento. Siempre que el retorno de la inversión sea mayor que el coste de financiación, las empresas normalmente tienden a endeudarse cada vez más.

Inversores en Fondos Inmobiliarios: Los inversores en los fondos inmobiliarios pueden ser de varios tipos. Existen fondos que distribuyen sus participaciones en pequeños ahorradores/inversores, y otros que solo tratan con inversores institucionales (otros fondos mayores o fondos de pensiones, o capital institucional de bancos y compañías de seguros), o ambos tipos de clientes a la vez (como por ejemplo los fondos abiertos alemanes o los fondos inmobiliarios españoles).

Normalmente, se determinan en el momento de la creación de los fondos o por diferentes normativas en los países donde son creados, el volumen mínimo de inversión que van a/o pueden aceptar de sus clientes inversores.

Burbuja: definimos burbuja en términos económicos, como aquella sobrevaloración de los precios de los activos, que suele acabar en un desplome de los precios de éstos últimos.

Cuando la burbuja se forma en los mercados inmobiliarios, los riesgos son bastante dañinos en la economía, conllevando periodos de deflación inmobiliaria de un promedio

de 5 años y acarrea una contracción económica de un año como mínimo de duración (Hoyt, 1960), (Posen, 2006), (Roubini, 2006). Este último dato depende del peso que tuviera la industria inmobiliaria con respecto al total del PIB, en el caso de España, el porcentaje es más alto que en otros países cercano al 19% en 2006. El Fondo Monetario Internacional estima, que tanto la prolongación, como la caída del PIB, que siguen al desplome de una burbuja bursátil son bastante menores, de hecho, la recesión que siguió al desplome de la burbuja de las “telecom” duró menos (2 años), de lo que ha durado la crisis inmobiliaria y económica actual, que comenzó en España en 2007 (Case and Schiller, 2003).

En el caso de los países desarrollados las políticas monetarias expansivas tras el estallido de la burbuja del sector de telecomunicaciones, provocaron una reacción conjunta de sus bancos centrales y de sucesivas bajadas de los tipos de interés. El debate, nos lleva a la responsabilidad de los Bancos centrales a evitar una burbuja, y en el caso del último estallido inmobiliario, a haber contribuido a ello con una política monetaria demasiado expansiva.

Existe una corriente muy crítica con la actuación de la FED y el BCE en el periodo de estudio, por existir una amplia diferencia entre los tipos de interés de referencia, y los que dicta la Ley de Taylor (1992), que estipula los tipos de interés apropiados dados unos objetivos de inflación y empleo a través de la ecuación:

Formula 3: Tipo de interés

$$r = p + 1/2y + 1/2(p-2) + 2$$

Fuente: Enciclopedia de Economía EUMED

Donde y = a la desviación porcentual del PIB con respecto a su tendencia, r = tipo de interés de la FED, p = tipo de inflación de los 4 trimestres previos. Con la inflación sobre objetivos ($p=2$) y el PIB real sobre tendencia ($=+2$ por lo que $y=0$), y por lo que el tipo de interés real posterior ($r-p$) posee la misma simetría ($=+2$). Posteriormente dicha regla fue utilizada para predecir posibles “relajaciones” que descubriesen posibles subidas abruptas en los precios (Di Clemente, 1995).

Es un instrumento de reducción de los vaivenes de los ciclos económicos, que describía deliberadamente el método estabilizador que utilizaba la FED. Una especie de “benchmark”. No obstante en 1997 el Presidente de la FED, Allan Greenspan, apuntaba como a un deseable nivel de arbitrariedad para responder a desviaciones o crisis “diferentes a nuestras experiencias previa la política de reglas podría no ser lo más preferible”. Según Greenspan la Regla de Taylor, asumía que el futuro iba a ser igual que había sido el pasado.

Bern Bernake, (1992), advertía que las reglas o leyes de política monetaria no iban a poder responder a imprevistos en el futuro. De esta forma, se establecía una política reactiva dentro de un marco de “laissez faire” respecto a la trayectoria anterior de la FED, que marcaría la velocidad con respecto al resto de países desarrollados a la hora de bajar los tipos de interés.

Es imposible saber a ciencia cierta cuál es el valor real de un activo, ya que su dinámica de precios puede reflejar tanto movimientos especulativos, como cambios en los fundamentales (cambios demográficos, en los “benchmarks” de inversión o en la productividad), además ni el PIB ni la inflación se comportan de forma anormal ante la emergencia de una burbuja (Noguer, 2010).

Por otro lado, se estima que la subida del tipo de interés necesario para “pinchar” una burbuja, en la que por ejemplo el precio de la vivienda estuviera sobrevalorado en un 15%, conllevaría una caída del PIB real del 5% (Assenmacher-Wesche et al., 2008).

El Banco Central Europeo dispone de una batería de indicadores más completa y precisa que la FED, en cuanto que complementa el análisis de la economía real con atención al crecimiento de ciertos agregados monetarios. En 1993, Allan Greenspan declaró frente al congreso americano, que la FED iba a “degradar” el uso del M2*” como un “indicador confiable de las condiciones financieras en la economía”.

El M2: Es una de las medidas de la oferta monetaria en los EEUU y algunos países. El M2 incluye los conceptos del M1 que son el dinero de curso legal, cheques de viaje y los depósitos a la vista, además el M2 abarca depósitos bancarios no a la vista (a corto plazo), certificados de depósitos y cuentas de divisas (Froyen, 1990).

Por otro lado el BCE dispone de una mayor potestad regulatoria sobre los mercados de crédito para reducir amenazas sistémicas.

No obstante los bancos centrales suelen elevar los requerimientos de reservas, (coeficiente de caja), ante los estallidos de las burbujas reforzando las garantías del sistema financiero, aunque ello pueda llevar a una contracción inmediata del crédito que ahogue financieramente a las empresas y a las familias.

¿Cómo deberían responder los políticos para evitar futuras burbujas y los desastrosos efectos que causan en las economías? Existen opiniones divergentes:

Adam Posen (2010), Consejero del Banco de Inglaterra, argumenta que los políticos necesitan una caja de herramientas mayor para evitar las burbujas y sus pinchazos. Según él, antes de la crisis a la que ha llevado el periodo de análisis de este estudio, los políticos creían que lo único que iban a necesitar era un “martillo” (los tipos de interés), para clavar un “clavo monetario” (inflación del consumo), y no todos los problemas son un “clavo” por lo que los políticos necesitan mayores “herramientas” macroeconómicas. Posen sugiere a los políticos la implantación de un impuesto inmobiliario que varíe a lo largo del ciclo expansivo, progresivamente durante la formación de la burbuja, y regresivamente durante su explosión.

Olivier Jeanne (2010), sugiere que la deuda excesiva (incluyendo la deuda hipotecaria) en nuestras economías, es como una contaminación. Impone costes sobre otros sectores, que el prestatario no tiene en consideración y la respuesta a esto es hacer que el que contamine pague, ya que el “acelerador financiero” (término acuñado por Ben Bernanke, Presidente de la Reserva federal en 1996) funciona al revés en épocas de crisis. Cuando bajan los precios de los inmuebles también erosionan el valor de las titulaciones colaterales, restringen el crédito y reducen la demanda agregada. Jeanne propone un impuesto contra cíclico sobre la deuda hipotecaria (The Economist, 2010).

La crisis acaecida al final del periodo, que contempla esta tesis ha demostrado que la estabilidad de precios, tan perseguida por los políticos y banqueros centrales, no es la garantía de estabilidad económica y financiera. De hecho una estrecha concentración sobre las presiones inflacionistas ha hecho que los banqueros centrales, en especial el BE, y algunos políticos negasen en ocasiones la existencia de burbujas condicionando la actuación de sus bancos.

El boom inmobiliario ocurrió en numerosas economías avanzadas y en desarrollo prácticamente al mismo tiempo, con incrementos relativamente rápidos y sostenidos. En cada país existían una serie de características propias dentro de sus causas, demográficas, crecimiento económico o de empleo, pero el paraguas aglutinador fue quizás la abundancia de crédito. Los tipos de interés de las mayores economías se encontraban entonces en mínimos históricos y el aumento de liquidez recorría el planeta. La bolsa ofrecía escasas rentabilidades o muy volátiles (todavía se recordaba el pinchazo en internet), y el sector inmobiliario para muchos ofrecía un activo subyacente, que daba pie a cierta tranquilidad cuando además todo se vendía y los precios iban en sostenido aumento (Amat, 2009).

Según Garcia Montalvo (2007), la caracterización de una burbuja descansa sobre las expectativas de los individuos o agentes. En el precio de un activo existen dos componentes el fundamental y el no-fundamental o burbuja.

Pueden ocurrir no obstante burbujas apoyadas por ciertos fundamentales en el sector inmobiliario, por ejemplo en 2012 las rentas por metro cuadrado/mes en las zonas prime de Rio de Janeiro en Brasil se sitúan alrededor de los 100€/m²/mes, cuando en Múnich están en 25€/m²/mes y en Barcelona a 20€/m²/mes (CBRE, 2008). Los precios en Brasil son altos pero están respondiendo a lo que son en parte fundamentales ya que las rentas y una economía pujante están “fundamentando” esos precios. ¿Hasta cuándo o cuánto durará dicha situación? es algo que el tiempo hará que los fundamentales comiencen a “cojear” y revertir en burbuja. Llega un momento en que dichos costes no pueden ser soportados por las empresas o en su traslado final al mercado de productos y servicios, que dichas empresas ofrecen.

El ratio PER (“Price Earnings Ratio”), con el que se computan algunas acciones o las rentas a las que se alquilan los inmuebles, son los fundamentales más importantes en la aproximación de la existencia de burbujas, aunque las nuevas teorías financieras apuntan en la dirección de modelos de comportamiento en sustitución del tradicional supuesto de mercados eficientes (Schiller, 2003).

La dificultad en aislar el componente fundamental en el precio de los activos se ve acentuada por la baja frecuencia de las transacciones (en comparación a los mercados bursátiles), la heterogeneidad de los activos inmobiliarios (todos suelen ser diferentes aunque solo cambie la altura del piso) y la influencia de factores de difícil medición, como son las restricciones y parámetros urbanísticos de la construcción (García Montalbo, 2007).

El inmobiliario es un mercado basado en la oportunidad y que en ocasiones responde a fundamentales y en ocasiones no, incluso en los momentos en que una burbuja ha explotado, los precios a los que llegan a bajar los activos en fuertes crisis como la originada en 2007, como los del suelo, que en algunas valoraciones en aquel año tenían su valor cercano a cero.

Otra forma de medir el componente de burbuja en los precios de los activos es la extracción directa de las expectativas mediante encuestas. Es la aproximación de

Schilley Case (2003). Pero en dichas aproximaciones se encuentran razones de lo más dispar. Al principio del periodo de estudio uno de los argumentos que más se oían frente al aumento de precios de activos inmobiliarios terciarios en España (incluidas las rentas), era de que nuestras rentas en activos inmobiliarios terciarios eran bajas en comparación con Europa. Es decir que los alquileres de oficinas, centros comerciales, naves, etc., en España eran significativamente más bajas que en los países más avanzados de la UE. Este símil resulta paradójico pues en todos los países de Europa existen precios diferentes y salarios y otros condicionantes como el grado de desarrollo de algunos países frente a otros, lo cual de una idea de cómo las expectativas que Greenspan llamaba irracionales, siempre buscan algún parámetro objetivo sobre el que apoyarse aunque éste no sea racional.

3.2 Riesgos inherentes de la inversión inmobiliaria institucional

3.2.1 Riesgo de liquidez

El inmobiliario institucional es de “per se” un mercado poco líquido, una transacción puede tardar entre negociaciones, “due diligence”, y escrituración pública como mínimo unos 2 -3, meses, yendo rápido y en épocas de bonanza, aunque en épocas de crisis puede llegar a 1 o 2 años. Esta falta de liquidez puede forzar a algunos fondos a no permitir a sus inversores el reembolso inmediato, ya que muchos de estos fondos no cotizan en mercados públicos o puede forzar una caída de los valores cotizados en las empresas públicas inmobiliarias (ventas rápidas y a descuento de los activos inmobiliarios), en momentos en que el crédito se haga más escaso (Cumming and Ellis, 2011).

3.2.2 Riesgo de entrega

A veces depende de la finalización de un proyecto poder poner a éste en el mercado y lograr así ingresos por rentas. La construcción no es una ciencia exacta, y depende desde factores climatológicos, medioambientales, legales, financieros, políticos e incluso arqueológicos, que pueden retrasar el normal desarrollo de un proyecto. La correcta ejecución dentro de los márgenes de una adecuada planificación, puede ser la clave del éxito en un proyecto inmobiliario, mientras que un retraso puede llevar un proyecto a la ruina.

Como ejemplo, en el año 2000 el fondo holandés Rodamco promocionaba/construía un edificio de oficinas en la Plaza Cerdá de Barcelona. El edificio debía de estar completado a finales del 2000 en el mercado de oficinas de Barcelona, donde existía una gran demanda. Durante la construcción en la que se habían planeado realizar tres niveles de parking, en el subsuelo del edificio dieron con la capa freática de la ciudad, estuvieron casi dos años finalizando un parking en una verdadera “balsa” de construcción y bajo bombas de achique. Cuando el edificio llegó al mercado en 2002 multitud de otros edificios de oficinas ya habían llegado al mercado, y las rentas comenzaron a bajar lo suficiente para hacer incurrir en cuantiosas pérdidas al proyecto.

3.2.3-Riesgos de financiación

Los fondos, llegado a un punto, pueden tener restricciones en cuanto a la financiación es sus estatutos, bien porque su nivel de endeudamiento ya es de por sí bastante elevado, o por que las condiciones crediticias del entorno hayan cambiado. Este último escenario parecía impensable dentro del periodo de estudio, pero hoy en día se ha visto como se retraía a nivel internacional cuantiosa financiación del sector bancario, forzando a los

bancos centrales a inyectar liquidez en el mercado, y a que la financiación inmobiliaria haya desaparecido del mercado por bastante tiempo.

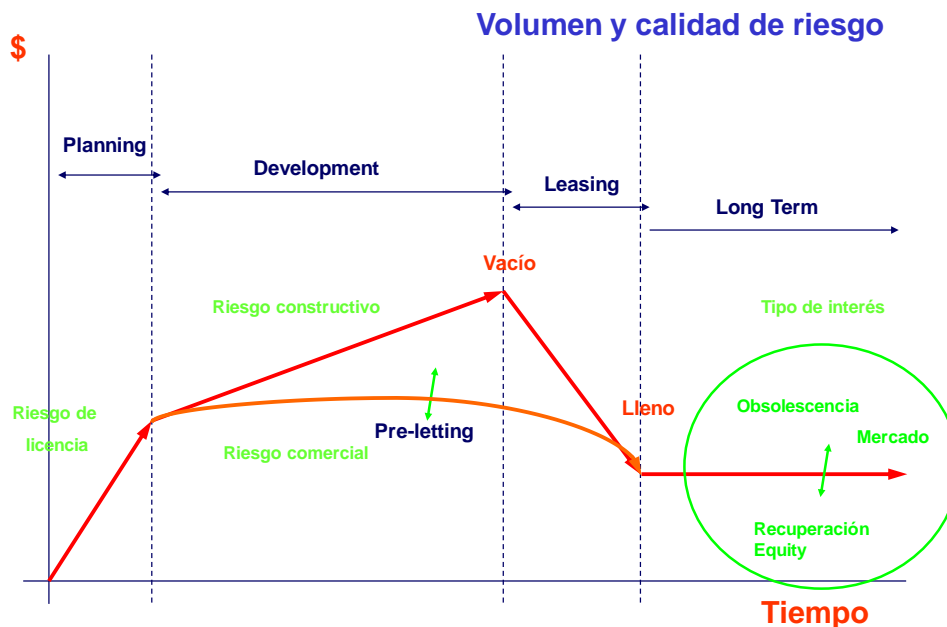
3.2.4 Riesgo de mercado

Macroeconómicamente, afectan a la demanda de ocupación de espacios (comerciales, oficinas, industriales, logísticos etc.), factores tales como demográficos, nivel educativos de la masa laboral, coste de la vida, empleo, impuestos y subvenciones públicas, y factores urbanísticos y políticos; la economía en general podrá dar perspectivas positivas a los promotores y estos decidirse a acometer nuevos proyectos.

Microeconómicamente, las rentas a las que se enfrenten los ocupantes pueden hacer variar sus expectativas de ampliación. Además, algunos sectores económicos, en determinados momentos, son demandantes de espacio comercial pero si ese sector se encuentra en crisis (como por ejemplo el financiero en Londres en 2007-2009), puede hacer caer en picado la demanda de espacio de oficinas, por tanto caer las rentas y subir las rentabilidades mínimas a las que los fondos inversores están dispuestos a entrar en un mercado, en un determinado momento. Hábitos de consumo pueden hacer peligrar proyectos de centros comerciales que han funcionado en otros países, o diferentes ciudades, dentro de un mismo país. El aumento de la delincuencia en una ciudad puede afectar a su turismo, por tanto a su sector hotelero y modificar la visión que puedan tener los inversores en activos hoteleros en ese mercado.

El entorno económico (macro y micro), son condicionantes básicos dentro de un sector que abarca, a veces en sus proyectos, horizontes temporales mayores que, por ejemplo, los de una fabricación normal en la industria de consumo (Wheaton, 1999).

Gráfico 13: Ciclo del Riesgo



Fuente: Jorge Zanoletty, Atisreal (2002)

El gráfico (13) muestra el circuito del riesgo desde la adquisición de un suelo a su puesta en el mercado para su explotación en venta, el riesgo culmina en ese momento, o en alquiler que puede aún perdurar aunque en menor medida dependiendo del porcentaje del edificio que se encuentra alquilado. Muchos especialistas del sector toman una parte de este circuito y otros lo completan en su totalidad. ¿En qué consiste cada tramo de dicho Ciclo del Riesgo?:

El momento cero puede darse en la adquisición de un terreno o suelo. En este sentido podemos estar hablando de un suelo rústico o agrícola al que habría que recalificar y que no es un proceso corto ni barato que puede llegar a durar varios años, o un solar urbano listo para construir una vez aprobada la licencia de construcción .

La licencia del proyecto vendrá dada por una normativa reglada en la que si se cumplen los parámetros exigidos por los ayuntamientos pertinentes, el propietario del suelo podrá edificar o urbanizar. La urbanización se halla en el punto de inflexión en el que la gestión del suelo deja paso a la promoción inmobiliaria. La urbanización no está exenta de riesgos y puede afectar a una junta de propietarios y/o de compensación en las que pueden haber desavenencias o problemas financieros que atrasen su evolución ya de por sí lenta y burocrática.

La fase de promoción tiene todos los riesgos constructivos y financieros inherentes a esta etapa. Pueden ocurrir desde accidentes laborales, geológicos, sociales, falta de mano de obra (como ocurrió durante el periodo de estudio), etc. Se trata de un periodo largo, cercano a los dos años, donde el mercado puede dar un giro inesperado y quedar las obras sin completar. En esta etapa el riesgo es mayor por cuanto a las cantidades invertidas que son mayores y el tiempo de ejecución.

Después acaece el riesgo comercial, que no ha dejado de existir en ningún momento ya que es acumulativo. Un edificio de oficinas puede haberse concebido como un “llaves en mano”, donde el inquilino o comprador ha dado las suficientes garantías al promotor con lo que el riesgo promotor desaparece en cierta medida, pero no el riesgo de construcción. Es una de las operaciones más buscadas en el sector de la inmobiliaria de empresa por los inversores y no son fáciles de encontrar ya que son las más sustanciosas económicamente hablando y seguras en cuanto a riesgo. Si un edificio de oficinas sale al mercado en un momento en el que escasean las oficinas, se podrán solicitar rentas más altas y alquilar el edificio a una velocidad aceptable antes de que llegue la refinanciación de la operación. Si por el contrario debido a cualquier contratiempo el edificio sufre un retraso en su construcción, puede entonces encontrarse con una nueva situación de mercado (aumento del desempleo/crisis, mayor oferta de oficinas, etc.) que hagan peligrosa la viabilidad del proyecto.

Incluso los mejores instrumentos de medición del riesgo tienen sus propios riesgos. Lo más pernicioso sobre los modernos métodos de medición de riesgos es la ilusión de

precisión. La liturgia del riesgo está mayoritariamente construida alrededor del concepto conocido como VAR-“value at risk” (Hyang, 2008).

Barry Schacter (1998), describe el VAR como “Un número inventado por proveedores de panaceas de peligro pecuniario en el intento de conducir a altos directivos y legisladores en la falsa confianza de que el riesgo de mercado es adecuadamente comprendido y controlado (págs. 17-18).

El VaR se utiliza normalmente para medir el riesgo de carteras de activos financieros, al ser los activos inmobiliarios poco líquidos, el VAR tiene sus limitaciones a corto plazo, pero permite planificar a medio y largo plazo la gestión del riesgo del fondo o de sus activos.

La distribución Gaussiana está en el centro de las finanzas modernas, especialmente la gestión del riesgo y los modelos financieros. Se suele referir curiosamente como distribución normal, aunque el intento original de Gauss era utilizar la distribución normal como una prueba de error y no de acierto (Frot, 1993).

Una reciente teoría de culto es la “Extreme Value Theory”, EVT, que se ha transformado en ETL (Expected Tail Loss). EVT está basado en estadística de ciencias físicas, en las que ingenieros testean que empresas o edificios puedan resistir a raros eventos aunque probables tales como terremotos o inundaciones (Nassim Taleb, 2007). Este tipo de acontecimientos sorpresa o inesperados, que tienen un gran impacto se tienden posteriormente a racionalizar por retrospección.

Según Gallardo et al. (2010), los modelos de análisis, gestión y simulación de riesgos tienen las siguientes utilidades:

1-Sirven para realizar simulaciones, (escenarios de stress y mediante procesos estocásticos) y valorar riesgos.

2-Sirven para contratar instrumentos de cobertura de los riesgos (swaps, opciones y seguros de cambio).

3-Sirven para diseñar planes de contingencia.

4- Sirven para facilitar la comunicación interna de los gestores de la sociedad.

5-Sirven para facilitar la comunicación externa con los accionistas y los analistas.

Otros modelos de gestión de riesgos son los test de stress que simulan dentro de su modelo los peores escenarios posibles basándose normalmente en situaciones pasadas.

La TIRaR, (TIR en riesgo) (Gallardo et al., 2010) a definen como el mínimo rendimiento que se puede obtener de una inversión en un horizonte temporal determinado dado un nivel de probabilidad. Combinando diferentes niveles de escenarios de stress y TIRaR se pueden realizar diferentes simulaciones en diferentes situaciones adversas.

También son ampliamente utilizados otros modelos como el IRB (“Internal Rating Base approach” modelos internos de riesgo crédito), ampliamente utilizados por la banca para la gestión de provisiones y dictados por Basilea II (Balin, 2008).

3.3 Estructura y funcionamiento de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales

Una de las estructuras típicas de inversión inmobiliaria indirecta consiste en invertir en un fondo dotado de un vehículo especial para invertir en promover inmuebles, (SPV Special Purpose Vehicle), que esté exento de impuestos (“tax exempt o tax transparent”), tipo LP, responsabilidad limitada (“limited partnership”), o FCP (“Fonds comun de placement”), es decir, que siempre y cuando se redistribuyan la mayor parte de sus beneficios en forma de dividendos ,y estos estén exentos del pago de impuestos. No es absolutamente necesario que el vehículo-fondo se beneficie de los tratados de doble imposición fiscal, u otras directivas europeas ya que suele existir una estructura corporativa, normalmente luxemburguesa, (u otro paraíso fiscal), entre el fondo y las sociedades que son directamente propietarias de cada uno de los inmuebles (“Propcos”). Luxemburgo es uno de los lugares en Europa más atractivos para las compañías matrices de estos fondos (“Soparfis”), ya que existe exención fiscal sobre los dividendos y plusvalías de los “Propcos”. Además, las “Soparfis” tienen el beneficio de los tratados de doble imposición fiscal y directivas europeas, permitiéndoles recibir dividendos e intereses sobre los préstamos participativos con los que operan con sus filiales internacionales, sin tener que afrontar los impuestos sobre repatriación de rentas o beneficios que afectan a individuos o entidades con sede fiscal en el extranjero, “withholding tax”, que es un impuesto sobre las ganancias de capital retenido en origen a todo potencial contribuyente extranjero, y otros impuestos sobre la venta de las “Propcos” (De Witt, 2008).

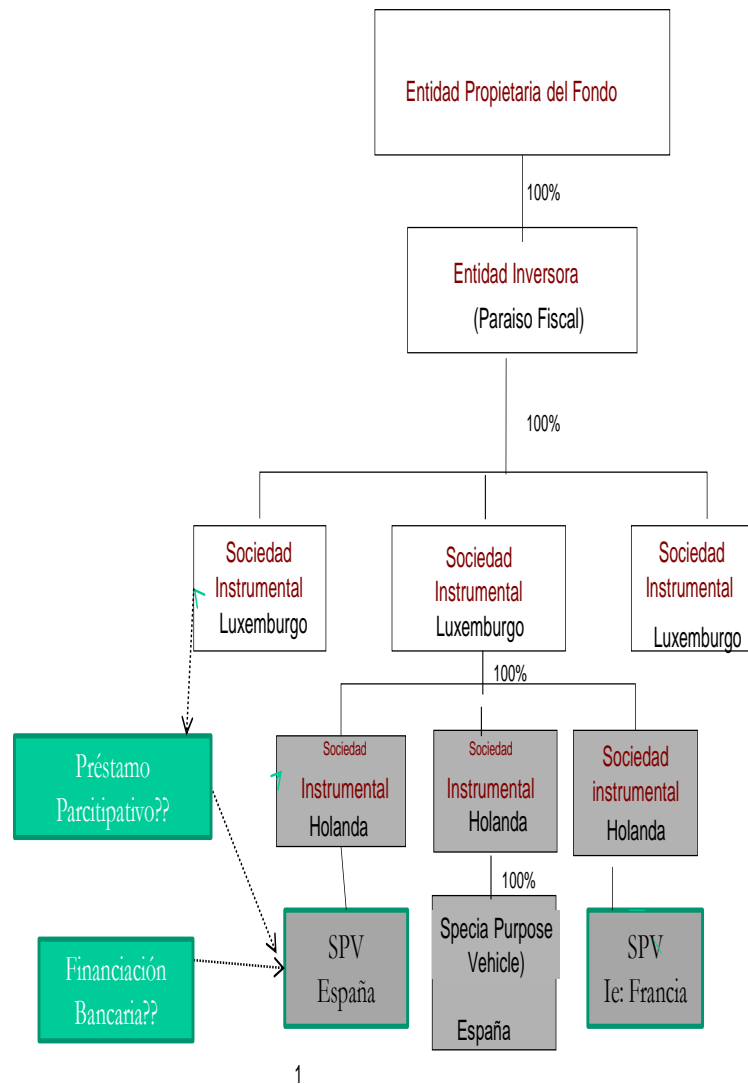
Es importante estudiar minuciosamente los aspectos fiscales en cada caso o jurisdicción internacional pues no es una norma común a todos los estados. En España suelen añadirse a las inversiones una estructura societaria holandesa para aprovechar en mayor medida las ventajas fiscales.

Normalmente la financiación hipotecaria se realiza al nivel de la “propco”, y no de la matriz internacional, ya que el interés debido a un tercero (banco hipotecario), es menos probable de ser detectado por una “thin local capitalisation”, o “normativa sobre precios de transferencia”, que pudieran restringir la disposición de deducciones fiscales por el interés pagado a otras partes. Es decir, una empresa cuyas fuentes de capital son préstamos participativos emitidos desde la matriz en el extranjero puede hacer que las distribuciones de intereses sobre la deuda sean deducidas por la empresa como intereses, mientras que las distribuciones sobre acciones directas no son deducibles como dividendos. Si la deuda sobre activos es muy alta, puede hacer que las autoridades fiscales locales observen una estructura no realista y actúen punitivamente sobre ello (Frank, 1996).

La gestión de los activos inmobiliarios y servicios de consultoría (legal, inmobiliario, fiscal local, etc.) suelen ser asignados directamente a las Propcos, ya que son generalmente las únicas entidades de la estructura que reciben suficientes rentas fiscalizables, y están en la mejor disposición para deducir el IVA generado, y además operan directamente sobre los inmuebles

Gráfico 14: Estructura Legal-Financiera Típica de un Fondo Inmobiliario en Europa

Estructura Legal-Financiera Típica de un Fondo Inmobiliario en Europa



Fuente: Elaboración propia

Según Pat Dugdale (2005): Las ventajas de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales son las siguientes.

- Minimizar impuestos y gastos excesivos al nivel del vehículo inversor del fondo, con el objetivo potencial de que los beneficios después de impuestos de los inversores en dicho fondo no sea menores que a través de compraventas directas.
- Mitigar los costes fiscales de las compraventas e impuestos directos sobre las plusvalías.
- Minimizar impuestos locales sobre los alquileres.
- Proveer de cierta liquidez a los inversores, permitiéndoles realizar sus inversiones dentro de un plazo razonable y previamente acordado o incluso permitiéndoles cierto tipo de desinversión (“redemption”), limitada dentro del acuerdo ya que los activos subyacente que posee los vehículos son inmuebles y éstos no son liquidables como lo son activos que coticen en mercados públicos (i.e. bonos y acciones).
- Facilitar la repatriación de beneficios y evitar “withholding taxes” o impuestos sobre la repatriación de beneficios y “trampas” de liquidez.

La forma de valorar los activos terciarios es mediante tasaciones o valoraciones a precios de mercado, realizados bien por sociedades de tasación inmobiliarias o consultores adscritos al RICSS. Dependiendo del cliente final, se utilizan un método u otro, pero va tomando cada vez más peso las valoraciones realizadas de acuerdo con el código del Libro Rojo de los tasadores y expertos inmobiliarios británicos RICSS (Royal Institución of Chartered Surveyors). El “Libro Rojo” es un compendio de buenas prácticas en el sector inmobiliario tanto local (en UK), como internacional. Es ampliamente utilizado por los países de la Commonwealth y ha trascendido al convertirse en la fuente de normas que más comúnmente imperan en el sector inmobiliario internacional.

Uno de los problemas que tienen dichas valoraciones, cuando deben hacerse trimestralmente, es que se basan en estimaciones debidas al carácter intrínseco de los activos inmobiliarios que se han descrito con anterioridad y que en un trimestre normalmente es difícil asignar un nuevo valor. Newell y Webb (1996), concluyen en sus trabajos que existe una tendencia al “smoothing” o falta de factores diferenciales e indicativos de una valoración de un activo inmobiliario durante los trimestres que normalmente los fondos suelen estar obligados a realizar. Este “smoothing” y los índices inmobiliarios de algunos países están significativamente correlacionados.

Los métodos de valoración de los activos inmobiliarios de los fondos se basan en lo siguiente:

Método de costes de reposición: Basado en la aproximación de costes (construcción, planificación, impuestos, financieros etc.) similar al método de Q de Tobin (1968), para el cálculo de valor de las acciones de una empresa que se basa en la relación por cociente entre el valor de mercado de la empresa y el coste de reemplazamiento de sus activos. Aquellas empresas cuya Q es mayor que la unidad se sentirán estimuladas a invertir, puesto que el valor de mercado de la nueva inversión excederá a su coste y viceversa, aquellas empresas cuya Q sea inferior a la unidad se sentirán estimuladas a desinvertir. El proceso inversor, o desinversor, se detendrá cuando el valor de Q sea igual a la unidad en todas las empresas de todos los sectores.

De esta forma, para valorar un edificio se tasaría primero el valor de la construcción añadiéndole o restando el beneficio del promotor y sumándole el valor del suelo en zonas comparables. Así, juntando el valor de los diferentes elementos que conforman un inmueble se concibe el valor de éste último.

Este método tiene no obstante algunas dificultades, ya que la valoración de un suelo puede ser en ocasiones ardua tarea de conseguir y segundo, que el valor de mercado de una propiedad puede diferir notablemente de su valor de construcción.

Método de comparación de ventas. El comparativo con transacciones similares y buscando una media aritmética, en algunos casos como estimador. Es un método similar al de “Múltiplos de Comparables de Precio” (Dumrauf, 2004), que utilizan los analistas bursátiles. Dentro de este enfoque existe lo que se llama valoración hedónica, que se basa en atribuir un valor a determinados parámetros que una vez identificados en una propiedad se les atribuye una asignación cuantitativa para cada uno de ellos. Los precios de transacciones recientes de propiedades donde estamos realizando un comparativo o “benchmark” se regresionan linealmente con los valores cuantitativos que hemos atribuido a esa características. Es un análisis de regresión, en el que la variable dependiente son los precios de transacción previos, y las variables independientes son los valores asignados a las diferentes características de los inmuebles. La pendiente de la regresión (coeficientes), en este caso sería la valoración o peso de cada característica dentro del precio de venta. De esta forma, según Dumrauf (2004), el resultado es un valor monetario tipo “benchmarking” asociado al valor de cada característica.

Método de Capitalización de Rentas. Es un método parecido al de Price/Earnings ratio (Schiller, 2003), en el que las rentas por alquileres anuales se descuentan a una rentabilidad de mercado por tipo de inmueble. Es el método más extendido institucionalmente, y si los activos aún no han sido alquilados suele aplicarse el mismo método aumentando la tasa de rentabilidad en un “Premium”, debido a las circunstancias particulares del mercado de alquiler en el que se encuentren los inmuebles y una proyección de rentas esperadas, (de mercado o futuras).

Los resultado históricos de las rentas en una inversión son fáciles de determinar, no obstante la revalorización de un inmueble obliga a realizar valoraciones periódicas de

este. Aunque en este enfoque suele existir cierta inercia en las distintas valorizaciones o tasaciones, que se denomina efecto “smoothing” o de “suavizamiento” y es debido a que en el espacio de tiempo que algunas jurisdicciones obligan a trimestralmente valorar los activos hace que sus tasaciones difieran muy poco en un horizonte temporal tan corto.

El Método de descuento de flujos de caja, junto con el anterior de capitalización de las rentas, forman los métodos más utilizados en inversión institucional. Si el inversor o fondo puede deducir la amortización e intereses de sus flujos de caja de operaciones, entonces el flujo de caja después de impuestos depende de la tasa impositiva o franja en la que se encuentre el inversor. Por supuesto que para que una inversión de capital resulte aceptable el valor actual neto de la inversión debe ser positivo y la tasa interna de rendimiento debe ser superior o igual a la tasa requerida por el inversor o fondo (Williams, 1995).

3.4 La gestión de activos inmobiliarios

La mayoría de las empresas financieras realizan gestión de activos, “asset management”, pero en las empresas financieras-inmobiliarias este apartado es bastante “sui generis”. La habilidad de los responsables de los fondos de inversión inmobiliaria de producir valor a través de una eficiente gestión inmobiliaria, son aspectos claves de la inversión inmobiliaria.

El “asset management” inmobiliario, se diferencia del “facility management” o el “property management”, ya que la simultaneidad de los servicios anteriores es posible.

El “facility management”, o gestor de servicios técnicos se dedica a los aspectos físicos y funcionales de los edificios, ej. Que funcionen los sistemas eléctricos, ascensores, calefacción, monitorización energética, etc. Normalmente estas empresas suelen recibir un bonus sobre resultados en reducción de costes.

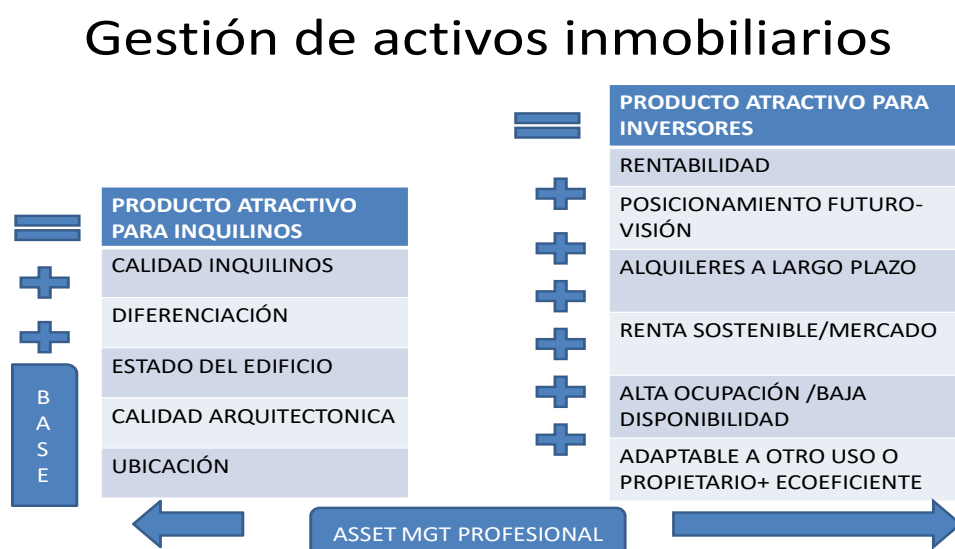
El “property manager”, sería algo parecido a un administrador de fincas, más profesionalizado e internacional que la media, en el sector de la inmobiliaria de empresa y aún más en su vertiente internacional, donde trabajan con un sistema de buenas prácticas estandarizados.

El “property manager” se centra en los aspectos más fiscales y financieros del activo inmobiliario, como las rentas y pagos de servicios, que también monitorizan como recepción, limpieza, “facility management” etc.

En resumen, son los encargados de cuidar a los inquilinos, al contrario del “facility manager” (con quienes, a veces, existe una delgada línea divisoria de actuación), sus honorarios son percibidos bajo una base ocupacional del edificio, es decir, de las rentas obtenidas, y si el edificio está vacío de inquilinos, los honorarios son mínimos o inexistentes y eso no ocurre con los “facility managers” u otros proveedores de servicios a los inmuebles.

Pero el “asset management” es solo una parte de la labor que realizan los fondos o compañías institucionales inmobiliarias. El “asset management” sería la parte inmobiliaria o gestión de los activos inmobiliarios, y el resto sería la gestión de un fondo que hace de sus inmuebles en propiedad, como puede ser similar a la gestión de una entidad financiera con sus activos.

Gráfico 15: Gestión de activos inmobiliarios



Fuente: Elaboración propia

En el gráfico (15) podemos observar parte de los objetivos de un buen “asset management”. Por un lado (hagamos de este caso el ejemplo de un edificio de oficinas), debe de ser un producto atractivo para los inquilinos. Dependiendo de la ubicación, vendrán firmas más prestigiosas que otras, y el edificio tendrá más posibilidades de revaloración y de poder aumentar las rentas. Para ello, también es importante que su arquitectura sea atractiva para las empresas que allí se ubiquen. Prestigiosos arquitectos suelen estampar sus firmas en los edificios más importantes de oficinas en las capitales

internacionales, ya que la imagen de los activos figura siempre en las memorias anuales de dichas entidades y es del agrado de los inversores de los fondos y resto de clientes.

Con respecto a lo que es el buen o mal funcionamiento de un mercado y de la gestión en un fondo inmobiliario se emplean los “benchmarkings” de alfa y beta. Por alfa se entiende la importancia que un gestor ha tenido en la evolución de los resultados de un fondo. El alfa mide la parte de rentabilidad (positiva o negativa), que se debe única y exclusivamente a la labor del gestor y no a la evolución del mercado, mide pues el exceso de rentabilidad ajustada al riesgo generado por el gestor. La beta mide cómo ha variado la rentabilidad del fondo si lo comparamos con la evolución del índice de referencia. La beta nos determina la exposición al mercado que está asumiendo el gestor y el alfa mide lo bueno (o lo malo) que ha sido ese gestor en la selección de las inversiones inmobiliarias que ha incluido en su cartera (Bosak et al., 2007).

Dentro de la gestión de inmuebles se encuentra la gestión sostenible. Muchos son los fondos de inversión inmobiliaria, notablemente los fondos “core”, que realizan una activa gestión medioambiental de sus inmuebles. No es necesario ser exclusivamente un fondo “verde” para acometer gestiones y controles sobre el impacto medioambiental de un edificio tanto en su construcción, como en su posicionamiento urbano y social. La eficiencia energética, la adquisición de equipos técnicos que reduzcan el consumo energético, el uso de energía renovables, los aislamientos térmicos, el control de usos de productos químicos en la limpieza del edificio así como la reutilización de residuos, comportan la posibilidad de acceder a certificaciones medioambientales que en muchos de los casos pueden aumentar el valor de los edificios o de las rentas que estos reciben en un 10%, por lo que además de realizar una buena gestión sostenible se está realizando una buena gestión económica.

Los diferentes servicios que pueda ofrecer un edificio, además de los tradicionales, siempre pueden convertirse en un factor de diferenciación, ej.: edificios eco-eficientes, medidas de seguridad especial, etc. De esta forma con una adecuada comercialización el

edificio, se intentará que este ocupado al 100% con las rentas más altas posibles. Aquí comienza la delgada línea que lo separa de convertirse en un edificio atractivo para otros inversores o fondos, ya que los fondos suelen rotar sus activos cuando han llegado a los niveles de rentabilidad o retornos deseados. En este sentido, la duración de los contratos es algo especialmente apreciado por los inversores, o si el mercado está experimentando subidas de rentas, sería el caso contrario, ya que el hecho de que existan contratos de corta duración puede ser un recorrido al alza en rentas lo que atraiga a un nuevo comprador.

El “asset manager” debe velar por esos dos objetivos, conseguir que los activos atraigan inquilinos y capten la atención de otros inversores.

El objetivo de una buena gestión de carteras de inversiones inmobiliarias es maximizar el valor y los retornos de las inversiones, con un determinado nivel de riesgos.

El nivel de riesgos viene determinado por el perfil de los inversores, y la apetencia de éstos de sacrificar seguridad por mayores beneficios. Un fondo de pensiones o una compañía de seguros que invierta parte de su cartera en fondos inmobiliarios, seguramente invertirá más en aquellos fondos de tipo “core” o de perfil de riesgo bajo, que en fondos oportunistas. Estos suelen realizar promociones inmobiliarias, o acometer proyectos en mercados emergentes, en aras a mayores retornos con un nivel de riesgo más elevado, donde a su vez, la mayoría de sus inversores serán individuos con un perfil más asociado al riesgo, que exigirán negociar sus condiciones de entrada en el fondo personalmente, requiriendo una información sobre cada una de las inversiones más detalladamente.

3.5 Los contratos de asset management

Los puntos principales de los contratos de gestión de un fondo suelen dividirse en dos grandes categorías: aquellas de naturaleza económica, que intentan alinear intereses económicos entre el gestor y el inversor, y aquellos, que establecen límites a la gestión para asegurar que los principios básicos de la estrategia de inversión son seguidos (Bosk et al., 2007).

3.5.1 Honorarios de los gestores de los fondos inmobiliarios de inversión

Normalmente los honorarios de los fondos se basan en lo siguiente:

El administrador de fondos recibe unos honorarios base sobre el 2% o el 3 %, del dinero a invertir/invertido aunque durante los últimos años del estudio estas eran del 1%, debido a la multitud de nuevos operadores en el sector. Además existen honorarios basados en la realización o venta de los activos que van del 15 % al 25% de los beneficios brutos de toda la operativa/ciclo de vida del fondo, todo ello a partir de alcanzar los objetivos de una tasa de retorno obtenida predeterminada y que varía según el mercado, tipo de inmuebles adquiridos, o por adquirir, y otras circunstancias, dicha tasa media se sitúa aproximadamente entre el 10 y el 20%, y que en la jerga del sector internacional se le denomina “hurdle rate o treshold” o umbral de rentabilidad.

Los honorarios de las gestoras son normalmente de tres tipos principales: honorarios de transacción, honorarios por gestión de activos y honorarios de administración de activos.

Los honorarios de transacción incluyen una compensación para el gestor por haber formulado el fondo y su estrategia, (es como un honorario de entrada y estudios

iniciales, que suele estar alrededor del 1%), honorarios de adquisición y venta de activos, (entre 1% y 1,5%), honorarios por cancelación o reintegros anticipados y honorarios por acceder a financiación hipotecaria, en algunos casos (Bosak et al., 2007).

Normalmente los fondos co-invierten con sus clientes, es decir con recursos propios, y el límite de esa inversión puede ir desde el 5% al 25% y el resto es invertido por los clientes del fondo.

La industria financiera inmobiliaria, no obstante, se está moviendo hacia escenarios donde los honorarios de este tipo suelen generar conflictos de intereses con los inversores, (debido a que estos honorarios no van ligados directamente a la rentabilidad de las inversiones), ya que los inversores desean que los “sponsors” o gestores del fondo ganen dinero. Pero una vez que los inversores del fondo o co-participes, hayan ganado su retorno objetivo de la inversión, con lo que pueden existir clausulas, “claw back“ o de devolución de honorarios, si el rendimiento del fondo no es como se les prometió a sus clientes(Wodtike, 2001).

Los honorarios de gestión suelen ser ganados por los gestores por la vigilancia del buen funcionamiento de la empresa, y sus activos en gestión, (alquileres, ventas, etc.), y cubren el concepto de gastos de funcionamiento y salarios de la estructura operativa del fondo. Dichos honorarios se sitúan entre el 0.75% y el 2% del capital, así como los activos del fondo van siendo vendidos, y el capital es repatriado a los inversores. En otras situaciones, los gestores suelen reducir dichos honorarios, así como mayor capital entra en el fondo, dando una clara señal que este tipo de empresas entran con facilidad en economías de escala , las cifras que se suelen cobrar son de alrededor del 1.5% del capital invertido.

Los honorarios de administración inmobiliaria suelen ser cobrados por aquellos gestores que están integrados verticalmente, y administran la gestión de alquileres, (ingresos y gastos), así como los gastos de comunidad de los edificios y la gestión del resto de

empresas que prestan servicios en los edificios como seguridad, limpieza, conserjería, etc.).

Otros gestores subcontratan este servicio a administradores de inmuebles inmobiliarios (“property managers”), y cobran sus costes a los inversores. Los honorarios por este tipo de servicios suelen ir alrededor del 1%-2% de las rentas obtenidas para los “property managers”, o administradores de inmuebles, lo cual es también un estímulo para que los edificios se encuentren alquilados con el mayor número de inquilinos u ocupación, y a las mayores rentas posibles.

Gastos repercutibles

Son aquellos que están fuera de las áreas anteriores, y suelen incluir viajes, asesoría legal, y fiscal, así como servicios de auditoría y tasaciones, (suelen ser a precios de mercado) y pactados inicialmente con los inversores en el fondo.

Incentivos

Una vez se han alcanzado los umbrales de rentabilidad mínima exigida por los inversores, y prometida, o esperada por los gestores, se establece un reparto en el que se premia a la gestora por haber alcanzado unos objetivos extraordinarios. Comienza con un reparto que suele ir al 20% para la gestora y 80% para los inversores de los beneficios extraordinarios, (por encima del anteriormente mencionado “hurdle rate”), a veces, se establece un segundo tramo por si esos beneficios acaban “disparándose” en el que el reparto es más proporcional, pudiendo llegar al 50/50.

3.5.2 Características de un contrato de gestión de activos inmobiliarios, (“asset management”)

A veces los inversores pueden no querer que el fondo sea demasiado grande para que al gestor no se le haga difícil una correcta eficiencia en las adquisiciones de activos. Esto ha sido una de las causas del rápido crecimiento del mercado de fondos inmobiliarios en el último año en Europa. Como las participaciones suelen no ser liquidas, (exceptuando en los fondos cotizados que operan más como una empresa pública o cotizada), los inversores quieren saber que podrán liquidar sus activos en un determinado momento.

Algunos fondos de tamaño grande suelen ser lentos en su toma de decisiones o pueden estar limitados por los estatutos de la creación del fondo.

El nivel de apalancamiento también determina un tanto el riesgo que los inversores quieren alcanzar, ya que estos quieren que el gestor siga la estrategia marcada/acordada, y que los retornos no vengan dados por la manipulación de la cuenta de resultados a través de un alto apalancamiento.

Según Bosak et al. (2007) los aspectos fundamentales de un contrato de gestión de activos inmobiliarios son los siguientes:

Estrategia de inversión

El contrato de gestión establece la estrategia de adquisición y liquidación de activos, los mercados donde invertir, y el tipo de producto, (centros comerciales, oficinas, logística, etc.).

Periodo de compromiso

Cuando los inversores firman el acuerdo con los gestores están obligados a realizar una serie de desembolsos en unos momentos determinados, y poder ir atendiendo a los requerimientos de capital así como surjan posibilidades de inversión, que tiene un par de consecuencias negativas para los inversores: La primera es que deben mantener el capital comprometido y no desembolsado líquido y disponible, que les obliga mantenerlo en inversiones de corto plazo y baja rentabilidad; la segunda es que los honorarios iniciales de gestión pueden exceder las rentas generadas por las inversiones iniciales, comúnmente se le denomina la curva en “J”, donde la rentabilidad del fondo, es en principio, negativa hasta que se han realizado un determinado número de inversiones exitosas.

El contrato de gestión asegura a los inversores en el fondo que su capital será totalmente invertido en un determinado horizonte temporal. Es el llamado periodo de compromiso, y sobre el que pueden existir penalizaciones para la gestora si no se cumplen los objetivos del fondo. Los periodos de compromiso pueden ir aproximadamente de uno a cuatro años.

Exclusividad

Se refiere al nivel de atención que los gestores van a dedicar al fondo recién creado, o sobre el que se basa el acuerdo. Normalmente se espera de los gestores poder invertir todo el capital comprometido previamente a la constitución de un nuevo fondo, o al menos el 70% o el 80% de dicho capital inicial.

Limites a concentración de inversiones

Los inversores en un fondo desean una cartera de inversiones lo más diversificada y rentable posible, de este modo, existen límites previamente acordados sobre la máxima inversión que puede realizarse sobre un solo activo, en un determinado mercado, o sobre un tipo de inmueble, que no sea parte fundamental de la estrategia principal del fondo.

Estos límites, suelen rondar cifras entre un 5% y el 25% del capital comprometido. En muchos fondos está terminantemente prohibido que éstos puedan dedicarse a actividades de promoción inmobiliaria, ya que son las inversiones que conllevan riesgos mayores

Gobierno del Fondo

En el contrato de gestión suele establecerse la creación de un comité de vigilancia compuesto normalmente por 5 o 10 de los mayores inversores del fondo, y al que reportan los gestores sobre grandes transacciones, estrategia, y rendimiento del mismo.

El comité de vigilancia tiene derechos de voto sobre cualquier desviación que consideren oportunas sobre las líneas generales del contrato de inversión. El fondo mantiene con el comité de vigilancia reuniones periódicas, así como, la publicación y entrega de reportes trimestrales, y anuales, sobre el comportamiento económico de las inversiones del fondo. Además, se cuenta con un comité de inversión a nivel más táctico u operativo, que aprueba o rechaza inicialmente, las inversiones que le han sido propuestas al fondo a través de los agentes inmobiliarios internacionales, que suele ser la línea de conducto de oportunidades inmobiliarias hacia los mercados de capitales.

Cuando una transacción es realizada directamente por un propietario de un inmueble hacia el fondo o viceversa, sin tener protagonismo un agente inmobiliario internacional

que haga de intermediario, suele denominarse operación fuera de mercado u “off market”.

Finalmente existen en los contratos numerosas salvaguardas que pueden dar pie a deponer a los gestores del fondo, y el cese de futuros compromisos de capital si se han violado aspectos fundamentales del contrato, o inquirido en fraude, aunque es un caso que no suele darse.

Los inversores suelen mantener una estrecha relación de co-dirección del fondo, y los gestores un fuerte interés en que sus inversores vuelvan a invertir con ellos en sucesivos fondos y proyectos de inversión.

3.5.3 Producción de valor en la cadena de la gestión de los fondos inmobiliarios. Conseguir capital a través de inversores (“equity raising or funding”).

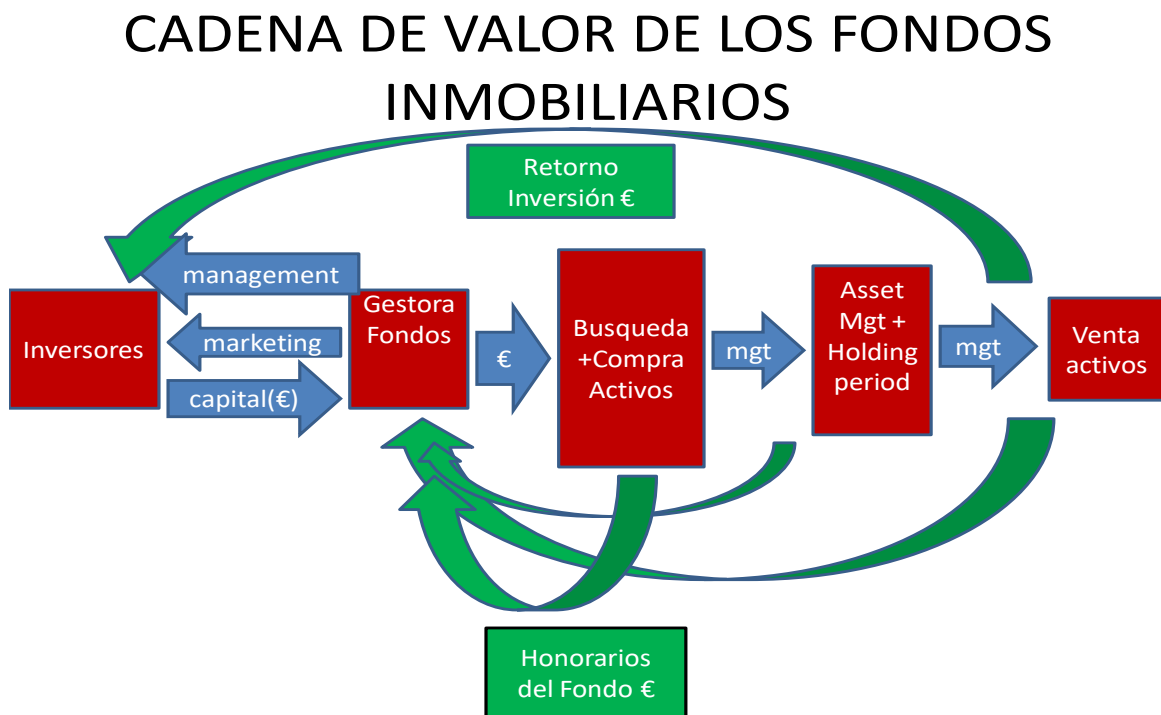
En primer lugar, y nos encontramos con el dilema de “el huevo o la gallina” para los fondos de nueva creación. Aquí el equipo humano gestor con un buen currículum, de experiencia anterior en los diferentes mercados, o en otros fondos, será la garantía para los inversores.

El hecho de tener algunas inversiones significativas apalabradas sujeto a la obtención de capitales, no solo ofrece al inversor las garantías que la experiencia del equipo gestor supone, sino la posibilidad de que el fondo comience sus actividades inmediatamente una vez realizada la captación de capital. Para aquellos fondos ya posicionados en su mercado, no representará más que seguir con la trayectoria habitual (captación de capital –realizar adquisiciones-gestión de los activos) (Wodtike, 2001).

Los fondos suelen cobrar comisiones de apertura en muchos de estos casos. La posibilidad de captar capital en las condiciones más ventajosas para el fondo es un

eslabón importante de la cadena, que en el modelo de Porter (1985), sería comparable con el poder de negociación con los proveedores.

Gráfico 16: Cadena de Valor de los FFII



Fuente: Elaboración propia. (Mgt= abreviatura de “management”, gestión/administración).

En el gráfico (16) podemos observar la cadena de valor de un fondo de inversiones inmobiliario cuyas actividades consisten básicamente en:

Practicar un marketing institucional conforme a la institución financiera para poder captar inversores en las mejores condiciones posibles. A veces ese marketing debe ser muy personalizado cuando se trata de fondos no cotizados, la confianza en los gestores sobre la futura gestión del proyecto es esencial. Por otro lado el dinero captado debe invertirse en activos suficientemente rentables de acuerdo con las expectativas de retornos que deben dar a sus clientes. Una vez comprados esos activos hay que realizar

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

algunas gestiones para añadirles valor, o bien que los mercados transcurrido cierto tiempo hayan mejorado o producido mejoras en el activo, como por ejemplo, una bajada de tipos de interés.

Durante todo el proceso, se emanan diferentes honorarios que pueden o no cobrarse por adelantado por parte del fondo, o en el momento de realizar los activos, es decir venderlos en mercado abierto y reintegrar la inversión inicial y los beneficios a las partes implicadas en el proceso de los repartos.

Tabla 3: Actividades que añaden valor en los fondos inmobiliarios

Actividades	Captación Capital	Compras Inmuebles	Procesos	Asset Mgt	Ventas	Información Asesoría
Términos y precios	Negociación Honorarios	Honorarios	Due Diligence	Honorarios	Honorarios	Interno
Marketing	Road shows	Networking	Publicidad		Publicidad	
Producción Entregas						Estudios Mercado
Control y Monitorización	Por Institución Bancaria	A través de consultores	Auditorias		A través de Consultores	Reporting
Inversión		Comité Inversión	Distintos Niveles		Comité de Inversión	Reporting

Fuente: Elaboración propia

Sobre la tabla (3): la captación de capital es la base del trabajo de estos fondos cuyos gestores suelen coinvertir entre un 5% a un 20% de recursos financieros propios para alinear los intereses del equipo gestor con los inversores en el fondo. Una vez el fondo dispone del capital para realizar adquisiciones se comienza el proceso de compra de propiedades de acuerdo con el perfil inversor y de riesgo. Se realiza un estudio exhaustivo tanto técnico como legal de los activos a adquirir (due diligence). De cada activo adquirido normalmente se cobran honorarios. De la gestión de los activos se cobran honorarios y de la gestión del capital (suelen ser la mitad que los anteriores para garantizar que no ocurran compras imprudentes). Una vez el activo ha dado los rendimientos pretendidos suelen “realizarse” que es el proceso de venta normalmente entre 5 y 7 años.

3.5.4 Políticas de apalancamiento financiero y gestión de la deuda

Al igual que muchos activos financieros los inmuebles son valorados entre otros aspectos como el valor actual neto de los futuros flujos de caja emanados por las rentas de los inmuebles, o de la venta de estos al final del “holding period”, o tiempo de mantener la propiedad de estos hasta su venta (Vos, 1996).

Formula 4: Valor actual

$$V_{i0} = \sum_{t=1}^{Ti} \frac{CF_{it}}{(1+r_i)^t}$$

Fuente: Geltner and Miller (2001)

Donde V_{i0} es el valor actual, ($t=0$), de los futuros flujos de caja descontados a la tasa de descuento r_i sobre un total de T_i periodos de tiempo en el futuro.

La proyección de futuros flujos de caja proporciona, descontándolos a una tasa ajustada al riesgo de los retornos, la rentabilidad bruta o neta de la inversión, (individual o de una cartera), y que depende del cambio de valor en un horizonte temporal, de dicha cartera o inmueble, que representa el sumatorio de la media ponderada de las rentabilidades de los diferentes inmuebles que componen una cartera.

Formula 5: Rentabilidad

$$r_{i1} = \frac{CF_{i1} + V_{i1} - V_{i0}}{V_{i0}}$$

Fuente: Geltner and Miller (2001)

Donde el retorno esperado r_{i1} sobre el siguiente periodo en cualquier activo financiero, donde los valores futuros son valores esperados.

El retorno esperado sobre una cartera de inversiones inmobiliarias o financieras vendría dado por los cambios de valor del portfolio en el tiempo, y representaría el valor ponderado de los retornos de los activos individualmente.

Formula 6: Valor de una cartera

$$r_p = \sum_{i=1}^t w_{i0} r_{i0}$$

Fuente: Geltner and Miller (2001)

Dónde w_{i0} representa el valor ponderado del activo en la cartera.

Cuando se trata de valorar la preferencia por parte de los inversores sobre el riesgo que entran los diferentes fondos en los que invertir su capital puede, aunque no son tan comunes como en las carteras de acciones corporativas, evaluarse la actuación de un activo individual o una cesta de éstos por su desviación estándar.

Si el gestor de la cartera puede realizar obligaciones financieras contra el valor de la cartera, más activos pueden adquirirse con el mismo capital o el valor neto de la cartera, cuando es el caso se dice que una cartera está apalancada financieramente.

Existen muchos clientes de fondos inmobiliarios que su perfil de riesgo o la normativa, (estatal o interna), les impide involucrarse hasta cierto nivel en transacciones apalancadas, como por ejemplo, los fondos de pensiones o algunas compañías de seguros. Particularmente importante en este aspecto es el incremento de riesgos asociados al apalancamiento de cada activo inmobiliario, o a su conjunto, ya que estos dependen del nivel de rentas u ocupación que puedan alcanzar. Por ejemplo: Si un centro comercial comienza a tener menos inquilinos debido a una bajada en el consumo por parte de los ciudadanos a causa de una crisis económica, entonces el coste del servicio de la deuda puede ahogar la tesorería de la propiedad, y subir el nivel del riesgo, ya que la propiedad puede encontrarse fácilmente sin tesorería para cubrir los pagos de la deuda hipotecaria.

Muchos fondos emiten obligaciones financieras fijas o variables que hacen al poseedor de éstas, no solo inversor en el fondo sino acreedores de estos, y en caso de una bajada en la confianza de los inversores u ahorradores sobre la operativa del fondo, o en el mercado inmobiliario pueden provocar retiradas masivas de capital de los fondos. Forzar a éstos últimos, a pedir ayuda a los gobiernos, solicitando la prohibición de reintegros como pasó durante el año 2005, con los Fondos Alemanes Abiertos, a raíz de

diversos escándalos de corrupción y sobrevaloraciones. Los fondos alemanes abiertos al ser vehículos de inversión y de ahorro muy populares en Alemania emiten obligaciones contra una serie de activos que mantienen en su gestión. Su buena administración de la cartera radica en mantener un equilibrio entre obligaciones a corto, (con sus inversores), e inversiones a largo, (en sus inmuebles), por lo que una retirada masiva de capital de estos fondos suele obligar a solicitar el permiso de las autoridades para la cancelación temporal de sus reintegros bajo riesgo de quiebra.

El riesgo de no tener la facultad de tesorería de los fondos inmobiliarios para poder atender una retirada masiva de sus inversiones es muy importante, por lo que muchos de ellos son fuertemente regulados a nivel privado y estatal. Las soluciones para la gestión de carteras en aquellos instrumentos financieros regulados se denominan, “carteras restringidas”, (“constrained portfolios”). Cada cartera restringida representará pues, una combinación de riesgos y retornos menores posibles cuando activos y obligaciones ponderadas están incluidos en la cartera total de la gestora. Si un fondo debe vender activos para poder atender las demandas de reintegro de sus partícipes y no dispone de la capacidad inmediata de hacerlo, ya que un inmueble puede tardar unos 3 - 6 meses en venderse entre negociaciones y procesos de “due diligence”. Además el hecho de conocerse las retiradas masivas de sus partícipes al ser públicas en muchos de los fondos por Ley, hace que el mercado los identifique como vendedores “desesperados”, y que los precios de oferta sobre sus activos bajen notablemente, lo que no hace más que empeorar la tesorería de los fondos, en una espiral a la baja (Mac Conell and Servaes, 1995).

En diciembre 2005 y enero 2006 una serie de escándalos por corrupción en los que algunos gestores de fondos abiertos alemanes habían convenido las valoraciones inmobiliarias de sus inmuebles con los diferentes consultores encargados de su valoración, produjo un efecto de pánico en la sociedad alemana, por aquel entonces sumida en una profunda crisis, y los ahorradores/inversores en esos fondos quisieron liquidar sus participaciones. El Gobierno Alemán optó por cancelar las posibilidades de

liquidar las participaciones sobre dichos fondos hasta que las aguas retornasen a su cauce (Suarez, 2005).

Kohen y Santomero (1980), examinaron los requerimientos de capital en instrumentos financieros cuando limitan la capacidad de apalancamiento. Su análisis sugiere que los fondos (en este caso), asumen más riesgo con restricciones a su disponibilidad de capital que en ausencia de éstas, ya que su frontera de eficiencia se inclina y se hace más plana.

Las diferentes políticas de estructura de capital en un fondo inmobiliario, incluyendo el ratio de apalancamiento o la proporción de deuda/valor del activo, tienen un punto de partida en las teorías de Franco Modigliani y Merton Miller (1958), sobre el Teorema M-M de irrelevancia de la estructura de capital. Su argumento inicial radica en la asunción que en ausencia de impuestos, costes de reorganización o quiebra, y de información disponible a los inversores, cualquier valor derivado de cambios en la composición de las rentas devengadas a los inversores como retornos a su inversión, es capturada por el arbitraje. De tal forma, si un fondo sin apalancamiento es cotizado a precios de mercado, (sus participaciones), los arbitradores pueden adquirir derechos sobre deuda y activos en empresas apalancadas en el mismo sector, creando derechos financieros que son equivalentes en el intercambio de riesgo-beneficios, a los derechos sobre los fondos/empresas no apalancados.

Alternativamente, si fondos apalancados son más valiosos en un determinado mercado debido a los mayores retornos, los arbitradores pueden comprar derechos o participaciones sobre fondos no apalancados creando el mismo escenario de riesgos-beneficios. El teorema se sintetiza en que la estructura financiera del fondo, (deuda-capital), no puede producir valor para los inversores en un mercado eficiente y por tanto el apalancamiento no produce beneficios. En un segundo estudio Modigliani y Miller (1973), modificaron su teoría reconociendo que asumiendo la existencia de impuestos,

el efecto de las deducciones fiscales por pago de intereses sobre la deuda convertía el apalancamiento en un aspecto positivo. No obstante, no desaparece un nivel de riesgo mayor en cuanto el nivel de deuda con respecto a los ingresos va creciendo. De este modo, los gestores de muchos fondos pueden intentar conseguir el máximo nivel de riesgo permitido dentro de unos parámetros preestablecidos para alcanzar mayores retornos y conseguir aumentar también sus honorarios por la gestión de las inversiones. Normalmente los gestores tienen la posibilidad de "bonus" cuantiosos cuando se ha cruzado un umbral de rendimientos objetivos previamente determinado ("hurdle rate").

Baum (2012) analizó el rendimiento de diferentes tipos de fondos inmobiliarios según su nivel de riesgos (beta) y de la gestión de sus directivos (alpha). Los gestores de un fondo pueden optimizar su gestión (alpha) a través de una buena gestión de los inmuebles, comprando y vendiendo propiedades a buenos precios, reconocer un valor latente que no se indica en las valoraciones, ejecutar transacciones complejas, etc.

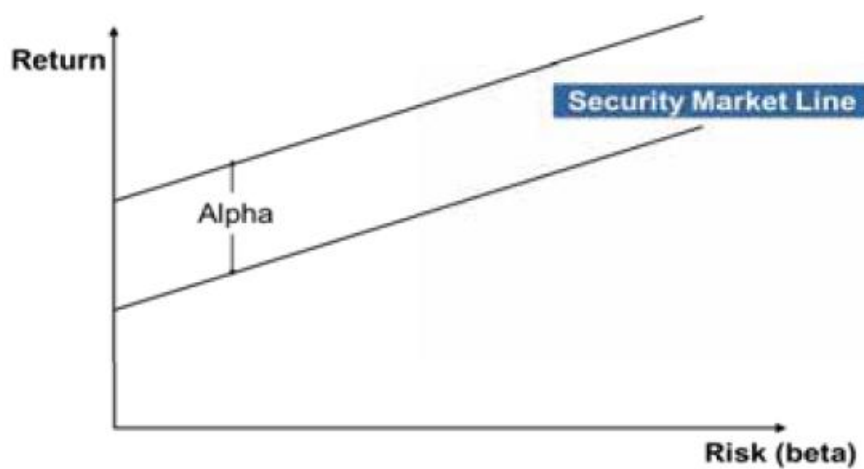
El beta del fondo suele venir dado por el nivel de deuda utilizado, por dirigirse a mercados geográficos con mayor riesgo (mercados emergentes), o subsectores con mayor riesgo (industrial frente a oficinas "prime").

El trabajo de Baum (2012) utiliza dos modelos de regresión lineal para analizar el impacto de los rendimientos de mercado y del nivel de deuda sobre los retornos de la inversión en diferentes fondos de tipología "core", "value-added" y "opportunistic".

Cuando en el análisis se incluye el nivel de deuda en un modelo de dos betas, el nivel que sobrepasa o está por debajo de los retornos del mercado resulta ser poco significativo estadísticamente, lo que sugiere que de media los gestores de los fondos ni añaden ni destruyen valor pero si lo puede hacer el uso de deuda excesivo en sus carteras, contrariamente a lo que indicó Modigliani (1958) que afirmaba que el uso de deuda era irrelevante en los resultados de las inversiones aunque el estudio de Modigliani se basaba en mercados de capitales perfectos y el inmobiliario no lo es.

Muchos gestores reciben bonus por los rendimientos conseguidos en sus fondos. Es muy importante para los inversores del fondo delimitar si el bonus es pagado por retornos generados a través del riesgo (ej.: un excesivo apalancamiento) o por sus habilidades directivas (Fung and Hsieh, 2003).

Gráfico 17: Alpha y Beta en niveles de riesgo y rendimiento



Fuente: Baum 2012

En el gráfico (17) se muestra el rendimiento (alpha) por encima del mercado, delimitado por la línea “Security market line” dado un mismo nivel de riesgo asociado.

Los fondos inmobiliarios de carácter público, suelen estar monitorizados por las autoridades financieras en cuanto al cumplimiento de requerimientos mínimos sobre su estructura de capital y deuda.

En mercados completamente eficientes la gestión del riesgo en las carteras de inversión por parte de las gestoras, debería no poder producir valor. Black (1972), argumentó que

en un mercado eficiente, los precios de los activos y de las obligaciones financieras, (en este caso deuda), reflejarían intrínsecamente el ajuste de riesgos-precio. El mercado inmobiliario no es precisamente un mercado eficiente, pero la importancia del análisis de Black es que fuerza a los gestores de fondos a tomar las correctas decisiones identificando que ineficiencias del mercado producen el valor necesario para sentar las bases de sus estrategias.

El análisis de mercados eficientes es la base de un potencial análisis comparativo, “benchmark”, sobre el que aumentar valor a través de una correcta gestión y estrategia inversora. Así mismo Black (1972) contribuyó con sus argumentos acerca las diferentes posturas de las teorías monetaristas y fiscales como contenedores de la “explosión de posibles “burbujas” de precios de los activos.

3.6. Factores que han favorecido el rápido crecimiento de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales.

3.6.1 Las desregularización financiera, la titulación y los nuevos productos financieros. El aumento del riesgo real

El cambio tecnológico ha reducido considerablemente el coste de comunicación y computación, así como los de adquirir, procesar y almacenar información. Dentro de este cambio cabe resaltar la investigación académica y el desarrollo comercial. Técnicas como la optimización de carteras, ingeniería financiera, titulación, y estadísticas de análisis de riesgos son ampliamente utilizados en nuestros días.

La desregularización financiera internacional en la mayoría de países desarrollados ha anulado las barreras artificiales que obstaculizaban la libre competencia entre productos, instituciones, mercados y jurisdicciones. La estandarización de los términos contractuales ha ayudado a que paquetes de contratos de préstamos pudieran ser paqueteados y vendidos a inversores pasivos que no tienen la capacidad de originar esos préstamos; asimismo los flujos de cajas de esos préstamos pueden dividirse en partes o tramos con diferentes niveles de riesgo, plazo, liquidez para ser atractivos a diferentes tipologías de clientela.

La integración financiera global ha favorecido la creación de nuevas instituciones en los mercados financieros como firmas de capital riesgo, fondos privados y cotizados, fondos de fondos, etc. así como instituciones internacionales que regulan o mentorizan sus funcionamientos. El sector financiero se ha hecho más grande, complejo, sofisticado, y profundo. Esa mayor participación del sector en nuestra sociedad ha hecho que el riesgo fuera extendido a lo largo de todos los eslabones de nuestras economías. Ha habido un proceso de desintermediación bancaria donde las empresas e

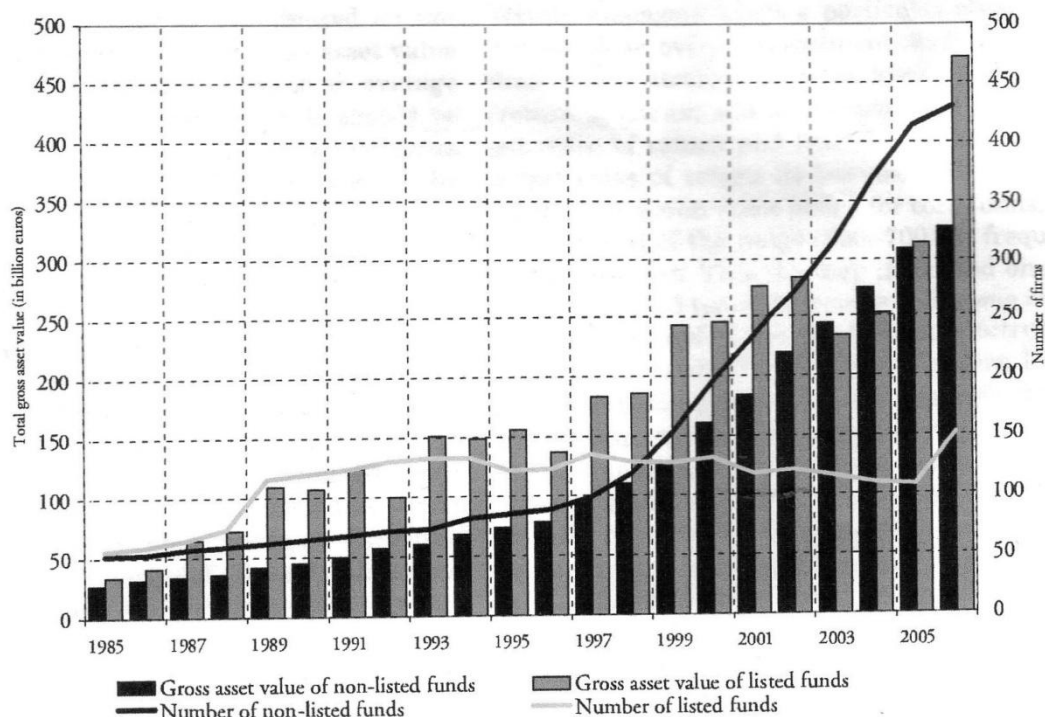
individuos han podido invertir en productos/empresas financieras sin tener que acudir a los bancos (Lieser and Groh, 2011).

La expansión de una enorme variedad de intermediarios y nuevos productos financieros ha favorecido la reducción de los costes de inversión, ha facilitado el acceso al capital, y permitido un mejor reparto del riesgo. Pero dicho reparto del riesgo que ayuda al sistema a diversificar entre pequeños shocks potenciales, al mismo tiempo lo expone a grandes shocks sistémicos (Taleb, 2007).

Pero ese reparto o transferencia del riesgo no ha eliminado los riesgos bancarios. En principio, los bancos suelen otorgar créditos que pueden controlar, al existir la posibilidad de que ciertos riesgos puedan ser estandarizados; el banco tiende a deshacerse de esos riesgos más comunes y quedarse con aquellos más complicados y que por su experiencia en el mercado local, conocimiento del cliente u otras razones, tiende a guardar en sus balances. Son préstamos hechos a medida y de difícil venta posteriormente en un mercado secundario, que acaban convirtiéndose en la peligrosa punta de un iceberg. (Rajan 2005 y Hyang, 2008)

Si la volatilidad ha ido mermando en los últimos años en los países desarrollados, en parte debido al aumento de la flexibilidad de las economías, al aumento de las transacciones internacionales y domésticas, o como resultado de mejores políticas, mejor tecnología y mejores mercados financieros. No faltan riesgos, especialmente aquellos que son “tail risks” para los mercados. La ausencia de volatilidad no quita la existencia de riesgo cuando el riesgo es un riesgo de “tail risk” (Taleb, 2007).

Gráfico 18: Histórico del incremento de los fondos en Europa 1995-2005



Fuente: Brounen 2006

En el gráfico (18) el valor bruto de los activos de los fondos privados sufre menos vaivenes bursátiles que los fondos que cotizan. No obstante, la inclusión en muchos países de la normativa de fondos REIT's emulando su éxito en EEUU, ha hecho que dichas empresas a la larga fueran las que aumentaron menos en número, (por las dificultades que entraña cotizar en mercados públicos), pero que a su vez fueran quienes más activos disponían en sus carteras de inversión.

Cuando se compara el crecimiento de los fondos públicos y no públicos europeos se observa un crecimiento del valor de sus activos significativo, pero asimismo denota el efecto del alto crecimiento de la titulación en el sector inmobiliario en los últimos años. Ejemplo: el valor de los activos subyacentes, de los fondos cotizados en mercados secundarios ha sido multiplicado aproximadamente por 7, mientras que el mismo valor

en los fondos no cotizados se multiplica por 12, habiendo el número de estos fondos crecido de 46 a 610 en el período de 1985 a 2006. El período de actividad de un fondo o empresa cotizada puede ser ilimitado, mientras que los fondos no cotizados suelen ser de tipo cerrado, y tienen un período de actividad de unos 7-10 años, que es cuando se realizan los activos procediendo a su venta y disolución del vehículo. La mayoría de estos fondos son dirigidos por directivos británicos, a pesar de que el mayor valor agregado tiene su origen en Alemania.

El 80% de los fondos invierte solo en Europa, mientras que el resto mantienen una estrategia global aunque con un mayor componente europeo (INREV, 2006).

La información sobre el rendimiento de los fondos no cotizados es bastante limitada en Europa. El organismo IPD, (Investment Property Databank), ha producido en los últimos años el índice PPFÍ, (Pooled Property Fund Index), para medir el comportamiento de 60 fondos globales no cotizados sobre un esquema trimestral. Los activos subyacentes de todos los fondos así como la composición de sus activos son también medidos por el IPD con información histórica desde 1989. Los rendimientos son medidos a un nivel agregado, así como al individual de cada fondo, permitiendo así a los inversores realizar comparaciones entre ellos.

En 2004, la asociación de fondos no cotizados europea INREV, (Investors in non listed Real Estate Vehicles), encargó al IPD componer un índice de carácter europeo, el INREV índice, que recopila los rendimientos y los valores actuales netos de los activos subyacentes de 144 fondos de inversión internacionales inmobiliarios. La información de este índice es proporcionada por los gestores de los fondos y sus cuentas anualmente auditadas. El problema radica en que el reporte de estos fondos tiene matices, dependiendo de los países en donde operan por marcos legislativos y fiscales diferentes,

y dicho problema, aún se acentúa más, si los criterios de valoración de los inmuebles no se rigen por los mismos códigos internacionales.

La creación de los sistemas de contabilidad internacionales como el IFRS, (“International Financial Reporting Standards”), que a pesar de que en 2006 aún no aplicaban a los fondos no cotizados, sí que ha contribuido a que muchos de estos fondos migrasen sus informes anuales hacia dichos “modus operandi”.

Se espera que a largo plazo los principios generales contables de cada país y los del IFRS, junto con los sistemas de valoraciones inmobiliarias internacionales, basados en los criterios del Royal Institution of Chartered Surveyors, (la asociación de expertos inmobiliarios británica), converjan hacia un universo en el que será más fácil comprender el rendimiento de los fondos, sin tener en cuenta el mercado en el que operen.

En estos momentos, en Europa la negociación o arbitraje entre fondos no cotizados es muy limitada. El INREV, ha publicado un estudio sobre las mejores prácticas y recomendaciones a este respecto, en el que demarcan los roles desde la gestora de fondos como el de aquel inversor que quiera deshacer sus posiciones en el fondo, y la información estandarizada, así como toda la documentación legal que no obstruya por acuerdos de confidencialidad, las posibilidades de transaccionar las posiciones en un fondo no cotizado, en un hipotético futuro mercado secundario.

En general, los fondos cotizados tienden a ofrecer dentro de un mismo nivel de riesgo rendimientos escasamente mayores que los fondos no cotizados, no obstante, se observa que suelen tener una mayor volatilidad al ir acompañados de los sentimientos de pánico propios de los mercados de valores Baum (2012). El dilema es elegir entre volatilidad o liquidez, ya que a largo plazo entre fondos no cotizados y cotizados suelen observarse altos niveles de correlación. Las diferencias como se ha explicado con anterioridad son más acentuadas en el corto plazo.

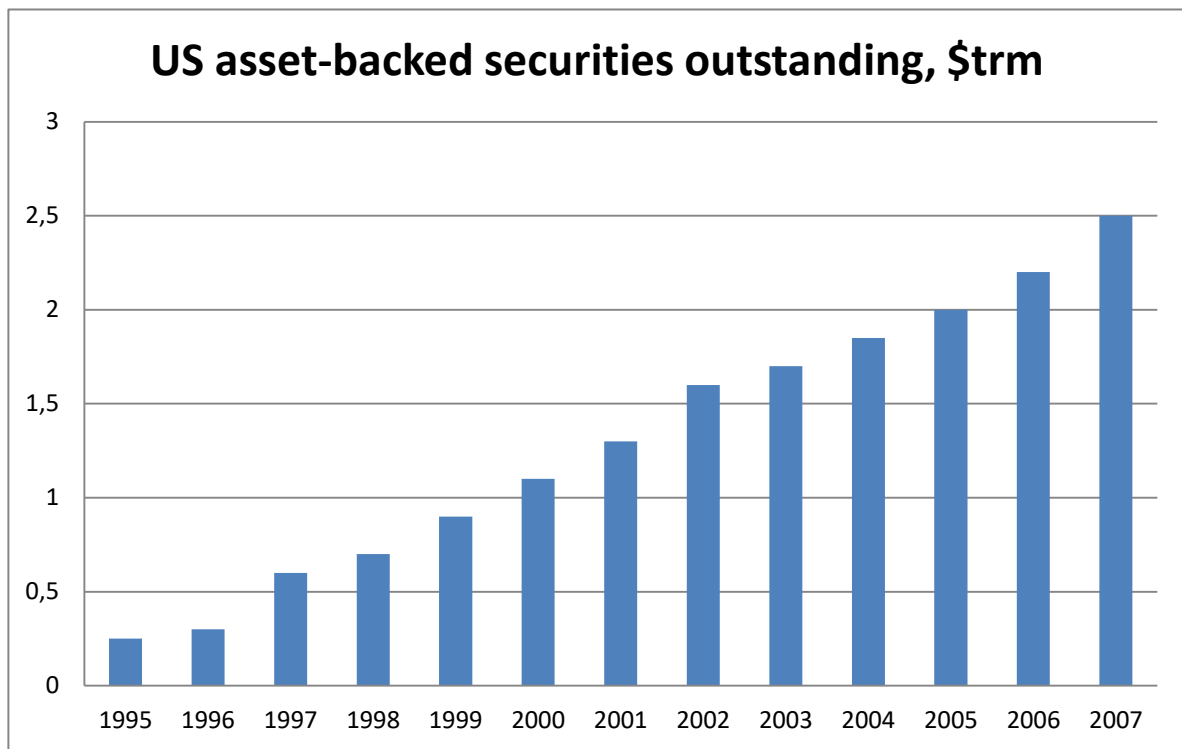
La Titulación

La historia de los MBS, (“Mortgage Backed Securities”, bonos con garantía hipotecaria), y CMBS, (Commercial Mortgage Backed Securities, bonos con garantía hipotecaria terciaria), se inicia en la quiebra de la mayoría de las instituciones de crédito norteamericanas a finales de los años 80.

El estado americano tuvo que aglutinar cantidades ingentes de inmuebles en un “banco malo” y decidió “titulizar” dichos activos en 1991 para poderles dar una liquidez necesaria en un momento en el que el sector inmobiliario era uno de los que mayormente estaban sufriendo la recesión de ese momento.

En julio de 1993, el organismo encargado de titular los activos bancarios que había intervenido la Reserva Federal, la Resolution Trust Corporation, había conseguido titular, y vender activos por valor de 14.000M\$. Siempre existía uno o varios activos inmobiliarios subyacente en dichas titulaciones lo cual fue atractivo para los inversores que compraron títulos en esos momentos, las estimaciones fueron que se compraron valores por 10 Centavos de Dólar USD (Vink and Thibault, 2008).

Gráfico 19: Crecimiento de MBS en EEUU



Fuente: IPE Real Estate (2008)

Sobre el gráfico (19) una de las grandes razones del boom inmobiliario en todos los sectores y prácticamente en la mayoría de países, ha sido el vertiginoso desarrollo de dichos mercados de titulación, (aunque su posterior sofisticación, falta de control o regulación, y posterior caída sumió en 2007 a la economía mundial en la peor crisis desde 1930).

La titulación, tanto de carteras de activos inmobiliarios como de las hipotecas de éstos, ha dado lugar a una dinamización de los mercados financieros e inmobiliarios sin precedentes. Los acuerdos de Basilea II para regular el sector bancario internacional, exigen unos estándares internacionales mínimos de coeficientes de caja para regular las potenciales contingencias a las que pudieran enfrentarse los bancos. De esta forma, a

través de la titulación, los bancos podían trasladar activos fuera de sus balances y continuar prestando. Otras entidades más interesadas en flujos de caja futuros eran sus principales clientes, (compañías aseguradoras y fondos de pensiones).

Definitivamente existía una necesidad real de ese dinamismo. La posibilidad de la existencia de un mercado de bonos en el sector inmobiliario ofrecía a los inversores un nuevo producto, con un activo inmobiliario subyacente. Se necesitaba un mercado secundario que dotase liquidez en el mercado hipotecario, y la desintermediación de bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones del mercado de deuda inmobiliaria, dotando a dicho mercado de una mayor y eficiente fuente de recursos financieros. Para que toda la ecuación encajase se precisaba una eficiente valoración de las agencias de rating, (que posteriormente se ha visto que no solo era ineficiente, sino que a su vez engendraban un conflicto grave de intereses cruzados entre las agencias de rating y las empresas emisoras de los nuevos activos), que se expandiera el universo de potenciales inversores, (tal y como ocurrió), y fuera viable un mercado público de estos nuevos activos. Esto ha permitido nuevos efectos sobre las estructuras de capital en las empresas inmobiliarias aumentando su disposición de fondos, de apalancamiento, y de una colateralización cruzada, a la vez que se perdía cierta flexibilidad futura, obviamente, fruto de tantas articulaciones.

El mercado de títulos hipotecarios no residenciales o CMBS, Commercial Mortgage Back Securities ha crecido durante el periodo de estudio abismalmente, ofreciendo de este modo, una alternativa muy competitiva a los tradicionales préstamos bancarios. La emisión de títulos inmobiliarios de este tipo creció desde un modesto US\$10bn en 1995 a un volumen acumulado en 2005 de US\$ 238 bn, (fuente JLL marzo 2006).

Gracias a ello, los bancos han podido vender sus deudas hipotecarias en dichos mercados secundarios, liberando de cargas sus balances y pudiendo seguir la mecánica financiera, que ha dotado al sistema de una extrema flexibilidad crediticia, aunque de

cuyos excesos se pague después con la moneda de la escasez crediticia para el conjunto de la sociedad.

Los límites de endeudamiento de las inversiones financieras dependen solo de su capacidad para redistribuir sus créditos a otras entidades y van perdiendo el interés en evaluar con la suficiente firmeza sus créditos otorgados. Este desarrollo, desconocido hasta entonces, del mercado secundario del crédito ha reducido los costes de transacción y distribuido el riesgo entre muchos más actores, facilitando el acceso a la adquisición de inmuebles a un mayor número de empresas y hogares (Vink and Thibault, 2008).

Pero esa misma distribución del riesgo hace que cuando la crisis estalla, la expansión de la misma resulta ser instantánea. Nos encontramos ante un sistema financiero frágil donde el elevado apalancamiento de las empresas financieras, (bancos y no bancos), con elevado capital extranjero y una desordenada desregularización del sector financiero, genera que en periodos de relativa estabilidad económica hagan cada vez más frágil al sistema. Dicha debilidad intrínseca hace que se evalúen muchos proyectos de inversión basados en un “trackrecord” o historial de solvencia de los prestatarios y no del proyecto de inversión en sí mismo. Al existir una baja morosidad en épocas de expansión acaba en un exceso de confianza de los prestamistas, y de concentración del riesgo en determinados sectores.

Esto nos lleva a la hipótesis del “Acelerador Financiero “desarrollado por Bernake, Gertler y Gilchrist (1994), según cual cuanto mayor sea el valor de una empresa, mayor capacidad de autofinanciación tendrá. Por tanto, menores son sus costes financieros relativos, con lo que la tasa requerida de descuento para sus inversiones se reducirá, invirtiendo en proyectos con mayor riesgo.

Ello tiene un efecto acelerador/desacelerador sobre la inversión y sobre los ciclos económicos. Dicho efecto tiene un impacto mayor cuanto más apalancada financieramente está una empresa; así una elevación de los precios de los activos de las empresas debido a una burbuja inmobiliaria, o por una reducción de los tipos de interés

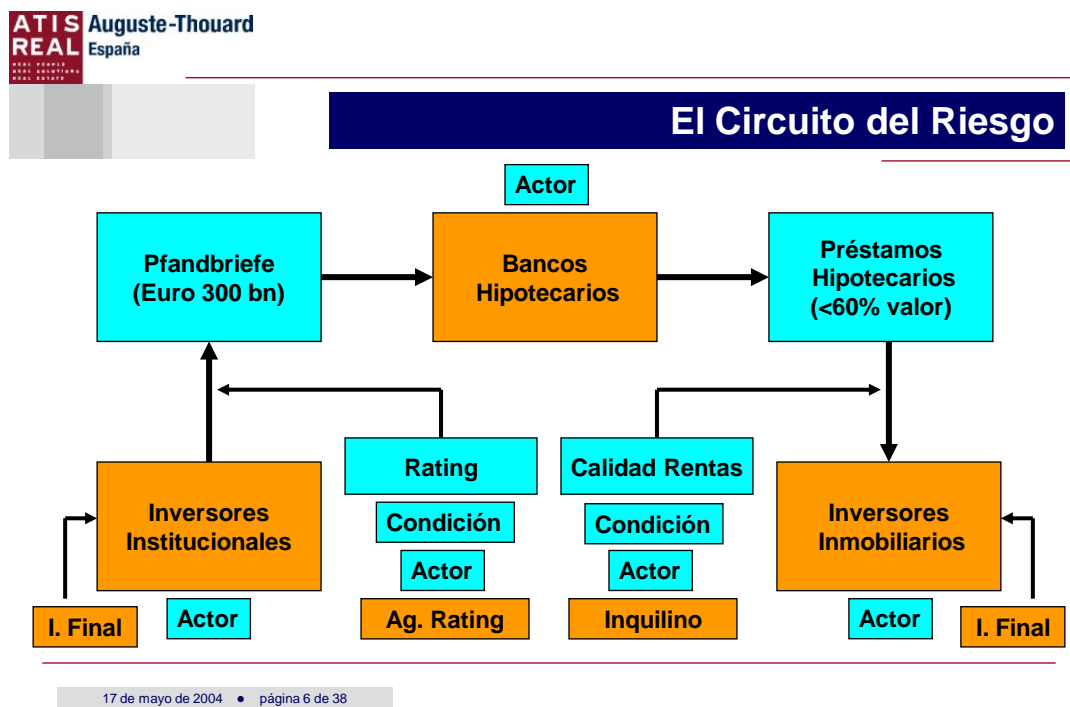
permitirá acometer nuevas inversiones, y el efecto contrario obtendría unos resultados inversos.

La globalización acentúa además el contagio informativo y el “efecto rebaño”, que a su vez aumenta la volatilidad, desestabiliza los mercados e incrementa la fragilidad del sistema financiero. Esto provoca una mala evaluación de los riesgos que en teoría deberían sustentarse en mayores fundamentos económicos y pruebas de stress, y no en la perspectiva de una continua elevación de los precios de los activos inmobiliarios como fue en el periodo de estudio en nuestro país.

El boom inmobiliario que se desarrolló en este período en nuestro país así como en otros países, vino financiado por el exterior. En España se juntaron su baja tasa de ahorro con un exceso de ahorro en el resto del mundo, especialmente en aquellos países altamente exportadores tanto de materias primas, como productos manufacturados, (Alemania, Rusia, China, India, etc.). Donde incluso ajustándose a la inflación, el crecimiento de la oferta monetaria era en esos países superior al crecimiento de sus economías, siendo los mercados de capitales los receptores de ese exceso de liquidez.

A su vez la política monetaria expansiva de los EEUU, y su efecto contagio a otras economías, negaba la existencia de una burbuja en los EEUU, y de la eficacia de la política monetaria como arma para ralentizar el crecimiento de dicha burbuja. En palabras de Bernake (2004) las burbujas solo pueden limitarse a través de tales incrementos en los tipos de interés que paralizarían toda la economía.

Gráfico 20: El circuito del Riesgo dentro de la titulación de activos inmobiliarios



Fuente: Jorge Zanoletty, 2004

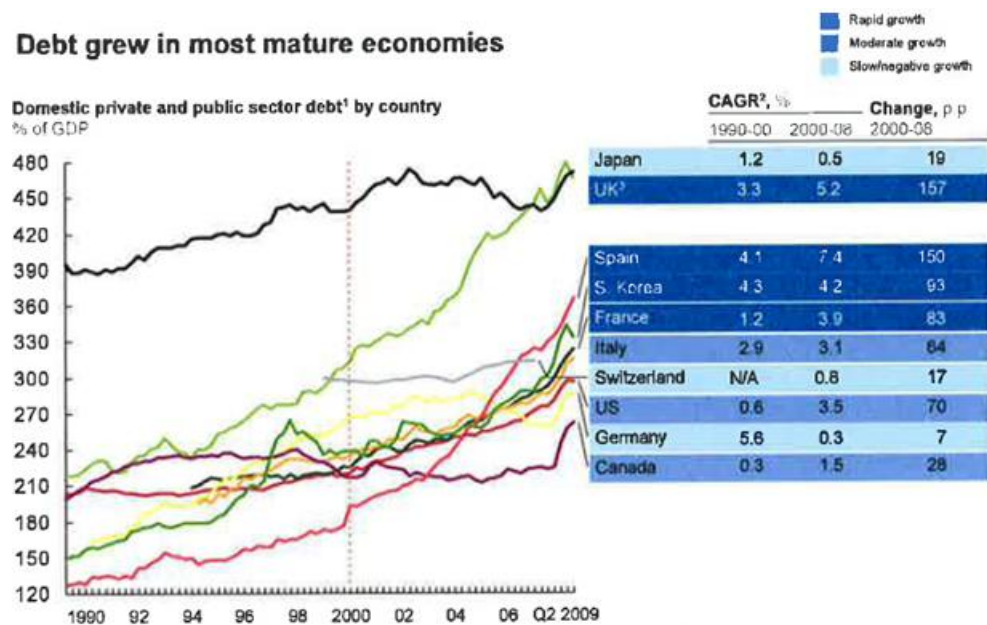
En el gráfico (20) se representa el circuito del riesgo inmobiliario entre las diferentes etapas o agentes en el proceso de titulación y que explicamos a continuación:

El Pfandbrief es un tipo de mercado colateralizado por activos a largo plazo tales como hipotecas inmobiliarias, o préstamos al sector público. Suelen tener un vencimiento de entre 5 y 7 años. Se les relaciona con los activos titulizados “asset back securities” pero son instrumentos diferentes, mientras que los ABS suelen realizarse fuera de los balances del banco, las titulaciones Pfandbrief están desarrolladas/introducidas en más de 25 países europeos, EEUU y otros países en Asia. Este tipo de bonos representan el

segmento mayor de la deuda privada alemana y están considerados como los instrumentos de deuda más seguros en el sector privado.

De esta forma los bancos hipotecarios pueden ir concediendo hipotecas y vender sus excedentes en un mercado secundario para así poder seguir prestando dinero al sector. Con los inversores inmobiliarios se requerirán una serie de parámetros fácilmente recogidos en las valoraciones inmobiliarias, tipos de contratos, inquilinos, etc. Serán luego los inversores institucionales quienes adquieran esos paquetes de bonos respaldados por garantías hipotecarias para contrarrestar o igualar sus obligaciones/derechos a corto y largo plazo.

Gráfico 21: Crecimiento de la deuda financiera internacional



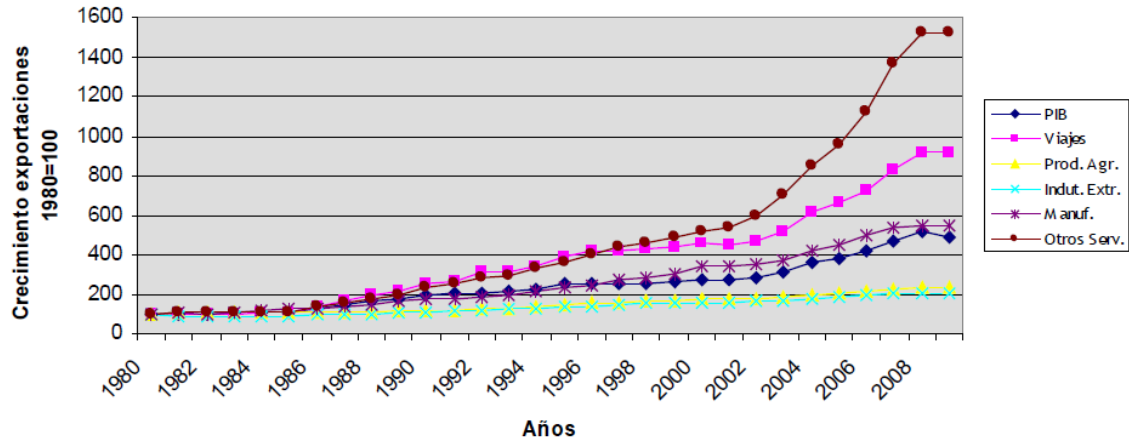
Fuente: FMI, World Economic Outlook 2010

(Se define la deuda como la de todo el Mercado crediticio incluyendo préstamos y títulos de renta fija. Crecimiento anual compuesto)

En el gráfico (21) se muestra el incremento vertiginoso de la deuda desde principios de los 90. Fallaron sus mecanismos de control. No se tenían en cuenta muchos de los riesgos sistémicos que le rodeaban y que posteriormente sumieron a las economías occidentales y por contagio al resto del mundo en la peor de las crisis económicas, desde los años 20, en los que se había sumido el sistema capitalista.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Gráfico 22: Crecimiento PIB y comercio mundial

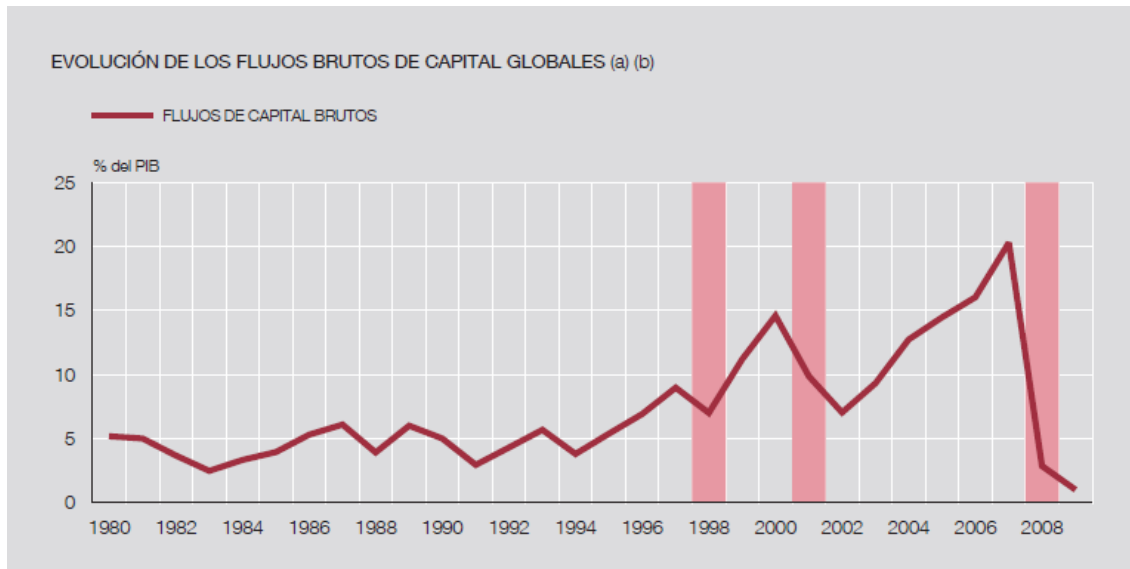


Fuente: Flores y Barroso 2011

En el gráfico (22) la globalización, los nuevos instrumentos financieros y las nuevas tecnologías, permitieron una etapa de crecimiento mundial sin precedentes en cuanto a su larga duración y porcentaje de aumento del PIB global.

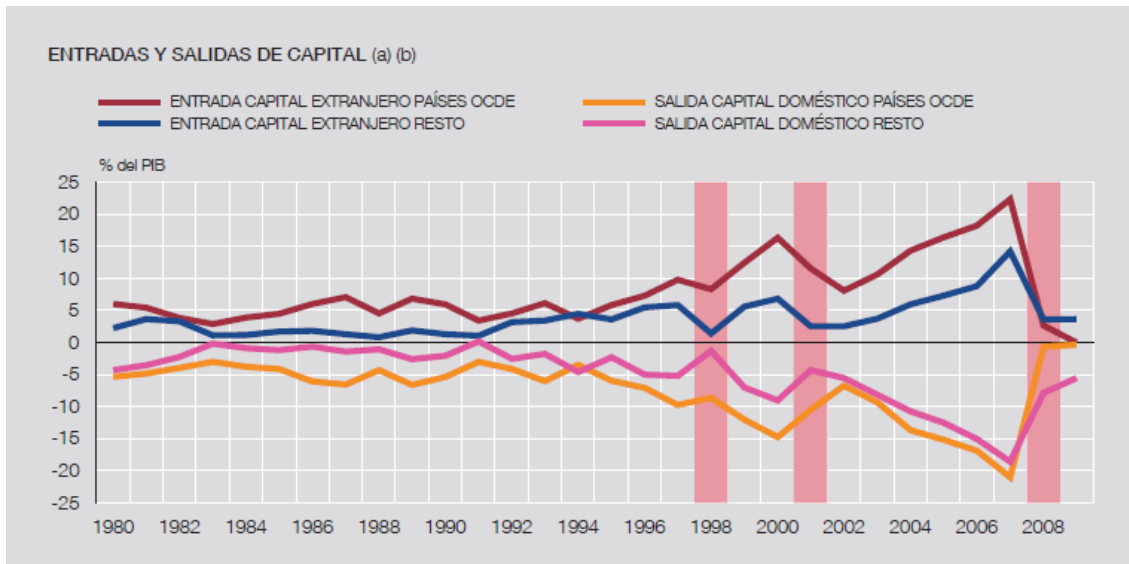
Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Gráfico 23: Flujos globales de capital en porcentaje del PIB mundial.



Fuentes: World Economic Outlook y cálculos del Banco de España 2011

Gráfico 24: Entradas y salidas de capital



Fuentes: World Economic Outlook y cálculos del Banco de España 2011

En los dos gráficos (23) y (24) se observa como el aumento de los flujos de capital principalmente articulado en la adquisición directa de empresas e inmuebles:

- a.- La muestra utilizada es de 103 países, que representan más del 95 % del PIB mundial.
- b.- Las áreas sombreadas reflejan episodios de crisis generalizadas vividos en los años 1998, 2001 y 2008.

Es destacable la acción expansiva que han tenido los “hedge funds” comprando empresas durante el periodo de estudio y la deuda con la que las han comprado.

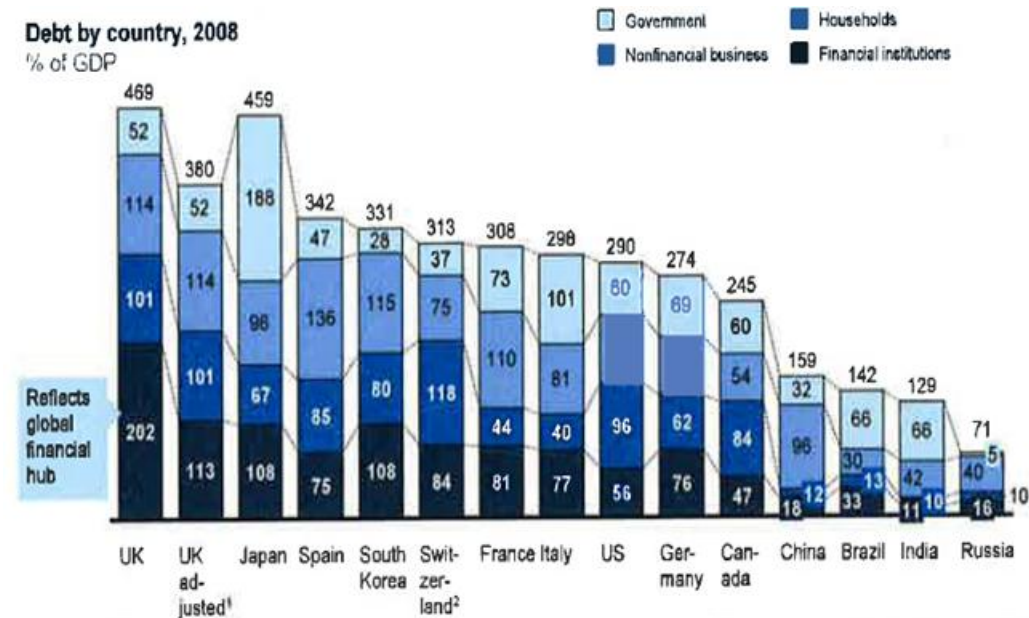
La rápida apreciación de los activos de inmobiliaria de empresa ha estado, en los últimos años, en el corazón de las crisis financieras, como ya ocurrió en la crisis de principios de los 90.

Existen varios factores que animan este proceso. El primero es el “feedback” positivo entre el valor de los activos y la disponibilidad del crédito a través de mecanismos del ratio de volumen de crédito/ precio del activo, (“loan –to-value ratio”). El segundo viene determinado por el crédito a los promotores de inmobiliaria de empresa, que se origina con poca divulgación de la información sobre las empresas o fondos de dichos promotores. El tercero viene dado por los largos periodos en los que transcurren los proyectos inmobiliarios terciarios, (hasta 5 años en algunos casos), durante los que se pueden producir grandes cambios en el valor de los activos debidos a potenciales variaciones en la demanda de espacio (Scholz and Wilken, 2005).

Los promotores inmobiliarios terciarios tienen un intercambio de beneficios asimétrico con el prestamista, debido a las limitaciones de obligaciones con grandes beneficios si el proyecto triunfa y con pérdidas en caso contrario que son acarreadas por los bancos prestamistas y otros inversores privados o institucionales, “equity investors”.

El empeoramiento del capital de los bancos, ha venido dada contrariamente a los postulados de Modigliani y Miller, (1958), que estipulan que una empresa debe ser indiferente al mix de deuda y capital en sus balances, en ausencia de incentivos fiscales a los intereses, con sustitución del capital por deuda e instrumentos de deuda complejos. A pesar de que los incentivos fiscales al tratamiento de los intereses ha representado una preferencia de deuda frente a capital o recursos propios. Sin embargo el tratamiento fiscal al pago de intereses ha ido reduciéndose en muchos países y no obstante, los niveles de deuda en bancos y empresas han ido en aumento. Hay más factores que propician dicho aumento: Incentivos a los directivos, (cuyos bonus suelen ir en función del retorno sobre el capital y beneficios por acción que les motivan a asumir mayores riesgos), las preferencias de los inversores, (algunos fondos de pensiones y empresas aseguradoras pueden tener en sus carteras deuda de alta calificación pero no participaciones), costes de transacción, (los costes de emitir nuevas participaciones suelen ser mayores que los de emitir nueva deuda).

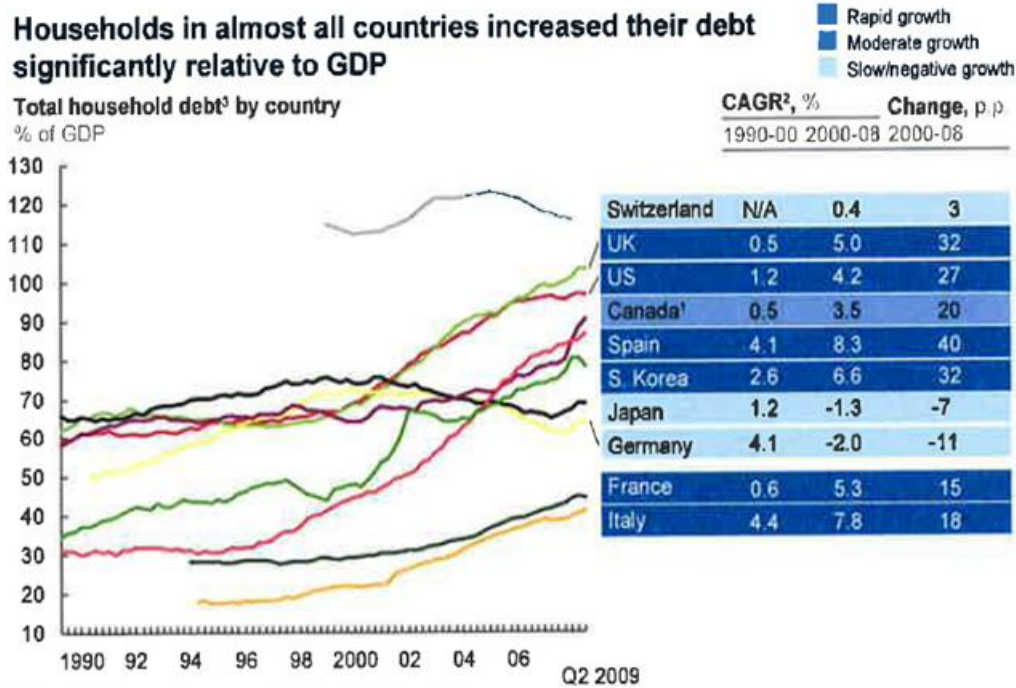
Gráfico 25: Deuda por sectores 2008 en diferentes países



Fuente: FMI, World Economic Outlook 2010

El gráfico (25) refleja un nivel de deuda de España similar al de un país como el Reino Unido y a escasa distancia de economías del tamaño de la norteamericana y japonesa. El riesgo estaba sobrevalorado con respecto al PIB y las posibilidades de un crecimiento sostenido de la economía española a medio y largo plazo.

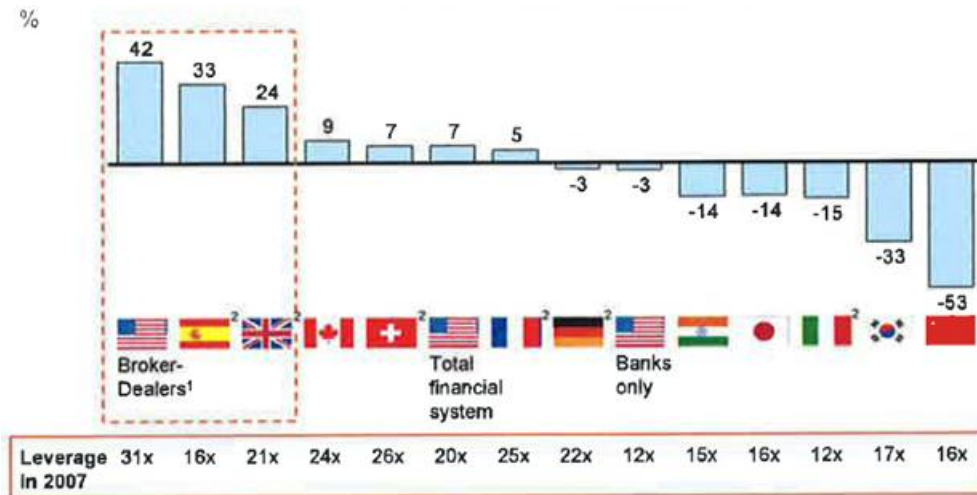
Gráfico 26: Aumento de la deuda de las familias en diferentes países



Fuente: FMI, World Economic Outlook 2010

La deuda de los hogares en la economía española aumentó un 40% entre los años 2000 a 2008. Un aumento de difícil sostenibilidad y que superó con creces a grandes economías. Los bancos prestaron más de lo que debían compartiendo altos riesgos con las familias sobre endeudadas. La diferencia es que mientras las familias no han sido prácticamente ayudadas por el Gobierno Español en aras de disminuir su exposición al riesgo, los bancos y especialmente las cajas han sido rescatados por los contribuyentes españoles y el BCE.

Gráfico 27: Cambios en la estructura del capital activos/deuda de entidades financieras 2002-2007 en %



Fuente: FMI, World Economic Outlook 2009

España se situó internacionalmente durante el periodo de estudio en la cabecera de exposición al riesgo de sus bancos. Lo que sin ser una economía líder mundial estas estadísticas le conferían un riesgo mayor. Esto es una evidencia de un exceso de exposición al riesgo de los bancos españoles en ese período.

La deuda de las entidades financieras en España creció entre 2000 y 2008 un 20% más que las de EEUU, Alemania y Francia juntas. La política del Banco de España debería haber sido menos permisiva y más punitiva o controladora en algunos casos. El status de las Cajas de Ahorro en un tiempo tan útiles para la sociedad las había convertido en competidores desleales de los bancos. Fuente: FMI World Economic Outlook 2009.

3.6.2 La globalización

Internacionalización e integración económica mundial:

La globalización según Sala i Martín (2000), “es el movimiento de cinco cosas: capital, trabajo, mercancías (comercio), tecnología e información”.

Las inversiones de los flujos internacionales de inversión han variado mucho desde los años 80-90 donde hasta el estallido de la burbuja de empresas de internet en 2000, se basaban principalmente en inversiones directas y en acciones bursátiles. A partir de 1998 el componente formado por préstamos y la renta fija han sido los que mayor representación han tenido (Erce y Gutierrez, 2011).

El 75% de las inversiones extranjeras directas internacionales han sido en operaciones de fusiones o adquisiciones, (UNCATD World Investment Report, 2008), esto es una orientación hacia la compra de activos existentes y no a la generación de activos nuevos, lo cual indica que ha sido un proceso mayormente orientado a la concentración empresarial que a la creación de valor.

El valor de los activos/pasivos extranjeros ha pasado de ser un 4% del PIB mundial en 1980 al 130% en 2003, (UNCATD 2008). Todo esto acrecienta el riesgo sistémico de contagio y los movimientos bruscos en los flujos de capitales.

Algunos países emergentes han pasado de ser receptores netos de fondos de capital a suministradores. Enormes superávits comerciales de países como India o China y las acumuladas reservas de países productores de materias primas, principalmente hidrocarburos, se dirigen hacia el exterior para adquirir activos y empresas en el extranjero cuando hasta hace pocos años, se dedicaban casi en su totalidad a la financiación del déficit de EEUU (Stiglitz, 2002).

Los acuerdos internacionales del GATT, fueron el detonante del aumento del comercio e inversión internacional. Comenzaron en Ginebra en 1947, con 23 países firmantes

pero no fue hasta la Ronda de Tokio (1973-1979), donde 102 países acordaron una importante reducción de barreras no arancelarias, como pueden ser los subsidios. También se redujeron aranceles sobre bienes manufacturados. Los acuerdos GATT no eran un tratado y por tanto su vinculación legal a nivel internacional no tenía la suficiente fuerza. El acuerdo favorecía a las naciones comerciales más favorecidas ya que la nación que tuviera menos restricciones aplicaba a todas las naciones. En 1995 el GATT se convirtió en la OMC, (la Organización Mundial del Comercio). Los 75 países miembros del GATT y la Comunidad Europea se convirtieron en fundadores de la OMC. Desde la creación de la OMC ingresaron 21 nuevos países miembros y 28 se encuentran en negociaciones. Posteriormente la OMC expandió su espectro desde el comercio de bienes hasta el comercio del sector de servicios y los derechos de la propiedad intelectual. Ello no indica que antes de esas fechas el comercio mundial no hubiera experimentado un vertiginoso crecimiento, con las paulatinas reducciones y acuerdos bilaterales entre numerosos países en aras a favorecer las transacciones comerciales internacionales e inversiones en el exterior. Mientras que El GATT es un sistema de reglas fijadas por naciones, la OMC es un organismo internacional.

En la Ronda de Doha, que es en la que en 2010 se estaba trabajando, los países en desarrollo tratan de obtener un acceso libre de obstáculos para sus producciones agrícolas en los mercados de los países centrales. Esto significa que las grandes potencias deberán eliminar o reducir, en forma significativa, la protección que dan a su agricultura por la vía de subsidios directos a los agricultores o de subsidios a las exportaciones. En Doha se estableció un tiempo límite para eliminar totalmente los subsidios a las exportaciones agrarias: esa fecha era el 2013.

La globalización económica consiste en la creación de un mercado mundial en el que se suprimen todas las barreras arancelarias para permitir la libre circulación de los capitales: financiero, comercial y productivo.

El capital financiero, es el dinero, los préstamos y créditos internacionales y la inversión extranjera. Su característica es que no ocupa un lugar determinado y que gracias a la tecnología puede trasladarse de un lugar a otro con rapidez.

El capital productivo, lo constituyen el dinero invertido en materias primas, bienes de capital (maquinaria, herramientas, edificios, terrenos, vehículos, etc.) y la mano de obra.

El capital comercial, son los bienes y servicios que finalmente se compran y se venden en el mercado internacional. En este mercado internacional, los principales vendedores son las empresas multinacionales

La globalización, entonces, vendría a ser como la etapa de culminación del proceso histórico de expansión del capitalismo, con dos objetivos: la libre movilidad del capital y la creación de un solo mercado mundial.

La globalización tiene sus defensores y detractores:

Entre los argumentos esgrimidos por sus defensores Sala i Martín (2000) Bhagwati (2005), Legrain (2003) figuran:

- Se disminuyen los costos de producción y por lo tanto se ofrecen productos a precios menores.
- Aumenta el empleo en los lugares donde llegan las multinacionales, especialmente en los países subdesarrollados.
- Aumenta la competitividad entre los empresarios y se eleva la calidad de los productos.
- Se descubren e implementan mejoras tecnológicas que ayudan a la producción y a la rapidez de las transacciones económicas.

- Mayor accesibilidad a bienes que antes no se podían obtener en los países subdesarrollados.

Entre los argumentos de sus detractores, Galeano E (1997), Stiglitz (2002) y Fotopoulos (1995) destacan los siguientes:

- Mayor desigualdad económica entre los países desarrollados y subdesarrollados debido a concentración de capital en los países desarrollados, (acumulación externa de capital).
- Desigualdad económica dentro de cada nación ya que la globalización beneficia a las empresas grandes y poderosas.
- En los países desarrollados aumentará el desempleo y la pobreza porque las empresas grandes emigran hacia otros lugares en busca de mano de obra y materia prima barata.
- Mayor injerencia económica de parte de los países desarrollados hacia los países subdesarrollados o en vías de desarrollo.
- Degradación del medio ambiente por la explotación de los recursos.
- Menor oportunidad de competir con las empresas multinacionales.

Mayor fuga de capitales porque cuando las empresas multinacionales lo deciden, se trasladan hacia otros países que les ofrezcan mejores ventajas en su producción.

El planeta está cada vez más interconectado, tanto en transportes de mercancías, personas, información, movimientos de capitales e influencias culturales entre diferentes países.

Según Sala i Martín (2000), desde la extensión de los parámetros de la globalización ha habido un significativo descenso de la pobreza en términos de paridad del poder adquisitivo, en algunos países. En China desde la introducción de la economía de mercado, (dentro de un sistema claramente intervencionista del estado), 400 millones de personas han salido de la pobreza y 100 millones en otros países, totalizando 500 millones de habitantes del planeta. No obstante algunos países de África han aumentado

su pobreza, con lo que la globalización es buena para ciertos países, (pobres y ricos), y mala para otros. Es posible que los subsidios a productos agrícolas en los países desarrollados o en vías de desarrollo no permitan que en África se desarrolle un mínimo umbral de despegue para su evolución económica y social. Pero en aquellos países subdesarrollados que se han beneficiado de la globalización también han descendido la mortalidad infantil, el analfabetismo, y ha aumentado la esperanza de vida y el acceso al agua.

La globalización y el aumento de la inversión inmobiliaria internacional:

En el año 2000 los inversores institucionales ingleses, (en todo tipo de activos), tenían el 25% de sus activos invertidos en el extranjero. Algunos fondos de pensiones holandeses, tienen más de la mitad de sus activos en el exterior.

Uno de los argumentos a favor de una diversificación internacional (Hoesly, 2004) y (Baum, 2008) es que las inversiones inmobiliarias en otros países ofrecen la posibilidad de reducir el riesgo total de la cartera, al mismo tiempo que se pueden obtener potenciales retornos adicionales. Evitando así, que los diferentes activos de inversión que ofrecen los mercados domésticos acciones, bonos, inmuebles, derivados, etc., que tienden a verse afectados por similares factores económicos tales como políticas monetarias, movimientos en los tipos de interés, déficit fiscal y crecimiento del PIB, aumenten su riesgo. Todo ello, crea una cierta correlación positiva entre los diferentes activos de inversión, dentro de un mismo mercado nacional. A pesar de ellos, hay posibilidades de que existan algunas características locales que hagan en el particular caso de la inversión inmobiliaria, más atractivo el mercado de una ciudad que otra debido a que puede haber carencia de algún tipo de inmueble/producto en algún momento determinado.

Los edificios, tardan una media de 2 a 4 años en construirse y pueden darse, a corto plazo, asimetrías entre diferentes ciudades de un mismo país, que suelen corregirse por

los factores macroeconómicos o la misma dinámica constructora-promotora. Dichas asimetrías crean oportunidades de mercado para algunos y dificultades para otros. Los ciclos inmobiliarios debido a la lentitud de la construcción inmobiliaria y el planeamiento urbanístico pueden no estar exactamente sincronizados con sus economías nacionales.

Hay dos motivaciones importantes dentro de las inversiones, la reducción del riesgo y el aumento de los retornos. "Ceteris Paribus" una baja correlación internacional permite una reducción de la volatilidad y también permite, ya que los diferentes mercados tienden a moverse a la alza y a la baja a diferentes ritmos, a los inversores activos en gestión localizar sus inversiones en aquellos mercados con retornos superiores.

No obstante, en los diferentes mercados inmobiliarios existen a su vez diferentes barreras de entrada que asimismo deben tenerse en cuenta entre algunas cabe citar a:

- Conocimiento de los diferentes mercados y sus economías
- Riesgos políticos
- Eficiencia de los mercados, (liquidez, tamaño, información fiable, etc.)
- Diferencias entre los marcos legales
- Costes (de transacción y gestión de patrimonios," asset management")
- Impuestos
- De divisa

La adición de activos en el extranjero a una cartera de inversiones doméstica reduce el riesgo total de la cartera, siempre y cuando la correlación estadística de los activos del extranjero y los domésticos no sea grande.

En general, una baja correlación estadística entre diferentes países ofrece diversificación del riesgo y aumenta los rendimientos permitiendo a los inversores no experimentados, disminuir la volatilidad. Las diferentes regulaciones impuestas por los diversos gobiernos, la especialización tecnológica, medidas fiscales y monetarias independientes y diferencias culturales y sociológicas contribuyen a realizar los diferentes grados de independencia de los mercados de capitales. En cualquier caso, sus variaciones normalmente diferirán de la unidad dejando cierto margen para la diversificación del riesgo, y por tanto su atenuación.

La actividad económica lleva parejos el desarrollo de mercados inmobiliarios terciarios. Di Pascuale and Wheaton (1992), probaron que una economía productiva afectaba la demanda de activos inmobiliarios terciarios, y Chen y Hobbs (2003) encontraron que el tamaño de la economía de un país afectaba positivamente la actividad inversora inmobiliaria ya que les hacía menos vulnerables a turbulencias internacionales que a los países pequeños.

Los cambios tecnológicos también afectan enormemente, y sobre todo, a medio y largo plazo sobre la actividad inmobiliaria. No solo eso, un rápido crecimiento urbanístico y demográfico, con sus mejoras en comunicaciones y transporte, también resultan atractivos para los inversores que, así mismo, les retraen la falta de transparencia en el sistema legal, las cargas administrativas sobre el sector inmobiliario, cambios socio-culturales extremos y la inestabilidad política.

La madurez y sofisticación de los mercados de capitales son un factor clave para el desarrollo de los mercados inmobiliarios debido a su naturaleza intensiva de utilización de capital y deuda. El desarrollo de mercados públicos de fuentes de capital, como por ejemplo el de los fondos inmobiliarios cotizados o de los REIT's, son un factor determinante para la dinámica de la actividad inversora inmobiliaria debido a su factor

potencial de obtener capital en dichos mercados públicos a unos costes relativamente bajos.

Todas las características institucionales anteriores varían fuertemente entre países y regiones y gradualmente a lo largo del tiempo, y todas esas características y las diferencias entre ellas son muy importantes en el análisis de las perspectivas a largo plazo para los inversores institucionales.

3.6.3 “Modern Portfolio Theories” o La eficiencia en la diversificación de Carteras de inversión

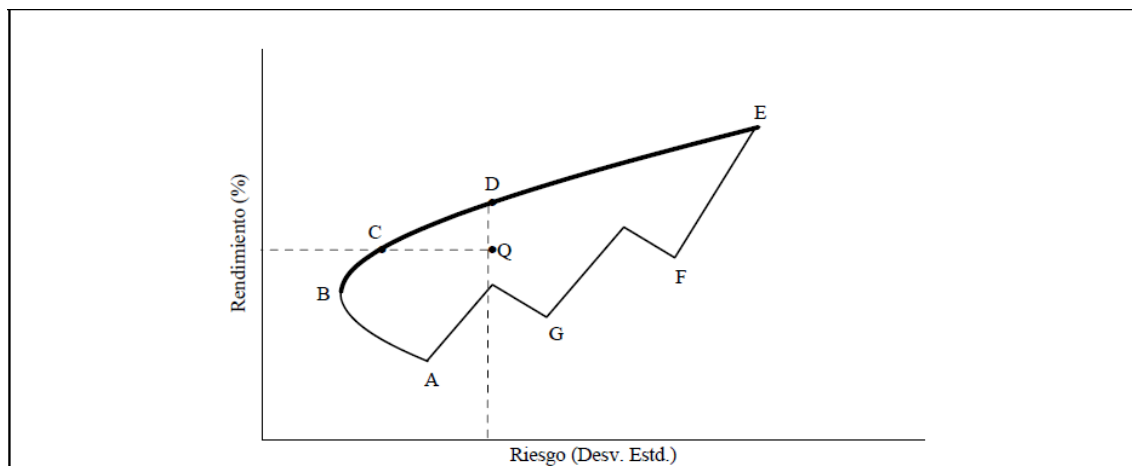
Markovitz (1952), enfatizó que el riesgo de una cartera de activos inmobiliarios no depende solo de su desviación estándar, sino de las diferentes correlaciones p_{ij} que existen entre las rentabilidades de sus activos. La dependencia del riesgo de la cartera σ_p , depende de p_{ij} como se expresa en la siguiente ecuación:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^I w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{j=1}^I \sum_{i \neq j}^I w_i w_j p_{ij} \sigma_i \sigma_j}$$

Fuente: Geltner and Miller (2001)

Por lo que el riesgo de una cartera de inversiones depende no solo de sus desviaciones estándar, sino también de las correlaciones entre sus diferentes activos o mercados. Si las correlaciones son positivas y cercanas a 1 significará que ambos tipos de inversiones o inmuebles reaccionan parejos y por tanto los efectos beneficiosos de la diversificación quedan atenuados o anulados.

Gráfico 28: Fronteras de eficiencia



Fuente: Villareal (2008)

En el gráfico (28) vemos la frontera de eficiencia de Markovitz (1952). Las carteras óptimas se situarían a lo largo de la curva, donde existe un intercambio de riesgos y beneficios óptimos, a la mitad de la curva el riesgo sería medio y los retornos también, por encima - mayores riesgos y mayores beneficios y por la parte de abajo de la curva todo lo contrario. Debajo de la curva las carteras no serían eficientes

En casos extremos o prácticamente imposibles se podría eliminar el riesgo de invertir en dos activos, particularmente cuando la correlación entre los retornos de esos dos activos

fuera perfectamente negativa, es la línea que separa las dos líneas de retornos de dos potenciales carteras o activos, y de esta forma combinarlos minimizando absolutamente sus riesgos, así cuando el retorno de un activo o cartera o mercado es alto el otro es bajo. Los gestores podrán entonces con esta relación neutralizar los riesgos cuando una cartera pueda tener bajos rendimientos con respecto a otra mejor.

La contribución de Markovitz (1952), fue como encontrar para cada nivel de retornos esperados la mejor combinación entre diferentes activos de una cartera de forma que se minimizasen sus riesgos, esa línea se denomina frontera de eficiencia de una cartera que es la que delimita la zona azul del gráfico (28). El problema de encontrar el máximo retorno para cada nivel de riesgos se resuelve a través de técnicas matemáticas de programación cuadrática.

Una diversificación eficiente entre diferentes tipos de activos inmobiliarios y entre diversos mercados es una labor asimismo bastante intuitiva en un mercado, que de facto, no es transparente. Aunque la apariencia de diversificación en una baja concentración en numerosos activos o fondos inmobiliarios, puede disfrazar una falta de diversificación efectiva y expuesta a riesgos sistémicos.

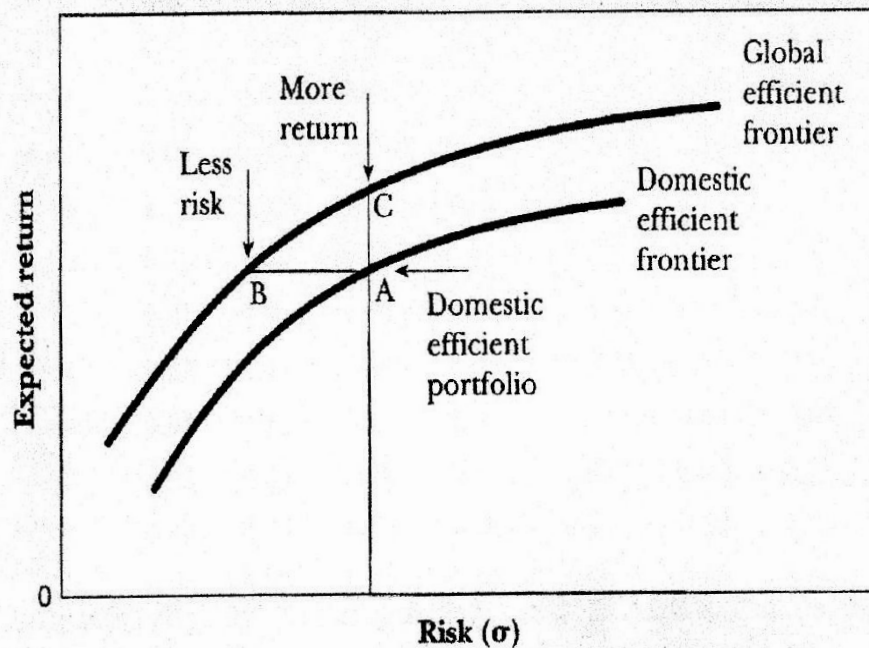
Según Thompsen & Pedersen (2000), se asume que los gestores de las empresas tienen intereses personales en diversificar en cuanto a productos o geografías por aversión al riesgo de pérdida de empleo, inclinación al gasto y crecimiento de la empresa. Aunque también señala que una alta concentración en la propiedad de la empresa puede contrarrestar el afán diversificadorio y por tanto añadir valor a los accionistas o inversores de la empresa.

En un mercado eficiente reducir el nivel de riesgo de un portfolio mediante la suma de inversiones con menos riesgo, implicaría reducir el nivel total del rendimiento de la cartera. No obstante, la diversificación internacional no implica reducción de los rendimientos. Dicha diversificación, disminuye el riesgo eliminando volatilidad no

sistémica, sin sacrificar el rendimiento esperado. Un método tradicional de evaluar el performance de una cartera de inversiones, es mediante su Ratio de Sharpe.

Sharpe (1966), desarrolló un ratio que mide los rendimientos de una cartera por encima de inversiones sin riesgo dividido por su desviación estándar. Invertir en activos en el extranjero reduce el riesgo del portfolio, (el denominador del ratio de Sharpe), sin necesidad de sacrificar el retorno esperado, (el numerador del ratio de Sharpe). Asimismo, debe tenerse en cuenta que inversiones más rentables son más factibles siempre en un universo inversor, geográficamente hablando, mayor.

Gráfico 29 Beneficios de la diversificación de carteras internacionales



Fuente: International Finance. Levi Maurice, (2010).

Gráfico (29): Respecto a los posibles riesgos de cambio/divisas en una cartera global, la depreciación de una divisa suele ser contrarrestada por la apreciación de otra. Los riesgos de mercado y de divisa mercados no son aditivos. Esto solo ocurriría si fueran

estadísticamente perfectamente correlacionados, de hecho esa correlación es muy baja e incluso negativa entre movimientos de divisas y mercados y a más baja correlación más baja la contribución del riesgo divisa al riesgo total de la cartera. En cualquier caso, los riesgos de divisa pueden amortiguarse mediante la compra de opciones de divisas, contratos de futuros sobre divisas, o incluso financiándose en la divisa extranjera para realizar las inversiones. Además, la contribución del riesgo divisa debe de medirse dentro del total de la cartera y no por mercados individuales, ya que parte de este riesgo se diversifica y reduce por el mix de divisas de la cartera (Jorion, 1989). Asimismo, la contribución del riesgo divisa decrece con el horizonte temporal de la inversión ya que los tipos de cambio tienden a revertir hacia los fundamentales a largo plazo, (reversión de la media), de esta forma, un fondo inversor a largo plazo, le dará menos importancia al riesgo divisa, que un inversor a corto plazo ya que los riesgos divisa suelen desaparecer en escenarios de largo plazo de una o más décadas (Froot, 1993).

Cambios en las preferencias de los diferentes activos de las carteras o sus mercados, además de otros cambios, pueden afectar la composición fuera del control de la gestora y pueden condicionar el tamaño de los activos o de las obligaciones del fondo en el tiempo. La composición y el valor de los activos de una cartera varían a lo largo del tiempo incluso en ausencia de una gestión necesariamente decidida por los responsables del fondo.

Los activos suelen ser valorados trimestralmente en los fondos de carácter público, (fondos abiertos alemanes, REIT's, empresas cotizadas, fondos cotizados en bolsa, "ETF's") y dichas valoraciones corren el riesgo de "smoothing" es decir de suavizarse en las diferentes valoraciones ya que es muy difícil acertar con cambios en una tasación en periodos de tiempo tan breves, con lo que aparece un decalage entre valores contables y reales o de mercado (Harvard, 2002).

Realizar los cambios necesarios sobre una cartera de inversiones se denomina, ajuste de carteras, ("portfolio rebalancing"), que obliga a una gestión activa sobre la recomposición de la cartera, ("portfolio dynamic management").

Hakansson (1971 y 1974) observó que en periodos relativamente largos de inversión, el conjunto de cambios en la cartera ocurre continuamente a medida que los cambios en el entorno se van incorporando en el proceso de toma de decisiones. Merton (1972), presentó un método de optimización basado en la derivación de la frontera de eficiencia, que Lopez Herrera (2001), adaptó para la selección de portfolios con activos de riesgo cuando el proceso generador de datos obedece a una relación lineal con múltiples factores bien aplicable a la gestión de carteras inmobiliarias internacionales.

No obstante y en cierta oposición a lo anterior, las correlaciones internacionales han aumentado en los últimos años, debido al fenómeno de la globalización, que además se acentúa en periodos de alta volatilidad de mercados, como se ha comentado con anterioridad (Taleb, 2007) "fat tails, Leptokurtic distribution", y que indica a su vez que existe más probabilidad de que ocurran grandes retornos positivos o negativos que en una distribución normal. Debido entre otros factores a:

- 1.-Los mercados financieros han sido desregulados ampliamente y abiertos a operadores extranjeros creándose una tendencia hacia la integración.
- 2.-Los movimientos internacionales de capital han aumentado significativamente en los países desarrollados, convirtiéndose los fondos de pensiones internacionales en los actores principales domésticos.
- 3.-La globalización también implica que las multinacionales tomen decisiones globales, teniendo en cuenta los diferentes escenarios en los que operan.

Así como los fondos institucionales se convierten en globales, las correlaciones entre los mercados inmobiliarios con el tiempo tienden a cierta conversión, aunque como ya se ha mencionado. Las características de producción inmobiliaria pueden ser mucho más lentas que la de muchos otros tipos de activos, cuyo rendimiento puede ser medido

en base a un comportamiento anual, (los inmuebles pueden tardar varios años en construirse), y factores como la necesidad o carencia de un determinado tipo de inmueble, (ej.: escasez de edificios de oficinas en Madrid frente a sobreoferta en París), entre diferentes países, pueden hacer variar las correlaciones internacionales a corto plazo.

La volatilidad de los mercados es contagiosa, y se acentúa con retornos negativos, es decir la correlación entre diferentes inversiones internacionales aumenta en épocas de crisis (Buetow, 2011). Esto último podría contradecir los beneficios de la diversificación internacional que se han comentado con anterioridad. Pero si todos los mercados internacionales sufren fuertes caídas cuando el mercado doméstico de un fondo también las sufre, hay poco riesgo-beneficio de ser diversificado internacionalmente. No obstante es en situaciones de “normalidad”, cuando las condiciones de benéficos más altos y riesgos más bajos son las que imperan.

Bradford (1999), tras estudiar propiedades globales durante un periodo de 11 años, observó que los retornos estaban altamente correlacionados, sugiriendo que estaban más ligados a factores fundamentales económicos, que a beneficios de la diversificación. Argumentado que la crisis de los 90 afectó prácticamente por igual a todos los países.

Cuando los países que poseen el mayor porcentaje del PIB del planeta entran en recesión es frecuente que arrastren al resto de economías. Al igual que la crisis de principios de los 2000 tras el estallido de la burbuja de las tecnológicas, el grado de afección en España fue extremadamente bajo para el peso de su economía en la OCDE.

Por tanto según la teoría de Bradford (1999), la diversificación no sirve para nada. Aunque no apoye que una diversificación en un entorno en el que todos los países puedan haber caído en una recesión, presenta oportunidades de mejorar los retornos de las carteras de inversión, a través de presencia en aquellos mercados que salgan antes de la crisis.

Además, el estudio de Bradford presenta muestras heterogéneas y manipuladas sin homogeneidad con el objeto de comparar manzanas con manzanas a pesar de que compara manzanas con híbridos. Las estimaciones abundan en su análisis, que tolera excepciones con los mercados asiáticos y lo argumenta dado el crecimiento que estaban teniendo esas economías en el periodo de estudio. Esas excepciones son las que presentan los beneficios de la diversificación geográfica.

No contempla Bradford, ni su equipo de la Universidad de Yale factores que condicionan la oferta inmobiliaria. Como son, que a veces existen importantes decalajes entre la oferta y la demanda, debido a que la producción de inmuebles es un proceso que entre planeamiento y retornos puede llegar a tardar 4-5 años a la puesta en el mercado de un edificio y esto puede que ocurra tanto en medio de un ciclo expansivo como recesivo. Es un proceso productivo difícil de parar.

Según Hoesli (2004), para que una diversificación sea efectiva debe ser intercontinental ya que las correlaciones dentro de un mismo continente suelen ser mayores. Por ejemplo, en Norteamérica, la influencia de USA en Canadá y Méjico es notoria, y en Asia China y Japón también tienen una influencia superior. Su estudio, hecho sobre 7 países en 3, continentes encuentra que existe una tendencia integradora entre las correlaciones de los diferentes activos inmobiliarios debido a la integración económica/globalización internacional.

Según Hoesli, la inversión recomendada internacional, debe estar en el rango del 10-20% y la inmobiliaria, dentro de una cartera diversificada, debe representar el 15%.

DeWit (1996), realiza un estudio basado en una cartera del mayor fondo de pensiones holandés, Rodamco. Los beneficios de la diversificación dependen de la media de las correlaciones entre los retornos. Ello indica el nivel máximo de reducción de riesgo, dentro del nivel requerido de retornos ERR, “expected rate of return”, ya que la diversificación en el sector inmobiliario nunca puede ser estadísticamente perfecta debido a la imposibilidad de dividir los grandes inmuebles en activos menores, como en el caso de la inversión indirecta, en acciones bursátiles.

DeWitt también prueba que las inversiones en USA están bastante correlacionadas pero la inversión indirecta provee de mejor diversificación en USA que la directa. Es posible que suponga que la inversión directa acarrea costes de conocimiento local que hagan que los retornos no se ajusten a los riesgos lo suficiente. Por ello, invertir en REIT's ofrece la transparencia necesaria, ya que están regulados por los distintos mercados bursátiles en donde cotizan, una liquidez inmediata, y una diversificación natural geográfica y por sectores.

Según Buetow (2001), las carteras inmobiliarias no pueden ser perfectamente diversificadas, sumándose a la opinión de DeWitt y añadiendo que solo la diversificación internacional aporta beneficios en épocas de expansión económica, debido a que se han aprovechado bajadas previas de tipos de interés que han empujado la economía.

El trabajo de Buetow cubre los resultados mensuales desde 1973 a 2000 de diversos USA-REIT's, (fondos inmobiliarios estadounidenses cotizados), acciones y bonos del Tesoros americanos. Buetow (2001), observa que en todo el periodo ha habido 75 ajustes de los tipos de interés pero solo 13 cambios de signo. Las correlaciones entre dos países, tienden a ser mayores en épocas de crisis, (el pánico en una crisis se contagia a mayor velocidad que las expectativas positivas), por lo que un mercado desarrollado de derivados inmobiliarios ayudaría a reducir los riesgos de la diversificación internacional.

Las acciones sobre índices de REIT's fueron superiores durante el periodo de estudio. La diversificación beneficia tanto en inversiones directas como indirectas, Pero el indirecto añade más beneficios, a igual riesgo. Ello es debido a la gestión de profesionales especializados en las empresas inmobiliarias que cotizan, pero debe de realizarse una estrategia sobre ciudades y no solo sobre países (Buetow, 2001).

Existe numerosa evidencia sobre los beneficios de la diversificación de las carteras con un porcentaje de inversiones inmobiliarias en ellas que además, se perfeccionan cuando esta diversificación por activos se realiza internacionalmente.

Según diversos estudios el porcentaje de inversiones en el sector inmobiliario por parte de los fondos de pensiones va aumentar en los próximos años a pesar de la crisis crediticia en la que nos encontramos.

Así como los mercados continúen integrándose (globalización, parámetros de análisis comunes, “best common practices”, etc.) las correlaciones entre países continuarán con su tendencia a aumentar.

La inversión inmobiliaria directa o indirecta proporciona retornos ajustados al riesgo interesante, pero, a pesar de estar influenciada por las condiciones económicas de su entorno, factores microeconómicos y de conocimiento local pueden determinar el éxito o fracaso de una diversificación de inversiones

Los resultados del estudio de Stevenson (2003), a través de un análisis multifactorial sobre la diversificación inmobiliaria, concluyen que incluir inversiones internacionales en acciones en empresas cotizadas inmobiliarias no aporta significativos beneficios a la diversificación internacional. Ello es debido a la correlación que existe entre mercados bursátiles inmobiliarios y no inmobiliarios. A pesar, de que la inclusión de activos inmobiliarios en un mercado en particular aporta beneficios de diversificación adicionales.

La diversificación de las grandes carteras de inversión que tradicionalmente habían eludido las inversiones inmobiliarias, ha dado un giro importante al comprobarse que la correlación entre las inversiones inmobiliarias y las de bonos del tesoro era bastante baja. Medidos contra los cambios en tasas de interés, las inversiones inmobiliarias tienen un comportamiento más cercano a las acciones, que los bonos del tesoro. Aunque los bonos y los stocks normalmente, y salvo excepciones, ofrecen retornos positivos simultáneamente, rara vez ofrecen retornos negativos en el mismo tiempo, y en escasas situaciones los retornos tienen signos diferentes. A todo ello, la inversión inmobiliaria

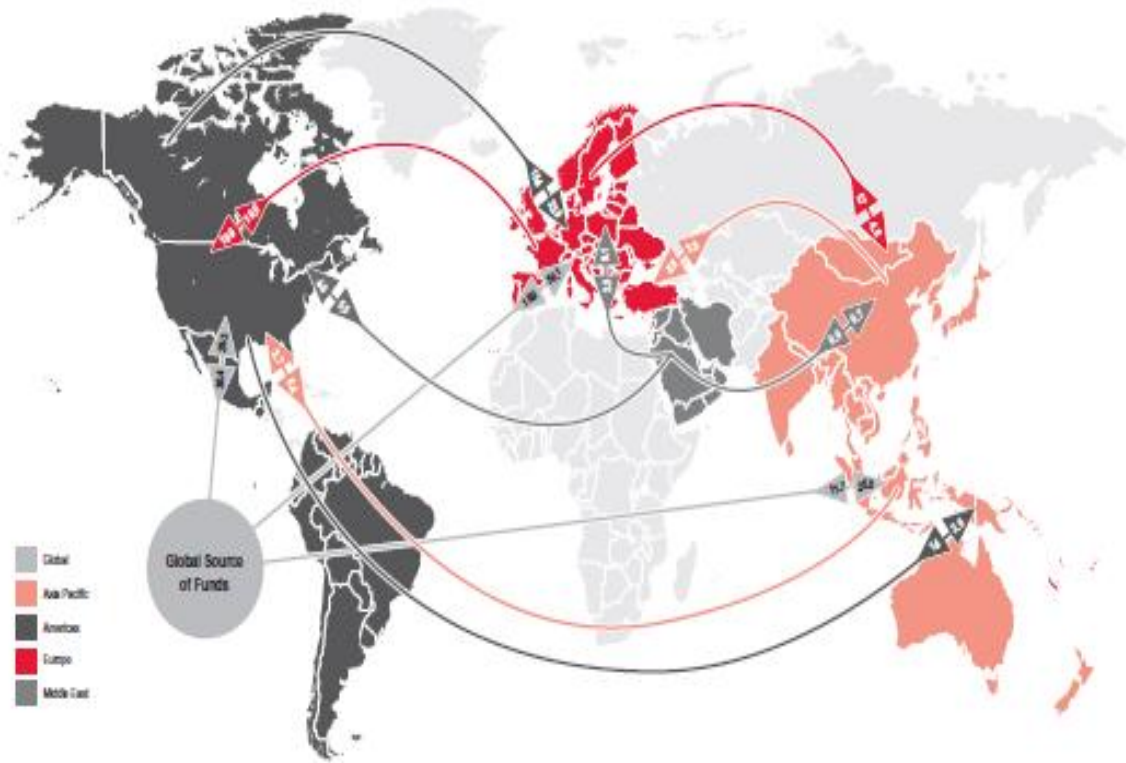
añade adicional diversificación a cualquier cartera de inversiones que este equilibrada entre acciones y bonos, a la vez que ofrece un “parachoques a la baja” de dicha cartera, ya que sus retornos se sitúan entre los bonos y los “blue chips” con un componente estable de rentas (Hoesli, 2004).

El Inmobiliario es un mercado cuyos retornos se sitúan entre los bonos y los stocks más seguros, donde una gran proporción de éstos viene dado por las rentas de los activos, y cuyas plusvalías son una defensa contra la inflación, con una baja correlación con otros activos financieros, y una volatilidad moderada. Es decir, con unos retornos aceptables con un riesgo moderado en el tiempo. Un mercado que está considerado como el activo por clase, mayor del mundo en 2002, representaba en las economías desarrolladas un valor de 65 Trillones de dólares (The Economist, 2002).

En 2007 dicho mercado global representaba flujos de caja (retornos por rentas principalmente) por valor de \$ 4,6 Trillones. Solo en EEUU el valor de los activos inmobiliarios “comerciales”, es de 5 trillones de dólares.

La UE tiene el 22,7% de la propiedad mundial inmobiliaria en mercados públicos, mientras que el valor de sus activos inmobiliarios comerciales representa el 42,3%, del total mundial de 12 Trillones de Euros (Fuente JPMorgan, European Equity Research Sept. 4th 2007).

Gráfico 30: Flujos internacionales de Inversión Inmobiliaria 2007



Fuente: JLL Global RE Capital, marzo 2008

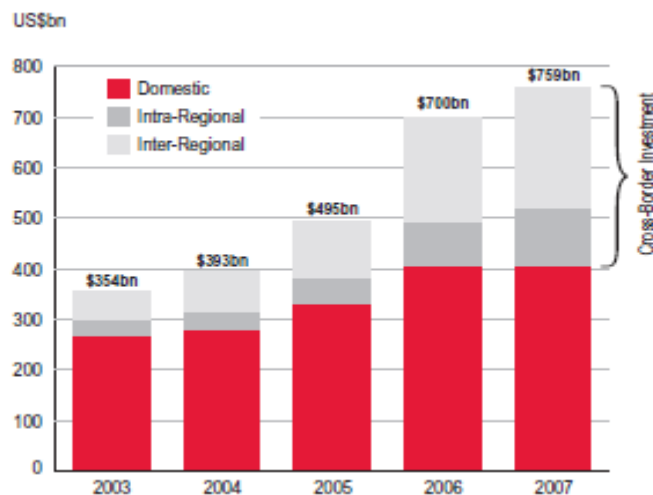
Nota: La dirección de las flechas indica los flujos de capital, ej.: inversores americanos han realizado adquisiciones inmobiliarias en Europa por valor de \$23.9 bn y 15.4bn en ventas.

En 2007, el valor de los activos comerciales inmobiliarios mundiales era de \$23tn siendo junto al de los inmuebles residenciales el mayor activo todavía del planeta (JLL Global RE Capital, marzo 2008).

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

En el gráfico (30) se puede observar el máximo en inversión inmobiliaria del ciclo de estudio. En 2007 se alcanzó un record de \$759bn. Del total de transacciones inmobiliarias mundiales, por encima del 45% implicaron a un comprador o vendedor extranjero, los flujos de capitales inter regionales supusieron entonces \$242 bn. En Europa los mercados de los “big three, UK, Alemania y Francia acumularon el 63% de las transacciones (JLL Global RE Capital, marzo 2008).

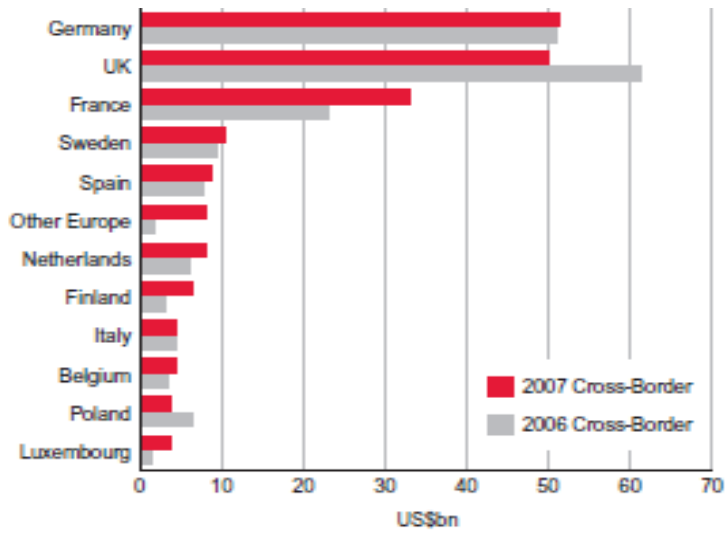
Gráfico 31: Crecimiento de la inversión inmobiliaria internacional directa



Fuente: JLL Global RE Capital, marzo 2008

Se observa en el gráfico, que la inversión que más crece es la inter regional dado que es un factor de diversificación mayor.

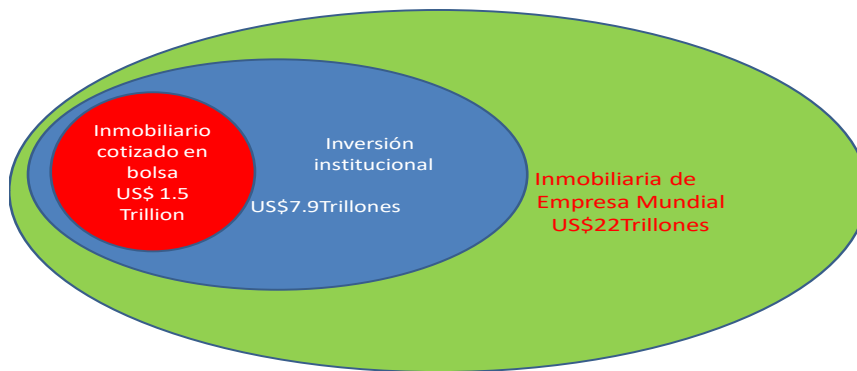
Gráfico 32: Transacciones europeas de inversión inmobiliaria internacional directas



Fuente: JLL Global RE Capital, marzo 2008

En España a pesar de haberse hecho manifiesta la crisis inmobiliaria, continuó el crecimiento, debido quizás, a que se pusieron más activos en venta en el mercado debido al cambio de ciclo

Gráfico 33: Universo de inversión Inmobiliaria Terciaria en 2006



Fuente: Elaboración propia con datos de EPRA/NAREIT/LI

3.6.4 Benchmarking e índices europeos de rendimientos y aumento de la transparencia.

Muchos fondos cotizados funcionan con similares características de las acciones bursátiles, en especial los REIT's, Real Estate Investment Trust's, (SOCIMIS en España, o UK-Reits en Reino Unido por citar dos ejemplos) y los ETF, Exchange Traded Funds (fondos que cotizan en bolsa).

Criterios conocidos en otros mercados que estadísticamente correlacionan rentabilidades históricas, (dividendos-crecimiento), con parámetros del mercado, como son los coeficientes *beta*, son aplicados en estos casos.

En los casos de empresas no cotizadas, se suelen identificar transacciones comparables de activos similares para asignar, a través de expertos tasadores inmobiliarios el precio teórico que tendrían ese tipo de activos en un tipo de mercado determinado,

triangulizándolos con las rentabilidades iniciales de mercado y las rentas de alquiler que se obtienen de los inmuebles así como, de sus rentas potenciales para ajustar su valor.

Los índices públicos sobre los rendimientos inmobiliarios históricos de más de 40 años, existen en algunos países anglosajones, pero son muy recientes o inexistentes en otros muchos países. Son valores útiles para comparar el rendimiento medio de las inversiones y realizar proyecciones sobre tendencias históricas. En estos momentos existen diversos índices que en Europa tratan de estipular cuales han de ser aquellos referentes de mercado y que son entre los más importantes los siguientes:

IPD INDEX. Investment Property Databank (opera en varios países europeos, y es junto al siguiente el más extendido). El Índice de Propiedad Anual Reino Unido IPD mide los retornos totales sin apalancamiento financiero de inversiones directas inmobiliarias con valoración de mercado. El índice contabiliza el rendimiento de 21175 inversiones inmobiliarias, con un valor de capital total de más £ 152.700.000.000 al mes de diciembre de 2013. La cobertura de mercado se estima en torno al 60% - 70%, con resultados que se remontan a 1980. Fuente IPD (2014).

Los Índices del IPD se publican en 18 países y sus “benchmarks” son comúnmente utilizados por los directivos de los fondos. Los índices sobre empresas cotizadas son más transparentes pero no siempre está claro que precios representan, pues en periodos de bonanza algunas empresas inmobiliarias han llegado a cotizar como el ejemplo de Metrovacesa en 2006, al 20% por encima del valor neto de sus activos. En 2008 existían empresas inmobiliarias que cotizaban a un 40% por debajo del valor de sus activos. Además se fundían el valor actual neto de sus activos y la estructura de deuda de la empresa.

FTSE EPRA/NAREIT INDEX. Financial Times Stock Exchange on European Public Real Estate Association (índice sobre los listed funds y REIT’s). Formado en 2000 es el índice inmobiliario global más reconocido. El FTSE EPRA / NAREIT Global Real

Estate Index Series está diseñado para representar las tendencias generales en acciones inmobiliarias elegibles en todo el mundo.

Las actividades relacionadas se definen como la propiedad, la eliminación y el desarrollo de bienes inmuebles generadores de renta. La serie de índices ahora cubre, países desarrollados, emergentes e índices globales.

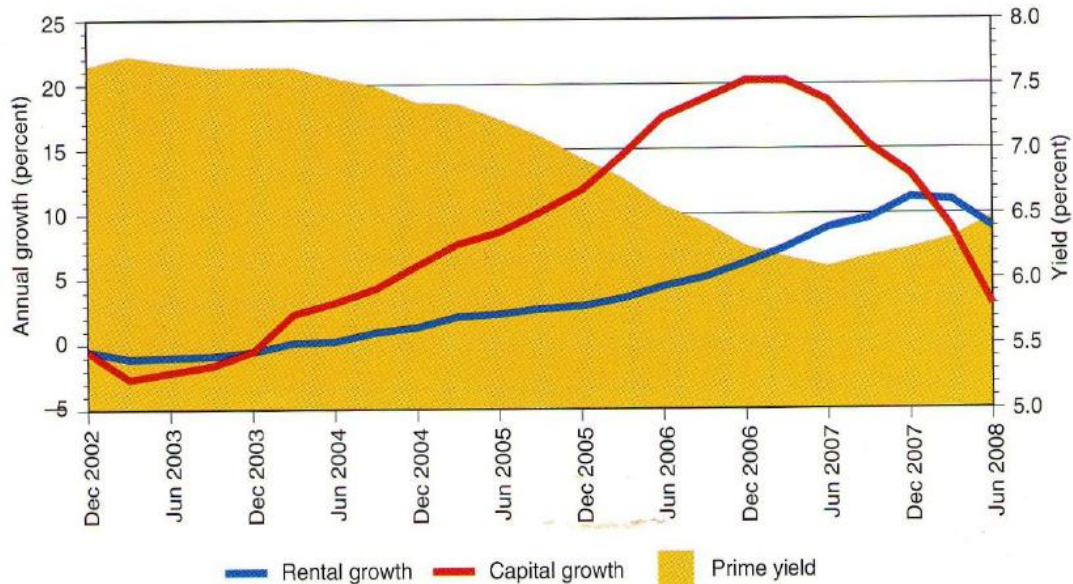
NCREIF INDEX. (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) de corte un poco más consultor u académico y menos público. Es solo de EEUU. El Índice de la Propiedad NCREIF es una tasa total compuesta de series de tiempo trimestrales de la medida del retorno de rentabilidad de las inversiones de un gran “pool” o cesta de propiedades de bienes inmuebles comerciales e individuales adquiridas en el mercado privado sólo con fines de inversión. Todas las propiedades del índice se han adquirido, al menos en parte, en nombre de inversores institucionales exentos de impuestos - la gran mayoría son fondos de pensiones. Como tal, todas las propiedades se mantienen en un entorno fiduciario.

INREV INDEX. European Association of Non-Listed Real Estate Vehicles. Mide el rendimiento de los vehículos de inversión inmobiliarios que no cotizan. Es trimestral y anual y se publica en la tercera semana de abril.

La información es siempre positiva para los mercados pero no olvidemos que la total transparencia y, sobre todo, la internacional en el mercado inmobiliarios es bastante complicada, ya que el conocimiento local y la heterogeneidad de sus productos y diferentes fases de ciclo en diferentes mercados y países crean nichos e ineficiencias de mercado que suelen, normalmente, aprovechar mejor los operadores locales.

Respecto a los índices, encontraremos aquellos que se basan en la valoración de los activos subyacentes de los fondos o empresas inmobiliarias cotizadas, y habrá aquellos que se basan tanto en los dividendos que pueden proporcionar a sus accionistas, como de la revalorización de sus títulos. Por un lado, los índices basados en valoraciones de activos, tenderán por lo general a ser menos volátiles que los basados en el precio de los títulos y sus dividendos debido a la inercia intrínseca de las tasaciones que se realizan con cierta periodicidad. Por lo tanto, suelen presentar retornos persistentes (correlacionados en el tiempo). Así mismo, los índices basados en el precio y dividendo de acciones, tienden a estar correlacionados con el resto de valores de los mercados bursátiles.

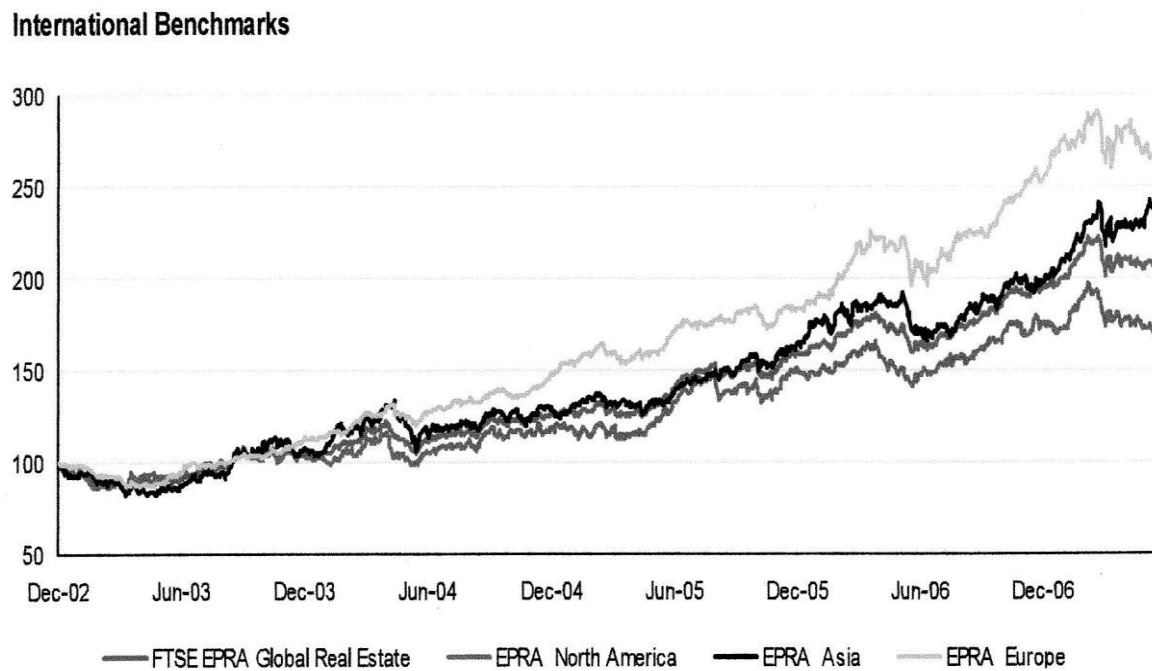
Gráfico 34: Rendimientos Inmobiliarios “prime”



Fuente: Cushman and Wakefield 2008

En el gráfico (34) podemos observar el cambio de tendencia tras la crisis al final del periodo de estudio. El crecimiento de las rentas, (en el gráfico “rental growth”), en situaciones de “burbuja” hace que los crecimientos en valores de los inmuebles no sea proporcional al crecimiento en las rentas. Por eso las rentabilidades de los inmuebles (en el gráfico yields) son inversamente proporcionales al precio de estos. Las rentabilidades suelen ser un reflejo del riesgo por fundamentales.

Gráfico 35: Benchmarks Inmobiliarios Internacionales



Fuente: EPRA

El gráfico (35) refleja como la mayoría de índices inmobiliarios bursátiles internacionales fueron creciendo desmesuradamente ante la facilidad existente del crédito. La mal llamada “fiebre del ladrillo” afectó a todo el planeta, aunque en nuestro país es quizás donde más excesos ocurrieron.

3.6.5 Aumento de transparencia en el sector de los fondos inmobiliarios internacionales

La dotación de una mayor transparencia ha sido perseguida por los protagonistas, (consultores internacionales, inversores, fondos, asociaciones del sector y legisladores) del mercado inmobiliario-financiero desde el inicio del periodo del estudio.

Los fondos cotizados en mercados públicos o altamente regulados, (inmobiliarias que cotizan, fondos abiertos alemanes, o REIT´s en sus diferentes variantes europeas), están obligados a seguir normas similares a las que rigen al resto de mercados secundarios.

Las empresas inmobiliarias que cotizan en mercados secundarios por el hecho de poseer bastantes de sus activos invertidos en inmuebles, deberían representar una alta correlación entre sus retornos y aquellos de los activos subyacentes del mercado inmobiliario. Sin embargo, la envoltura de la titulación que ofrecen estos vehículos de inversión públicos introducen el bajo coste, y dimensión de las posibilidades de arbitraje que no están presentes en el mercado inmobiliario privado (Brouen, 2006).

Esas diferencias en las posibilidades de liquidez (“trading dimensión”), introducen significativas variaciones en el corto plazo en los rendimientos de los mercados públicos y no públicos del sector inmobiliario, y nos hacen preguntarnos si las titulaciones inmobiliarias, o acciones, pueden ser calificados como verdadera exposición a los mercados inmobiliarios, al ser estas más dotadas de la volatilidad de dichos mercados. No obstante, diversos estudios internacionales sobre el sector, (NAREIT, GPR, NCREIF, IPD), sugieren que tras analizar las relaciones subyacentes entre los sectores públicos y privados inmobiliarios a través del ajuste por tipos de propiedades, deuda, y valoraciones, ambos sectores tienden a confluir en el largo plazo, aunque como se ha mencionado anteriormente las fluctuaciones en el sentimiento de los mercados públicos, debilitan las correlaciones contemporáneas entre ambos mercados.

Entre ambos “mundos” tan opuestos, uno demasiado transparente y el otro prácticamente opaco, se encuentran los fondos inmobiliarios no cotizados que ofrecen

las ventajas de la inversión indirecta, pero sin estar expuestos al sentimiento del mercado bursátil. Su cotización se basa prácticamente en valoraciones o tasaciones de sus activos inmobiliarios subyacentes, en lugar de la cotización del mercado (Giliberto, 1990).

Sus inconvenientes radican en su liquidez limitada, falta de un mercado secundario y su limitada transparencia. Aunque el crecimiento desmesurado de este sector en los últimos años, (en número de fondos y tamaño), ha hecho de ellos una mayor creíble alternativa de inversión para los inversores institucionales. Brueggeman, Chen y Thibodeau, (1992), examinaron el rendimiento de dos fondos de fondos inmobiliarios, durante un periodo de 1972 a 1991, y comprobaron bajas volatilidades comparados con acciones y bonos en el mercado norteamericano, y mejores rendimientos en una relación de ajuste precio-riesgo. Además, los fondos inmobiliarios demostraron ser un escudo anti inflacionario, en momentos en que la inflación era alta.

3.6.6 Los derivados inmobiliarios

A pesar de tener una larga tradición en la economía mundial, a través de derivados sobre divisas e índices bursátiles. A partir de los años 80 se acentuó su complejidad y su extensión en los mercados internacionales así como el crecimiento del número de empresas que han servido de vehículo para la explotación de los nuevos productos financieros y en especial de los hipotecarios. Todo ello ha contribuido a la separación entre acreedores y deudores mediante la titulación de sus créditos y su posterior comercialización dentro de sofisticados derivados financieros (Merton, 1972).

Los derivados inmobiliarios son contratos que representan sus retornos frente un activo inmobiliario subyacente, o un índice sectorial reconocido por ambas partes, sobre la cual los contratantes tienen diferentes visiones dentro de un marco o periodo de tiempo preestablecido, y permite a los inversores apostar contra el futuro nivel de un índice. Normalmente, en el Reino Unido esto toma forma de SWAPS contra el índice del IPD que es la institución de investigación inmobiliaria con mayor antigüedad, que proporciona datos de la actividad inmobiliaria en ese país desde hace casi 40 años. Los inversores pueden decidir si existe suficiente correlación entre el índice de performance, y la naturaleza de su cartera de inversiones inmobiliarias, para que el derivado actúe como un seguro sobre sus expectativas de retorno. Los profesionales del sector no le han dado aún la suficiente amplitud a este tipo de instrumentos que intentan apoyar la dinámica de un mercado de un tamaño como el inmobiliario terciario, pero su complejidad financiera, unido a la debacle “sub prime” y a que la creación del mercado de derivados inmobiliarios, es relativamente reciente, quizás esas sean las causas de su lento desarrollo hasta hoy.

En España durante el periodo de estudio, solo se desarrolló un derivado inmobiliario por Grosvenor en 2006, que cubría el índice de empresas cotizadas inmobiliarias españolas. Aunque su protagonismo fue ínfimo en comparación con otros productos de control de riesgos que operan en otros mercados, señaló uno de los caminos por donde va a avanzar la industria a pesar de los problemas con que ciertos productos inmobiliario-financieros ahogaron las economías mundiales.

Según Fabozzi et al. (2010) en 2008 solo unos 22 bancos en Europa tenían permiso para emitir este tipo de productos. Comparado con otros productos inmobiliarios este quizás es el más volátil. Deben entenderse no obstante, algunos de los riesgos de este tipo de activos, ya que los administradores de fondos y compañías inmobiliarias se sienten más cómodos manejando los “ladrillos” que manejando instrumentos financieros sofisticados debido a:

El precio: los usuarios de derivados deben entender cómo se forma el precio de los derivados en el mercado y como se forma la curva futura de expectativas de retornos en el mercado, y al mismo tiempo, comprender las limitaciones de dicho análisis.

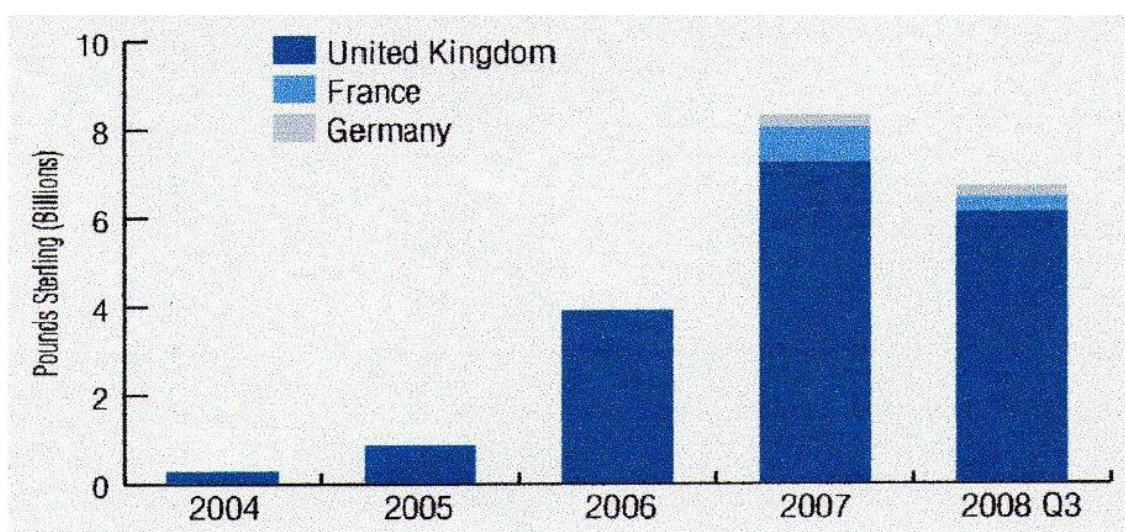
Los riesgos de las valoraciones: Las valoraciones de mercado de estos activos son más volátiles que la inversión directa o indirecta en inmuebles, como se comentó anteriormente, ya que la valoración del precio de un derivado no solo tiene en cuenta los movimientos de los índices subyacentes, sino también el cambio del precio del derivado cuando éste es revaluado, y esto queda ampliamente afectado por las expectativas del mercado que lo hace todavía más volátil.

Calidad de los índices y antigüedad del mercado: A pesar de que en UK comenzaron los derivados en 1990, el mercado aún no está maduro y excepto el IPD y el NAREIT index el resto de ellos aún deben demostrar una trayectoria suficientemente sólida.

No obstante la adopción de este tipo de instrumentos proporciona, y con su evolución, continuará proporcionando, una mejor “caja de herramientas” a gestores de fondos, permitiéndoles una mayor eficiencia en sus técnicas de administración de carteras, abriendo una serie de oportunidades de las que anteriormente no disponían, desde equilibrar sus carteras y asegurarlas contra instrumentos más desarrollados, y eficientes, y facilitándoles arbitrajes dentro de su abanico de inversiones.

En 2008 EUREX, uno de los mercados líderes mundiales en derivados, creó contratos de futuros cotizados sobre los índices del IPD.

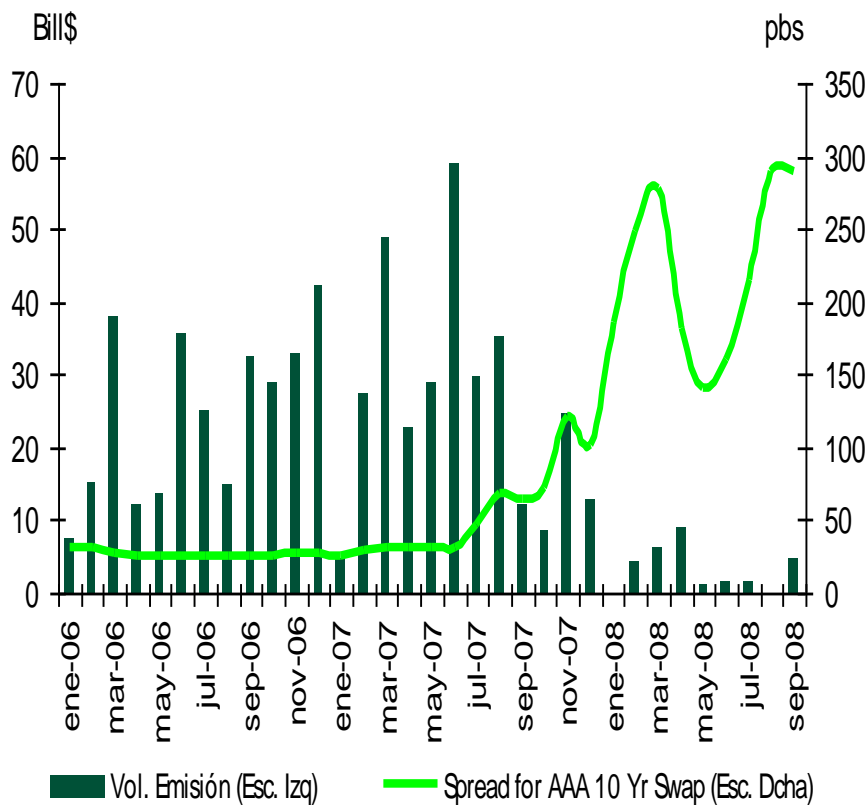
Gráfico 36: Volumen de mercado de derivados inmobiliarios en Europa en Libras Esterlinas



Fuente: IPD

En el gráfico (36) puede observarse el decline del mercado de derivados inmobiliarios internacional tras la crisis financiera de 2007. En algunos bancos e instituciones financieras los departamentos de este tipo de instrumentos fueron cerrados “a cal y canto” hasta principios de 2012.

Gráfico 37: Históricos de emisiones CMBS y spread para SAWPS a 10 años.



Fuente: CBRE

Siguiendo el hilo de los comentarios sobre el gráfico (36), en el gráfico (37) se puede observar la diferencia en concepción del riesgo a partir del otoño de 2007. Se empezó a no creer en este tipo de instrumentos tan válidos para una economía pero del que se realizó un uso fraudulento o sin el suficiente rigor por parte de algunas instituciones bancarias y financieras.

3.6.7 Los benchmarking locales

Existen además de los índices que pretenden ser oficiales sobre el mercado inmobiliario, bien internacional, bien nacional, los índices de mercado que publican los principales agentes inmobiliarios del país de reconocido prestigio. Destacan firmas como CB Richard Ellis, Jones Lang Lasalle, Savills, Cushman and Wakefield y BNPParibas RE. Todos ellos compendiando las diferentes rentabilidades a las que se adquieren los diversos productos inmobiliarios elaboran un ranking “prime” o de los mejores activos a las rentabilidades más reducidas, esto es aproximadamente el precio máximo que se ha conseguido pagar por un activo que al capitalizar las rentas que se obtienen de éste, o que se deberían hipotéticamente obtener si es un activo aún por alquilar, nos dan las tasas de capitalización o “market cap rates”. Estas tasas de capitalización son las tasas de mercado en activos inmobiliarios y difieren significativamente de los índices bursátiles sobre empresas inmobiliarias o no que cotizan en mercados bursátiles. Mientras el mercado bursátil puede sufrir variaciones mucho más agresivas, tanto al alza como a la baja, sobre el precio de las acciones de las empresas inmobiliarias que cotizan en ellos, las rentabilidades de mercado suelen tener menos altibajos y operan sobre transacciones reales y no financieras, y sus publicaciones son realizadas por parte de la mayoría de consultores inmobiliarios internacionales.

3.7 Tipos de fondos

En este capítulo se cubren los objetivos Objetivo Principal y Objetivo Secundario nº 1.

3.7.1 Fondos cotizados y privados (listed funds y non listed funds)

Las diferencias en algunos casos se expresan en sus nomenclaturas, mientras unos operan bajo la supervisión de mercados secundarios públicos regulados, los otros forman equipos privados, más dinámicos, bajo un plan de negocio, que continuamente revisan en conjunción con sus principales inversores. Los cotizados operan más como un ejército mientras los no cotizados como una guerrilla, aunque el objetivo, sea el mismo.

El mercado de los fondos que no cotizan en mercados públicos alcanzó al final del periodo de estudio de esta tesis, la cifra de 500 fondos institucionales que mantienen en propiedad unos activos por valor de €330bn INREV (2007).

El crecimiento de la oferta en este mercado ha sido en buena parte determinado por la demanda. Dentro del aumento de los planes de inversión inmobiliaria de los portafolios institucionales, muchos de ellos, han sido dirigidos hacia los fondos no cotizados. Uno de los motivos principales, es el conocimiento del mercado del equipo directivo, (normalmente expertos en inversión inmobiliaria internacional y ex consultores con conocimiento extremo local), seguido de los beneficios de la diversificación, y de la facilidad con que los equipos directivos de los fondos no cotizados, NLF (“Non Listed Funds”), acceden a nuevos mercados, en busca de oportunidades que incrementen los retornos del fondo. Además, la volatilidad mayor de los mercados cotizados hace que los listed funds puedan estar afectados en mayor medida por los shocks y fluctuaciones bursátiles (Baum, 2012).

Los fondos cotizados y/o REIT's tienen la ventaja de ser más líquidos, ya que sus participaciones cotizan en mercados públicos, los NLF tienen la desventaja de tener un horizonte temporal determinado en el que el inversor puede retirar sus fondos al realizarse las ventas de los activos originalmente adquiridos, o transaccionar privadamente sus participaciones con otros potenciales inversores lo cual reduce ampliamente su mercado objetivo.

Los Fondos Inmobiliarios Internacionales de ambos tipos invierten tanto directamente en la compra de activos inmobiliarios consolidados, (centros comerciales, plataformas logísticas, edificios de oficinas, hoteles etc.), o en empresas que se dedican a la promoción inmobiliaria o a la inversión inmobiliaria, (como socios participativos o "equity partners"). Como en empresas inmobiliarias que cotizan en bolsa, así como en fondos que invierten a su vez en fondos que se dedican a invertir en inmuebles. Esta tesis no aborda las transacciones de "participadas o equity partnerships" de fondos sobre algunos promotores o compañías inversoras, de carácter mayormente oportunista. Debido a que la mayoría de estas asociaciones son dirigidas a la promoción inmobiliaria, sus altos retornos y riesgos pertenecen más al espectro de inversión empresarial en participadas, (en este caso o ejemplo promotoras), y no representan nuestro objetivo. Dedicaremos principalmente el estudio, hacía aquellas transacciones realizadas por empresas institucionales extranjeras o nacionales con carácter institucional o internacional.

3.7.2 Clasificaciones de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales por su perfil inversor

Según INREV Fund Style Classification (2010) y Baum (2012):

Estilos y estructuras inversores

Se define como estilo inversor a aquella forma en la que el gestor del fondo administra los recursos necesarios para obtener los objetivos del fondo. Incluyendo, entre otros la tasa interna de rendimiento, el nivel de riesgo/cobertura de deuda, y los principales componentes de los retornos como son los incrementos de las rentas o del valor capital de los inmuebles.

Los inversores acceden al sector inmobiliario a través de uno o más productos/perfiles, que responden a ciertas estrategias con respecto al riesgo. Dicho riesgo, suele ser reducido en cuanto la correlación de entre sus diferentes inversiones es lo más cercana a cero posible, ya que la volatilidad se reduce vía una buena diversificación.

Hay cuatro tipos de fondos principales por el estilo de inversión definidos por niveles de deuda, retornos esperados y apetito por el riesgo.

Core Funds: Suelen tener un perfil diversificado de activos “prime” y casi totalmente alquilados, con un apalancamiento que va del 0% al 30%. La mayoría de los Fondos Abiertos de Inversión Alemanes, se sitúan en este perfil inversor.

Los fondos "core" suelen invertir en aquellos activos de mejor calidad, ubicación y prestigio sin prácticamente apalancamiento, ofreciendo a sus inversores flujos de caja futuros dentro de una alta predictibilidad.

Core Plus Funds: Activos “prime” no diversificados y posiblemente concentrados en una zona geográfica o sector (hoteles, oficinas etc.). Normalmente su perfil deudor se encuentra en el rango del 30%-60% del valor del activo.

En la categoría anterior podrían situarse los “obsoletos” fondos de inversión inmobiliarios españoles, que fueron creados en 1992 y fueron posteriormente sustituidos en 2007 por los nuevos fondos denominados SOCIMIS. Son una especie de adaptación del modelo de fondos REIT (Real Estate Investment Trusts) anglosajones, aunque las SOCIMI’s llegaron al mercado inmobiliario español en 2009 y en 2013 aún no se habían convertido en protagonistas del sector.

Los fondos "core-plus" buscarían unos retornos un tanto mayores sacrificando algunas de las características mencionadas de los fondos core, (la ubicación, la calidad, la arquitectura) buscando unos retornos mejores y previendo algún tipo de mejora en los edificios.

Los fondos Value Added: Los fondos de valor añadido, (“value added”), buscan realizar reformas en los edificios que adquieren, incluso cambiándoles si es necesario el uso, utilizan entre un 30% y un 60% de apalancamiento financiero. Normalmente en zonas peores por los fondos core. Están a medio camino de los fondos core-plus y los oportunistas, su horizonte temporal en las reformas o proceso de añadir valor suele ser inferior a un año. Son básicamente core plus funds, que aceptan mayores posiciones de riesgo en la compra de sus activos, que suelen añadir valor constante a través de una intensa gestión; ej. Completar el alquiler en un edificio medio alquilado, cierto grado de rehabilitaciones, adquisiciones de inmuebles en espera de que aumenten las rentas etc. Son unos fondos “semi” promotores, que casi siempre adquieren inmuebles para rehabilitar o conseguir un aumento de rentas, en el caso de que estén alquilados a través de una gestión comercial activa.

Los Opportunity Funds: Los fondos oportunistas son el caso extremo, y normalmente intentan alcanzar todo la cadena de valor del sector, esto es, adquirir un suelo, desarrollar un proyecto arquitectónico, y realizar una promoción inmobiliaria. Sus actuaciones son similares a lo que en España se conoce por una promotora inmobiliaria, pero en este caso dedicándose principalmente el sector terciario y aglutinando en su estructura capital de diversos inversores para acometer sus proyectos.

Los fondos oportunistas ayudan a “envolver” las posiciones privadas de capital dentro de ellas, (sociedades participadas), con un nivel de riesgos mayor y niveles de apalancamiento de hasta el 80%. Suelen buscar ROE’s (retornos sobre el capital) entre 150% y 200%.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 4: Tipos de Fondos Inmobiliarios por retornos y riesgos

TIPO DE FONDO	CARACTERISTICAS	RETORNOS MEDIOS NETOS AL INVERSOR
CORE FUNDS	Riesgo muy limitado Poca deuda o nada Retornos bajos Mejores ubicaciones (clase A) mejores edificios (clase A)	5-6%
CORE PLUS FUNDS	Ubicaciones (clase B) Edificios (clase B) Renovaciones menores Poca deuda Riesgos bajos retornos moderados	7-10%
VALUE ADDED FUNDS	Edificios clase B o C en ubicaciones A o B Renovaciones y rehabilitaciones Deuda al 50% o más Riesgos moderados retornos más altos	10-15%
OPPORTUNISTIC FUNDS	Normalmente son promotores Alto apalancamiento Todo tipo de mercados incluso emergentes Altos riesgos y retornos	15-20%

Fuente: Elaboración propia

La siguiente tabla (5) muestra como la estrategias de inversión de la mayoría de los fondos es “core” contando con el valor actual neto de sus activos subyacentes, en 2006, del 72% de los vehículos europeos, tomando un valor de €237bn, de los cuales €105bn, corresponden a fondos abiertos alemanes (IPD, 2006). Estos fondos no tienen una fecha de “maduración “, (retorno de inversiones a sus inversores), cerrada por lo que su espectro de actuación en el tiempo es ilimitado .El número de los fondos abiertos es posible que siga incrementando al ser un producto de inversión en el que los inversores institucionales y privados se sienten cómodos a la hora de negociar sus participaciones en mercados secundarios (Baum, 2012) y la habilidad de estos fondos de ir rotando sus activos dentro de otros fondos propios “a medida” y con un relativo bajo coste de transacción.¹

Tabla 5: Número de fondos de Inversión inmobiliaria por tipología

Tipo Fondo	Numero de fondos	VAN de los inmuebles € bn	% Cuota mercado
Core	275	237.5	72.2
Value-added	147	58.5	17.8
Opportunity	59	32.7	10.0
Total	481	328.5	100.0

Fuente: IPD 2006

¹ Muchos fondos trasladan parte de sus activos a otros fondos dentro de la misma empresa financiera, con un perfil de riesgo inferior una vez esos activos han adquirido un posicionamiento de mercado relevante o predeterminado, basando todo el proceso en valoraciones y análisis de riesgos a precio de mercado.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Buena parte de los value added funds y de los fondos oportunistas son de tipo cerrado, ya que precisan el capital comprometido por mayores periodos de tiempo para alcanzar sus objetivos de retornos y no pueden con facilidad, dar lugar a reintegros en la inversión a sus inversionistas antes de las fechas pactadas en el origen del acuerdo de inversión en el fondo.

Tabla 6: Periodo de maduración de los fondos inmobiliarios internacionales europeos (2006).

Duración del fondo	Número de fondos	VAN de los inmuebles € bn	% del mercado
Infinita	192	196.8	59.9
Finita	289	131.7	40.1
Total	481	328.5	100.0

Fuente IPD 2006

Otras categorías de fondos:

REIT's: Invierten normalmente en activos “prime”. Suelen mejorar los flujos de caja de los activos a través de una gestión intensa, que puede incluir la rehabilitación o promoción de inmuebles. Son el “envoltorio” de la inversión pública. En nuestro país se podrían equiparar a algunas empresas inmobiliarias cotizadas, pero sin disfrutar de las ventajas fiscales que este tipo de vehículos proporcionan tanto al inversor privado como al institucional. Se dedica más adelante un capítulo, al respecto, en este estudio así como a los esfuerzos de algunas instituciones para adoptar este tipo de vehículos dentro de nuestra legislación y la de otros países. Es hacia donde está evolucionando todo el

sector inmobiliario terciario o no internacional, al ser vehículos de inversión inmobiliaria altamente transparentes y de baja fiscalidad.

Structured Capital Funds: Son posiciones inversoras preferentes al resto de las participaciones accionariales y suelen estar subordinadas a la hipoteca. Tales como Fondos Especializados en Deuda Mezanine, que es un tramo de deuda superior a la deuda principal y con mayor riesgo y por tanto coste, y Fondos Hipotecarios. Son los fondos más financieros y técnicos del sector.

Distressed Funds: Fuertemente apalancados hasta el 90%, suelen comprar activos de empresas en quiebra o en mercados en crisis, en espera de recuperación del sector. Buscan retornos sobre el capital invertido de entre 200% y 300%. Son los también llamados “fondos Buitres”. Suelen también ser agrupaciones o “clubs” de capital que se dirigen a mercados que han sucumbido a una crisis.

La mayoría de los fondos que operan en Europa normalmente realizado sus inversiones a través de un SPV (“special purpose vehicle”) domiciliados en Luxemburgo que a su vez “colgaban” de otro SPV situado en Holanda, como se ha mostrado anteriormente.

Respecto a la inversión, esta puede ser indirecta (pública/bolsa) o directa.

Los principales vehículos de inversión indirecta son los siguientes:

-Compañías inmobiliarias que cotizan en bolsa, incluyendo los REIT’s (en el extranjero).

-APUT’, SICAFI’s etc.

-Vehículos de inversión semi privados: (Property Unit Trusts y German Open ended Funds).

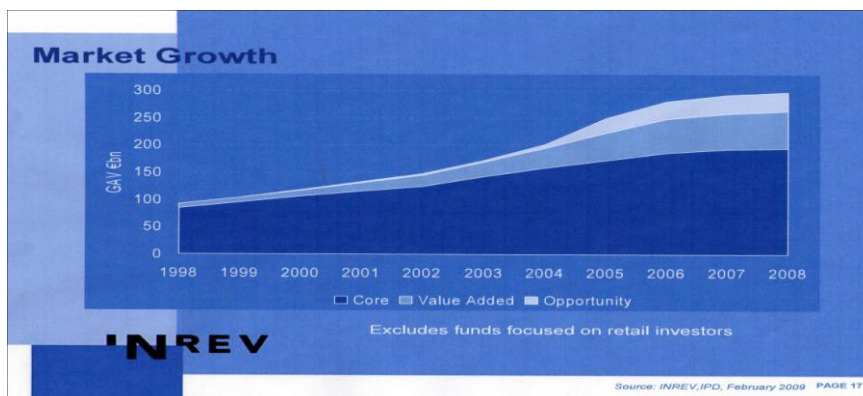
-Derivados inmobiliarios (públicos y privados).

-Fondos cotizados y no cotizados inmobiliarios.

Y los principales vehículos de inversión directa son los JV's inmobiliarias y sindicaciones a un grupo reducido de inversores (club)

La típica inversión inmobiliaria no realizada a través de un tercero, como por ejemplo un FI en la adquisición de activos inmobiliarios terciarios. Principalmente en propiedad vertical o de un tamaño en propiedad horizontal que haya supuesto un desembolso significativo y que represente la adquisición de la mayoría de la propiedad.

Gráfico 38: Crecimiento de los fondos privados inmobiliarios en Europa 1998-2008 y mercados objetivo de inversión



En el gráfico (38), se puede observar el aumento del volumen de inversión de estos fondos, que si lo sumamos al capital que ha sido dirigido en bolsa a empresas

inmobiliarias, a fondos públicos, titulizaciones y derivados, puede dar una imagen de que quizás ha sido el sector económico que más protagonismo ha tenido en el mundo en los últimos 10 años. El aumento de vehículos privados de inversión inmobiliaria terciaria no solo ha sido en número y en volumen de fondos gestionados, sino también en su percepción del riesgo; bien debido a la competencia, cada vez mayor en mercados cada vez más integrados en prácticas comunes, (valoraciones, índices, benchmarkings, contables, legales, impositivas etc.) que ha hecho, junto con el abaratamiento del coste del capital en el periodo de estudio, (financiación y disponibilidad de éste último), y la escasez o alto precio de los mejores activos situados en las mejores zonas de las principales ciudades y por tanto los que menor riesgo implicaban, que muchos fondos ampliasen o creasen nuevos fondos dirigidos a mercados más secundarios, con mayores retornos, mayores riesgos, y menor liquidez.

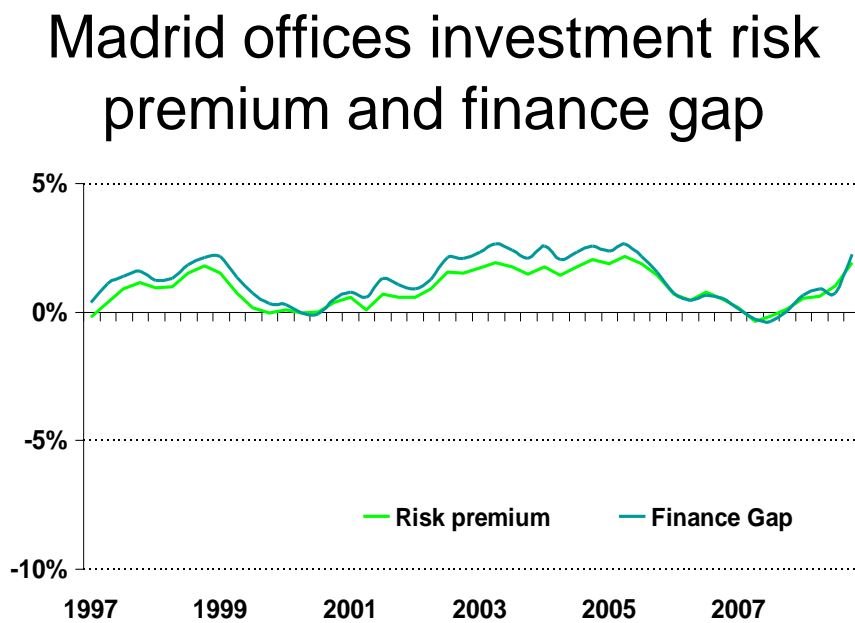
Hasta finales de los años 90 los fondos de valor añadido y oportunistas eran prácticamente inexistentes. A principios de los 90, los fondos core contaban con el 97% del mercado por valor bruto actual, para reducirse su cuota al 60% en enero de 2008. Los fondos oportunistas o de valor añadido experimentaron un rápido auge entre 2000 y 2003, siendo los fondos de valor añadido los que experimentaron una mayor tendencia y constituyendo en 2005 la mayoría de los fondos que se crearon. Property Funds Research (Enero 2008).

La mayoría de los fondos tienen cierta variedad de restricciones con el objetivo de limitar el riesgo de una particular cartera de inversiones. Los fondos diversificados, (aquellos que invierten en diferentes tipologías de inmuebles, residencial, oficinas, logística, etc.) suelen tener permitido invertir entre el 30% y el 50% del valor bruto de sus activos en un determinado sector. Los fondos pan europeos pueden tener restricciones a sus inversiones en los países que invierten, limitando del 30% al 50% del valor bruto de sus activos, en cada país. La promoción inmobiliaria (excepto en los fondos oportunistas) suele estar limitada entre el 10% y el 30% del valor bruto de sus activos.

También es común que suceda, que existan límites al volumen de inversión en un solo activo, normalmente alrededor del 15% del valor bruto de todos los activos del fondo

y que las rentas derivadas de un solo inquilino/corporación no superen el 15% del mismo parámetro.

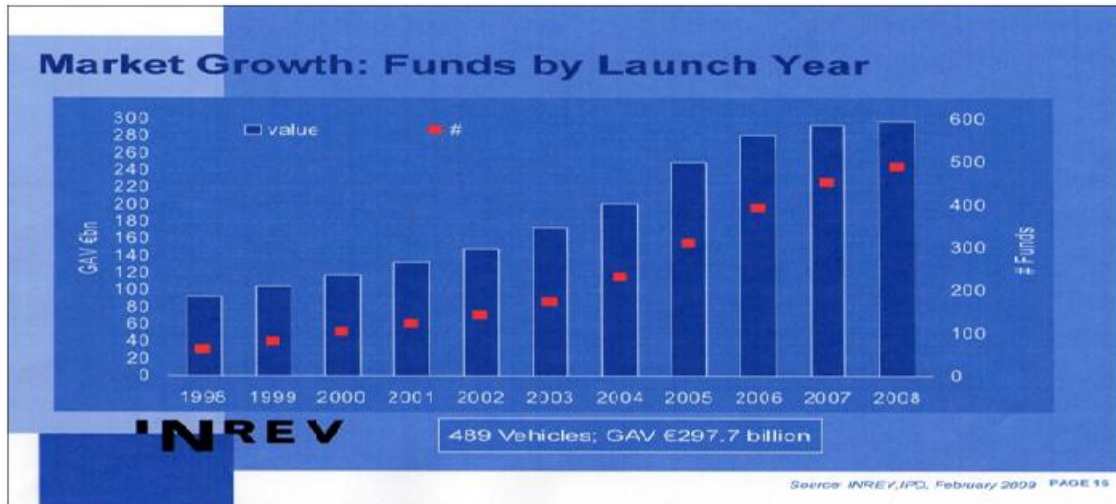
Gráfico 39: Premium de inversión en edificios de oficinas sobre bonos del tesoro



Source: CB Richard Ellis

En el gráfico (39) se observa como la horquilla de rentabilidad exigida hacia los activos inmobiliarios, es menor en algunos años, (en 2000 y en 2007), a las rentabilidades exigidas a activos con supuestamente 0 riesgo, como son las Letras del Tesoro. La inversión inmobiliaria no es una inversión sin riesgos. Existen riesgos de liquidez, de mercado etc., por lo que el inversor que invierte en esos activos, siempre exigirá un Premium sobre otro tipo de activos con menores riesgos.

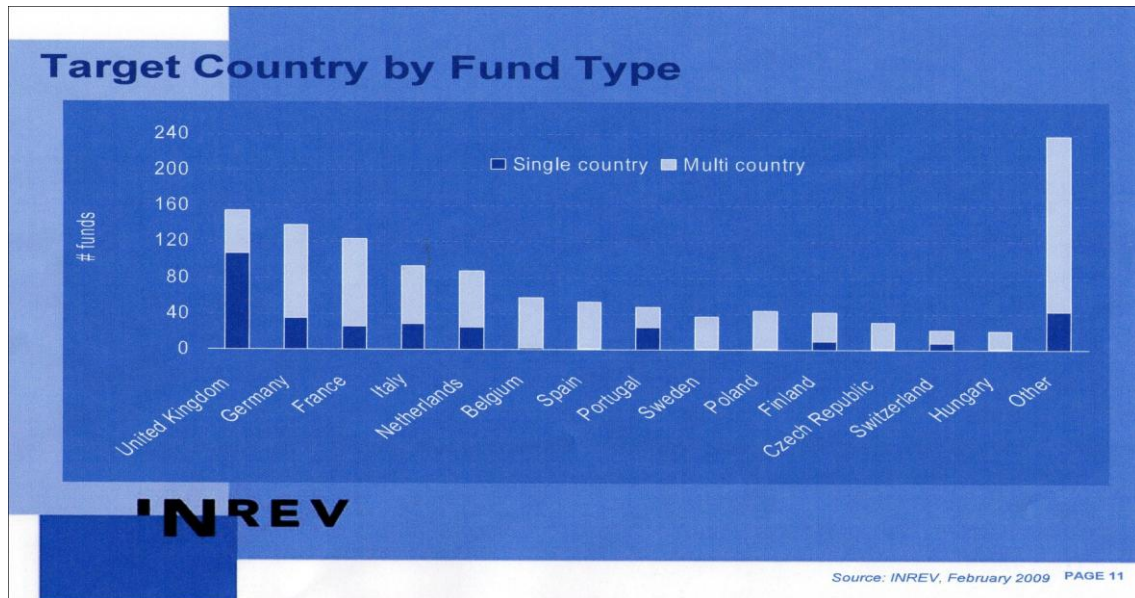
Gráfico 40: Valor de activos inmobiliarios gestionados y número de nuevos fondos en Europa



Fuente: INREV 2009

En el gráfico (40), vemos como el crecimiento de fondos privados en Europa tuvo un crecimiento acorde con el mercado. El problema es que se comprometió más capital del que el mercado podía absorber manteniendo los retornos basados en fundamentales. Esto obligó finalmente a muchos fondos a no poder cumplir con sus compromisos de realización de activos en los retornos prometidos a sus inversores.

Gráfico 41: Mercados objetivos de los fondos en Europa



Fuente: INPREV, 2009

En el gráfico (41), vemos como España era un claro objetivo de diversificación con respecto a mercados más consolidados

3.7.3 Fondos Abiertos Alemanes

Los fondos alemanes pueden ser principalmente de dos tipos: Closed Ended Funds (cuyo funcionamiento es similar al de los fondos no cotizados inmobiliarios), y los Open Ended Funds, (fondos abiertos), de carácter más público y líquido y que serán los que analicemos en esta sección. El público objetivo de los fondos abiertos, puede ser tanto el público en general como fondos restringidos a un público institucional. Estos fondos han sido las instituciones más activas en los últimos diez años en el panorama

inversor inmobiliario europeo institucional, a pesar de que han tenido dos duras etapas en los últimos años: Una durante la recesión alemana durante 2004, cuando algunos escándalos por corrupción provocaron retiradas masivas de fondos por parte de su público inversor y los fondos se vieron obligados a “congelar” las salidas de estos. La otra, ha sido recientemente durante la crisis provocada por la falta de liquidez en los mercados financieros tras el “credit crunch” que comenzó en agosto de 2007 (Baum, 2012).

Según INREV existían en 2007 unos 30 fondos abiertos en Alemania con inversiones prácticamente en todos los continentes, y España ha sido objeto de numerosas inversiones por su parte. Su capitalización en 2007, estaba en unos 80.000M€ en activos. Es un vehículo de ahorro muy popular en Alemania donde es más frecuente que las familias alquilen su residencia, y sus inversiones inmobiliarias adopten este tipo de vehículos.

Las normas fundamentales por las que se rigen estas instituciones son básicamente las siguientes:

- Las valoraciones deben ser supervisadas por un comité de expertos y realizadas por agentes inmobiliarios internacionales de reconocido prestigio.
- Sus inversiones deben de ser al menos en un 51% en activos inmobiliarios directos.
- Deben tener un 5% mínimo en activos líquidos.
- Uniformidad de sus contabilidades para la comparación de carteras.
- DID (=German Real Estate Database) realiza estudios periódicos de open-end real estate funds rating de todos los fondos para el público en general.
- Compañías financieras deben administrar los activos.
- La composición de los activos del fondo, debe ser principalmente inmobiliaria en activos terciarios(oficinas, centros comerciales, logística, hoteles etc.) y en

países previamente seleccionados. El resto de activos, debe permanecer en forma de créditos con bancos y depósitos.

- El foco principal de inversiones debe ser la Unión Europea, inversiones en otras regiones no pueden suponer más de un 30% del riesgo divisa dentro de las carteras.
- Valoración anual, y trimestral de activos, así como la de su cotización diaria de los fondos por Ley Alemana.
- Limitación del comité de expertos y de inversión a un plazo máximo de 5 años.

De los aproximadamente 400 vehículos de inversión inmobiliaria privada incluidas en las bases de datos del INREV, en 2007, (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles), solo 30 de ellos son Fondos Abiertos Alemanes, pero representan el valor del 43,45% del total de los activos, siendo ese valor aproximadamente de unos 110.000M€. Están incluidos en el INREV que no son públicos o cotizados, sino semi públicos.

El rendimiento de estos fondos ha sido tradicionalmente bajo pero seguro ya que su nivel de riesgo es bajo, y el conocimiento inmobiliario de sus gestores es bastante alto

Tabla 7: Rendimiento de los Open Ended Funds Alemanes (Oct.2005 in %)

Rendimiento de los Open Ended Funds Alemanes (Oct.2005 in %)

Fuente: BVI y elaboración propia

Fund	Investment Company	3 years		10 years		15 years	
		Cumulated	Yearly	Cumulated	Yearly	Cumulated	Yearly
Aachener Grund-Fonds Nr. 1	AACHENER GRUNDVERMÖGEN	7,8	2,5	51,6	4,3	124,7	5,5
AXA Immoselect	AXA INVESTMENT	15,7	5,0				
CS EUROREAL	CSAM IMMO	12,3	3,9	67,3	5,3		
DEGI INTERNATIONAL	DEGI						
Deka-ImmobilienEuropa	DEKA Immo	9,8	3,2				
Deka-ImmobilienFonds	DEKA Immo	6,2	2,0	45,2	3,8	117,2	5,3
Deka-ImmobilienGlobal	DEKA Immo	12,6	4,0				
DIFA-Fonds Nr. 1	DIFA	5,7	1,9	46,0	3,9	117,5	5,3
DIFA-Global	DIFA						

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

DIFA-GRUND	DIFA	8,8	2,9	53,7	4,4	126,7	5,6
grundbesitz-global	DB Real Estate	11,3	3,6				
grundbesitz-invest	DB Real Estate	7,5	2,5	46,1	3,9	110,6	5,1
GRUNDWERT-FONDS	DEGI	7,2	2,3	43,5	3,7	108,2	5,0
HANSAimmobilia	HANSAINVEST	7,0	2,3	49,2	4,1	118,0	5,3
HAUS-INVEST Europa	CGI	8,2	2,7	55,2	4,5	124,9	5,6
HAUS-INVEST Global	CGI						
EURO ImmoProfil (ex iii-Fonds Nr. 2)	iii investments	3,3	1,1	36,3	3,1	99,3	4,7
INTER ImmoProfil (ex iii-Fonds Nr. 3)	iii investments	9,2	3,0				
KanAm grundinvest Fonds	KanAm Grund	20,0	6,3				
SEB ImmoInvest	SEB IMMOINVEST	14,5	4,6	68,3	5,3	146,6	6,2
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	SEB IMMOINVEST						
UBS (D) Euroinvest Immobilien	UBS	17,3	5,5				
UBS (D) 3 Kontinente	UBS						
WestInvest ImmoValue	WESTINVEST						
WestInvest InterSelect	WESTINVEST	14,7	4,7				

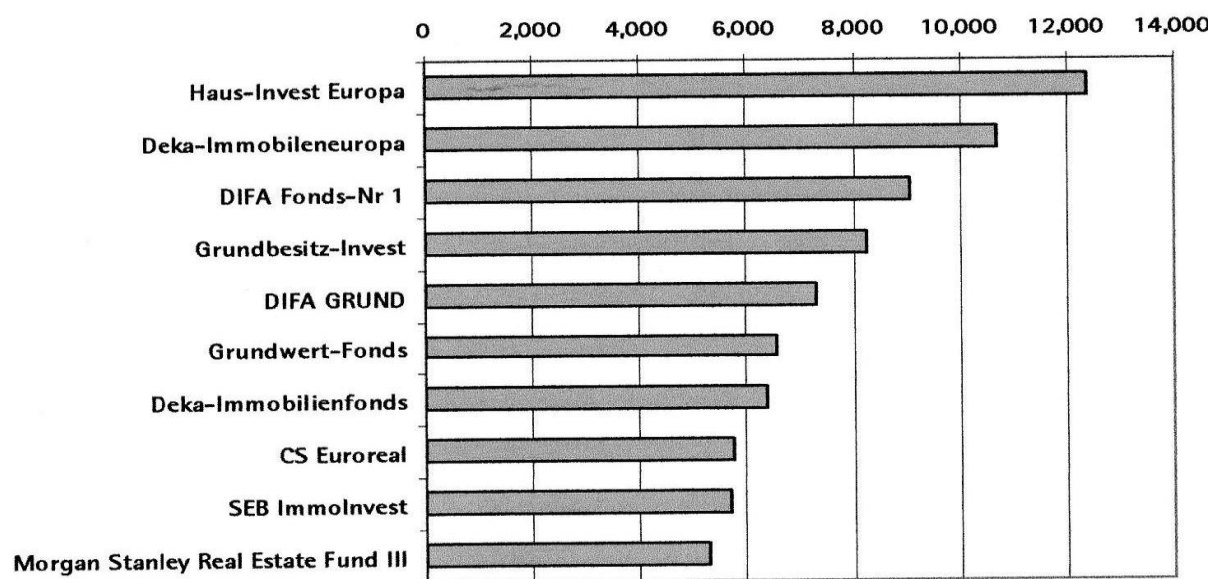
En la tabla (7) vemos como los OEF son instrumentos de baja rentabilidad a largo plazo, siempre que se pueda por encima de la inflación, ("inflation edge"), y si los comparamos con el gráfico 34 "Prime Property Performance", podemos ver que la inversión en estos fondos no se aleja tanto de las inversiones "prime" o en las mejores ubicaciones directas. El único problema, es que en determinados momentos de pánicos o crisis, sus responsables, (con el beneplácito del gobierno), han debido congelar las retiradas masivas de capital. Al igual que ha pasado en España en 2008 con los Fondos Inmobiliarios creados en 1992, pues los inmuebles al ser activos que no cotizan en mercados líquidos, tardan un tiempo en venderse y deben esperar sus ventas al mejor precio y eso no ocurre inmediatamente. En concreto, muchos de estos fondos abiertos alemanes debieron congelar sus salidas de capital en 2005 y 2008. No obstante sus rendimientos mínimo objetivos es de conseguir un 10% entre 7 y 10 años. La mayoría de estos fondos ha conseguido cifras muy respetables en periodos de más de 10 años. Será difícil volver a conseguir esos resultados en el futuro debido a la cuantiosa creación de fondos que ha habido en los últimos años y que va a conseguir que se compriman los beneficios.

Los Fondos Abiertos Alemanes fueron el segundo mayor inversor inmobiliario en el Reino Unido en 2006 detrás de los fondos soberanos, llegando a adquirir el 8% de todas las adquisiciones inmobiliarias.

Los Closed Ended Funds, son otros importantes fondos alemanes, aunque de menor importancia, y operan de forma similar a los fondos privados, solo se hace una OPV sobre ellos. No mantienen los niveles de liquidez propios de los fondos abiertos, y normalmente las redenciones de capital se efectúan al final del periodo de inversión y realización de activos del fondo que ha sido previamente acordada con su "club de inversores". Debido a su falta de liquidez y menor transparencia el valor de canje de las acciones o participaciones sobre estos fondos cerrados es menor que el valor actual de sus activos inmobiliarios en conjunto. Suelen ser dirigidos a un público más

institucional, y experto en inversiones, y mercados inmobiliarios y tener un estilo de riesgo más oportunista o “core-plus”.

Gráfico 42: Los 10 mayores fondos inmobiliarios europeos por capitalización bruta de sus activos en Millones de euros .Enero 2005



Fuente: José Luís Suarez IESE con INREV Data

En el gráfico (42) excepto el Morgan Stanley Real Estate Fund III, todos ellos son Fondos abiertos alemanes.

3.7.4 REITS, Real Estate Investment Trusts

Los REITS fueron creados en EEUU en 1960 con el objeto de dotar al inversor americano de un vehículo que le permitiese la participación en propiedades inmobiliarias terciarias. Después su evolución legislativa el Gobierno Americano les ha ido permitiendo otras numerosas inversiones y promociones relacionadas con aquellos activos inmobiliarios susceptibles de producir flujos de caja. Existen REIT's especializados en diversas actividades económicas que tienen activos subyacentes inmobiliarios tales como: circuitos de carreras, hospitales, hoteles, logísticas, residencias de la tercera edad, cárceles etc.

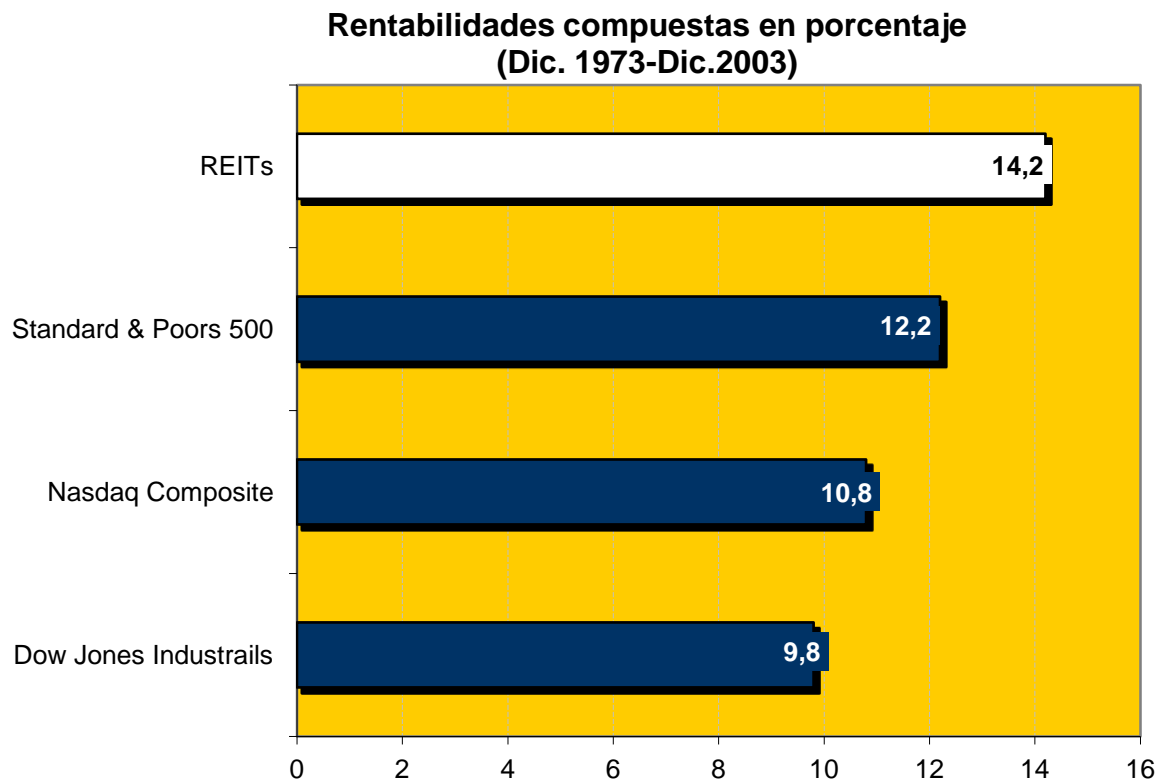
Su principal característica es que no existe una doble imposición fiscal, esto es, a nivel corporativo y después a nivel personal del inversor, para ellos los REIT's deben redistribuir el 95% de sus beneficios en forma de dividendos. No fue hasta principios de 1990 que los REIT's tuvieron el crecimiento y el protagonismo debidos en la economía americana. Posteriormente su fórmula fue imitada por numerosos otros gobiernos, en Australia, por ejemplo, más del 40% de la propiedad terciaria inmobiliaria se encuentra en propiedad de diferentes REIT's (Garrigan and Parson, 1997).

En 1975, el valor de los activos de los REIT's en USA era de 1000M€, y a mitad de los años 90 siguientes dicha cifra se había multiplicado por cien. Sus limitaciones estriban en que deben de tener al menos, el 75% de sus inversiones en activos inmobiliarios (inmuebles, CMBS, MBS, o inversiones en otros REIT's), dinero líquido y bonos del estado americano. Asimismo, tienen limitaciones en cuanto a que ningún grupo menor de 5 accionistas puede tener más del 50% del valor del REIT, (normalmente se restringe que un individuo u sociedad pueda poseer más del 9,8%), y sus inversiones deben de estar suficientemente diversificadas (Garrigan and Parson, 1997). Son vehículos de inversión inmobiliaria altamente transparentes, cuyas propiedades son tasadas

trimestralmente, y a su vez, al cotizar en los mercados bursátiles son líquidos como cualquier otra acción o participación bursátil. Lo más importante es que su correlación con el resto de acciones es relativamente baja, situándose entre los bonos del estado y las acciones no relacionadas con el sector inmobiliario lo que los reafirma como un importante instrumento de diversificación de carteras (Stevenson, 2003), (Hoesli, 2004) y (Edelen, 1998). Tienen, asimismo, una importante trayectoria histórica y suficientes índices sobre los que realizar un benchmarking, (al menos en los EEUU y Australia). En la mayoría del resto de países que han adoptado este tipo de instrumentos, los registros históricos no superan los diez años de media.

Muchos son los países que últimamente han dotado a sus legislaciones de estructuras de inversión inmobiliaria que favorezcan la inversión internacional y doméstica en inmuebles. De esta forma, se han desarrollado en los últimos 5 años vehículos similares a los REIT's, (Real Estate Investment Trusts), americanos. De ahí han surgido los J-REITS', (Japanesse REIT's), (G-REIT's), (German REIT's), UK-REITS, o formulas similares como los SIIC franceses, o la malograda legislación a este respecto que realizaron hace 10 años las autoridades españolas, con la creación de los fondos de inversión inmobiliarios españoles que distan mucho con respecto a sus pretendidos homólogos de más allá de nuestras fronteras. Europa representa un atractivo mercado de crecimiento para los REIT's, y para vehicular muchos de los problemas actuales de sus mercados inmobiliarios Morgan (2007).

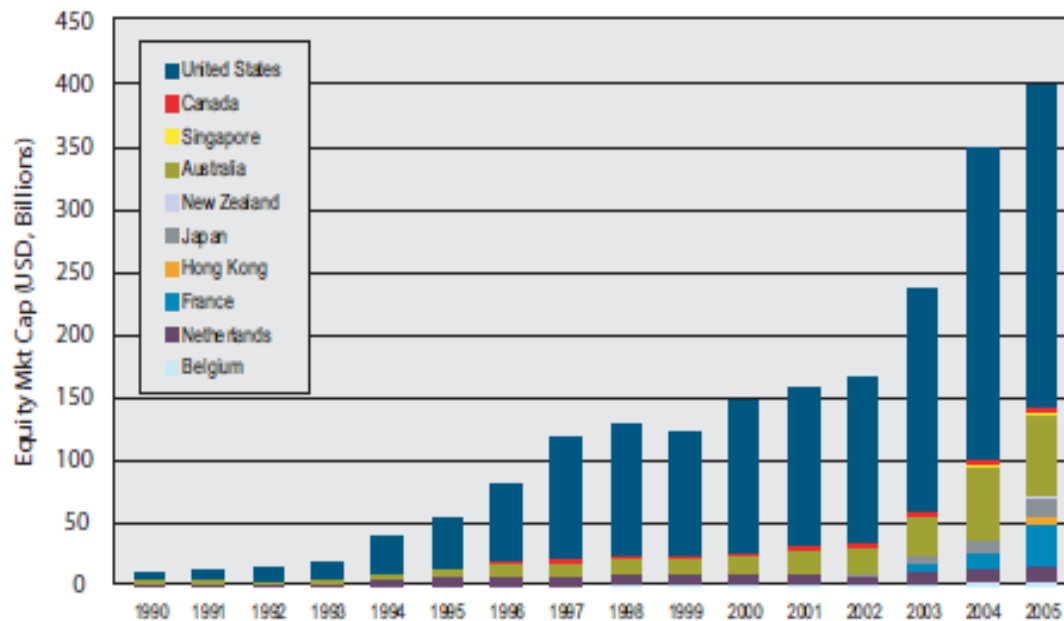
Gráfico 43: Comparativo rentabilidades REIT's USA y diferentes índices



Fuente: Real Capital

En el gráfico (43) las rentabilidades de los REIT's, han proporcionado retornos a largo plazo suficientemente atractivos, no obstante, el sector inmobiliario es un mercado altamente cíclico, donde la sobreproducción de inmuebles y las condiciones macroeconómicas afectan sustancialmente a sus retornos, y depende por donde se "corte" su trayectoria histórica, estos retornos pueden ser bastante más bajos que los de S&P u otros índices.

Gráfico 44: Crecimiento de REIT's Globales 1995-2005



Fuente: S&P Citigroup World REIT Index 2006

En el gráfico (44) podemos observar el crecimiento de los REIT's a nivel mundial. Esta tendencia no ha hecho más que empezar en la primera década del siglo XXI y queda mucha distancia para conseguir la misma cuota del mercado de estos vehículos entre EE.UU y la UE.

En España la adaptación del modelo de REIT's americanos fue en 2007 con la legislación sobre las SOCIMI's. Las SOCIMI son Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Su principal objetivo es ayudar a promover el mercado de alquiler de cualquier tipo de inmueble de naturaleza urbana en España. Debido a que su creación fue posterior al periodo de estudio de esta tesis no se profundiza en ellas.

3.7.5 Los fondos soberanos (SWF-sovereign wealth funds)

En este nuevo escenario hay que resaltar la aparición relativamente reciente y el peso de algunos fondos soberanos que representan además de la función pública sobre las pensiones, la inversión, y gestión sobre activos estratégicos por parte de ciertas economías en otros países; ya que por el peso de las exportaciones de algunas de sus materias primas, (principalmente petróleo), han dotado de impresionantes excedentes económicos a sus países de origen. Estos fondos soberanos también han tenido un papel significativo dentro de la inversión inmobiliaria internacional en los últimos 15 o 20 años. Entidades como GIC (Government of Singapur Fund), DIA (Dubái Investment Authority), KIO (Kuwait Investment Office) han saltado a las palestras informativas por sus masivas compras de inmuebles en Europa, incluyendo España.

En 2008 existían unos 35 países con un total de 48 SWF. Algunos países como Bolivia, Tailandia, Japón e India estaban estudiando crear los suyos propios. Estos fondos han tenido algunas fricciones con países receptores de sus inversiones, debido a que no siempre sus objetivos son puramente económicos y su falta de transparencia, al no tener que dar más explicaciones que a un solo accionista, han levantado recelos en muchos gobiernos (Sovereign Wealth Funds Institute, 2010).

El sector inmobiliario no ha escapado de la tendencia a la diversificación de estos organismos públicos. Su capacidad inversora tiene una dinámica que afecta notablemente a los mercados internacionales de capitales y a los mercados inmobiliarios.

La definición más exacta la da sobre ellos el mismo organismo que en cierta medida aglutina sus intereses, el Sovereign Wealth Funds Institute: “Un fondo soberano es un fondo inversor compuesto de activos financieros tales como acciones cotizadas, bonos, inmuebles u otros activos financieros fundados por divisas extranjeras .

Algunos de ellos invierten en sus propios países, en empresas estatales. Suelen tender a preferir rentabilidad frente a liquidez, por lo que tienen cierta mayor tolerancia al riesgo que otros fondos internacionales.

Su origen se basa en las materias primas exportadas por sus gobiernos, (a través de empresas estatales o de impuestos derivados de sus beneficios), y de los beneficios del cambio de divisas que este comercio pueda haber originado.

”La falta de transparencia” comentada con anterioridad llega hasta el punto, que algunos de ellos no tienen ni presencia en internet, no presentan resultados trimestrales, ni información en cuanto a sus objetivos ni sus actuaciones. Se les acusa, a menudo, de querer controlar industrias clave en otros países, para utilizarlas como instrumentos políticos y prevenir riesgos en sus estructuras mono exportadoras, y contrarrestar la volatilidad de sus mercados, a través de inversiones en mercados extranjeros.

En 2007, los SWF tenían un capital de 3.3 trillones de dólares USA una cifra que doblaba el capital de todos los hedge funds del mundo, y representaba el 3% de todo el capital de nuestro planeta. A pesar de que el inmobiliario no supone el principal interés de estos fondos, solo el 62% invierte en el sector inmobiliario (Researchandmarkets, 2009) llegando a cifras medias de inversión inmobiliaria del 19% de sus carteras con el interés de ir acrecentándolo en los próximos años. Otros fondos que tradicionalmente habían evitado el sector inmobiliario han manifestado su interés en adentrarse en inversiones en el sector (ej.: Fondo Soberano Noruego) y se espera que en los próximos años dichas cifras aumenten hasta el estimado óptimo de diversificación en el sector del 15%, se estima que dicha cifra represente un total de USD 150.000 millones para el año 2015.

3.7.6 Fondos islámicos “Sharia compliance funds”

El crecimiento de la banca Islámica durante los últimos 10 años ha propiciado el interés de los administradores de fondos convencionales a desarrollar productos para estos mercados. Según estimaciones, se calcula que el 20% de la población mundial profesa la religión musulmana, y existe una demanda creciente de musulmanes que desean conducir sus inversiones de acuerdo con los principios de las finanzas musulmanas, tal y como se rigen a través de la Sharia´a o Ley Islámica Spangler (2011).

Sus directivos son supervisados por el Consejo de Administración Sharia´a del Fondo, (Sharia´a Supervisory Board, SSB”), que normalmente incluye algún miembro secular en ellos.

Los fondos Islámicos tienen ciertas similitudes con los fondos éticos, solo que en los islámicos, los criterios están definidos por las leyes religiosas musulmanas. Los primeros fondos islámicos internacionales comenzaron a mediados de los años 80, y siempre han tenido una especial predilección por los activos inmobiliarios. De hecho, y tras el estallido de las burbujas inmobiliarias en la mayoría de los países occidentales, éste estallido se retrasó y atenuó significativamente, (con la excepción de Dubái), en los países musulmanes.

En nuestro país UBS comenzó a gestionar, con buen criterio, inversiones inmobiliarias para algunos de sus Fondos Islámicos a comienzo de 2000. Principalmente, sus inversiones iban dirigidas hacia las plataformas logísticas, que cumpliesen con los principios de la “Sharia “; que entre otros preceptos prohibía el almacenamiento de bebidas alcohólicas y productos porcinos.

Los criterios básicos por los que se rigen estos fondos son los siguientes (Spangler, 2011) y (Jhonson, 2013):

- Prohibición de la “riba”, es decir ganancias de intereses excesivos o de interés sobre interés (interés compuesto).
- Evitar al máximo la “gharrar”, o la ambigüedad en los contratos, o la excesiva incertidumbre. Por lo que ciertos cambios en el entorno que afecten a las partes a través de sus contratos, al ser voluntad divina no pueden afectar negativamente a ninguno de sus contratantes.
- La prohibición de prácticas especulativas o de juego “maisir”
- La aplicación de “Al-bay” en todas las transacciones, que deriva en que todas las partes comparten pérdidas y ganancias en función de su aportación de capital y esfuerzo.
- Prohibición de comerciar con productos “haram” o prohibidos, es decir compañías que distribuyen o venden bebidas alcohólicas, derivados porcinos, actúan como casinos o loterías, y bancos y compañías aseguradoras convencionales.

En un mundo tan globalizado donde los movimientos de capital son tan entrecruzados, es difícil encontrar una empresa que de una forma u otra no esté implicada en actividades “impuras” de acuerdo con la Sharia’a. La solución más frecuente que se aplica en estos casos es redistribuir en forma de donaciones caritativas un equivalente de los beneficios obtenidos de dichas inversiones de acuerdo con el Consejo de Administración Islámico, SSB.

Existen asimismo índices bursátiles que recogen el rendimiento general de dichos fondos como el Dow Jones Islamic Market Index creado en 1999, que además recopila un decálogo de buenas prácticas en el sector.

Existen más clasificaciones de este tipo de instrumentos pero las anteriores son las más representativas.

3.7.7 El caso de los primeros fondos inmobiliarios españoles

En 1992 fueron creados los primeros fondos inmobiliarios españoles, con el objeto de dinamizar un mercado inmobiliario que finalmente se expansionó por otros factores, en parte mencionados en este estudio, y que hizo de estos fondos un cierto fracaso, (por volumen y no por resultados), desde su origen. No obstante el empeño realizado por los profesionales que gestionaban algunos de ellos hizo que, dentro de las circunstancias, se obtuviesen unos resultados no muy inferiores a otros fondos europeos con perfil de riesgo similar.

No se les dotó desde un principio de un régimen fiscal especial sustancialmente diferente de los fondos bursátiles, ni de una mecánica de funcionamiento suficientemente adaptada a su naturaleza. Todo ello contribuyó durante el periodo de estudio a que no fuesen percibidos como una alternativa atractiva frente a la inversión directa en inmuebles, si no como una opción complementaria de la inversión inmobiliaria (López Milla, 1997), de esta forma, se les impuso limitaciones operativas que reducían sus posibilidades de negocio y en inferioridad de condiciones para actuar en un mercado que crecía a ritmo acelerado, en el momento en que se implantaban estos fondos.

No se les permitía realizar promociones inmobiliarias, a la vez que se les restringía su espectro inversor hacía la vivienda en alquiler,(mínimo del 50-70% de su cartera en viviendas en alquiler), durante una época que la mayoría de las promociones eran vendidas de antemano a usuarios finales o pequeños inversores. Todo ello condujo a los gestores de los fondos a extremas dificultades a la hora de encontrar propiedades verticales residenciales en alquiler (Martinez y Torrent, 1997).

En un momento de burbuja inmobiliaria principalmente residencial, el esfuerzo de estos fondos por hacerse un hueco en el parque de viviendas en alquiler era muy limitado. Además, los incentivos fiscales a largo plazo sobre estos fondos eran inferiores en algunos casos a los de otras inversiones inmobiliarias a corto plazo, creándose cierta incongruencia. Entre otras restricciones, no se les permitía comprar suelo, el valor único

de un inmueble no podía superar el 20% del fondo, el número mínimo de inmuebles de un fondo debía ser de siete, y no se permitía la inversión indirecta en otras sociedades inmobiliarias, el apalancamiento máximo es de 20% lo que reduce sustancialmente los retornos, y el coeficiente mínimo de liquidez es del 5% lo cual ha obligado en 2007 y 2008 a congelar y/o liquidar el patrimonio de dichos fondos; teniendo a más del 50% de sus partícipes atrapados en una trampa de liquidez (Soler, 1997).

La mayoría de los FFII Españoles se encontraba en 2009 en proceso de liquidación. Además, las valoraciones de los fondos debían hacerse mensualmente permitiendo a dichos fondos congelar sus salidas si las peticiones de venta superaban el 15% del valor del fondo, lo que los convertía precisamente en activos poco líquidos.

En 2007 uno de cada dos euros gestionados por los fondos inmobiliarios había salido de ese sector. Estos productos, que llegaron a gestionar cerca de 9.000 millones de euros durante 2007, han visto como los partícipes ordenaron reembolsar más de 4.500 millones de euros, (Fundspeople, 2009).

En 2009 los Fondos Inmobiliarios españoles creados bajo ese paraguas jurídico Ley 19/1992(2) aspiran a convertirse en los nuevos REIT's españoles denominados SOCIMIS(Sociedades de inversión en el mercado Inmobiliario), de esta forma podrían conseguir tres objetivos importantes:

- 1-Liquidez ya que cotizarían en mercados secundarios públicos.
- 2-Rentabilidad por comisiones de gestión, (“asset management “).
- 3-Delegar en sus inversores la responsabilidad de recuperar su dinero. Uno de los aspectos que están afectando la reputación de estos productos.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

En 2008 se hizo definitiva la legislación de los SOCIMI's en España, y debido a que no son actores del periodo principal histórico de este estudio no se va a profundizar sobre ellos (Lafraya, 2009)

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 8: Rentabilidades históricas de los fondos inmobiliarios españoles

LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS INMOBILIARIOS EN ESPAÑA **Expansión**

CTO

OFERTA DE FONDOS INMOBILIARIOS EN ESPAÑA

Nombre del Fondo	2007	Rentabilidad 1 año	Rentabilidad 3 años	Rentabilidad 5 años	Rentabilidad 10 años	Participes	Captaciones	Patrimonio	Grupo Financiero
Segurfondo Invers.	5,09	7,10	6,27	7,68	8,76	835	-5,02	752,42	INVERSEGUROS
Sabadell BS Inmobili.	4,40	6,12	5,42	-	-	11.504	41,75	736,03	BANCO SABADELL
sch bANIF INMOBILIARIO	3,44	4,07	6,36	6,29	6,86	69.864	-164,46	4.141,13	SANTANDER ASS.Manag.
Madrid Patri.Inmob.II	3,11	4,24	4,14	-	-	19.460	-21,95	479,58	CAJA MADRID
AC Patrimonio Inmob.	2,48	2,82	-	-	-	5.846	13,98	185,26	AHORRO CORPORACION
CC Propietat	2,11	-	-	-	-	12.489	10,66	173,88	CAJA CATALUÑA
BBVA Propiedad FII	2,03	4,13	4,47	5,68	6,77	51.584	265,56	2.521,43	BBVA
Habitat Patrimonio	0,48	-0,46	-	-	-	1	0,37	9,27	SANTANDER ASS.MANAG.
agrupacion F.Inmobil.	0,39	1,79	4,66	-	-	2	-	9,08	BANKPYME
Segurfondo Terciario	-	-	-	-	-	6	-	10,03	INVERSEGUROS
Rentabilidad Media anual (%)	2,61	3,73	5,22	6,55	7,46	171.591	140.895	9.018.104	-

Captaciones y patrimonio en M €. Datos hasta final de agosto.

© Property Web España

Fuente: Property Web 2008

Sobre la tabla (8): la mayoría de estos fondos inmobiliarios “raros” por la complejidad de su legislación han sido liquidados en los últimos años causando pérdidas a sus tenedores. Los retornos que fueron dando no llegaban a los retornos de otros fondos como los fondos abiertos alemanes, debido a sus limitaciones legales. Fueron retornos muy bajos que prácticamente no atrajeron al apetito de los ahorradores/inversores.

LOS FONDOS VERDES

En este capítulo se cubren los objetivos Objetivo Principal y Objetivo Secundario nº 6.

Los fondos verdes inmobiliarios están captando la atención de los fondos socialmente responsables. Puede parecer paradójico, el hecho de las finanzas responsables, sobre todo después de la hecatombe económica que ha producido la banca de inversión tras el periodo de estudio de esta tesis. No obstante, la inversión socialmente responsable cuenta con el 10% de todos los activos de inversión en Europa y los EEUU. Según el estudio “Asset Managers and Investment Landscape 2008”, basado en una encuesta a los principales directivos de fondos de inversión, se predice que el sector va a aumentar un 35% en los siguientes dos años. No olvidemos que una de las fuerzas motrices más importantes del sector de la inversión son los fondos de pensiones que cada vez más radiografían el final del recorrido de sus inversiones.

Calper’s, el mayor fondo de pensiones de EE.UU., ha aplicado medidas sostenibles para reducir el consumo energético en sus edificios en un 20%. Asimismo creó en 2006, un “green fund” de \$500m., con la promotora Hines, para promover edificios homologados medioambientalmente, con la certificación LEED. Prologis, el tercer REIT americano, aplica criterios de sostenibilidad en todos sus edificios.

Credit Suisse ha creado otro “green fund” con CHF220m. Citi Group, JP Morgan y Morgan Stanley, también han creado un fondo sostenible para invertir en el sector

inmobiliario, y se están levantando numerosos fondos con el mismo criterio en todo el planeta.

No obstante, en 2007 el valor de los fondos éticos y medioambientales ha aumentado en un 21% (fuente KPMG, Simi, March 2008). A pesar de que suelen ser vehículos de inversión largo placista es notable su aumento. Sólo el mercado de créditos de CO2 valorado en 2007 en €44.000m en 2007 se espera que crezca en menos de 10 años hasta €750.000m.

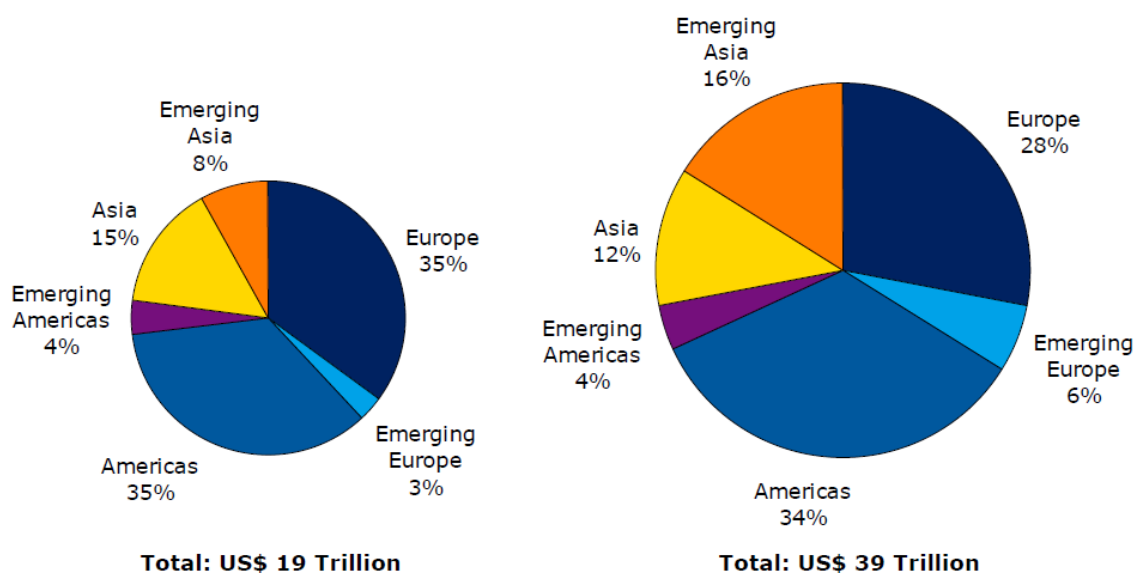
Se estimaba que para el 2033, 5 mil millones de personas vivirán en ciudades en nuestro planeta, (United Nations, May 2009). El 80% de las emisiones de CO2 tiene origen urbano y estas emisiones consumen el 80% de la energía mundial. En España el 80% de la población vive en ciudades. Ya que los consumos más relevantes se encuentran dentro de cuatro paredes, existe un claro horizonte para el avance de los fondos inmobiliarios sostenibles a merced de las políticas de sostenibilidad que se están y se irán implantando globalmente.

Los edificios consumen el mayor porcentaje de la energía del planeta. Tiene sentido empezar a recortar emisiones de CO2 en ellos. Si construir un edificio de oficinas con sistemas sostenibles puede representar prácticamente el mismo coste que uno convencional, los volúmenes de ahorro energético hacen que el valor del edificio sostenible sea superior. Los consumos energéticos representan el 40% aproximado de los costes operacionales de un edificio, si éstos son menores, su flujo de caja neto es mayor y por tanto al capitalizar las rentas, su valor aumenta (Pelaez, 2009).

En los últimos 50 años hemos visto un masivo cambio estructural en la propiedad de edificios, especialmente en el sector terciario la propiedad institucional se ha triplicado en los últimos 10 años (fuente INREV 2010). Normalmente esta propiedad institucional representa (o al menos los económicos) los intereses del ciudadano de a pie a través de sus inversiones, ahorros, planes de pensiones y seguros de vida. Convierte a dichos

ciudadanos, a su vez en los principales beneficiarios de las inversiones inmobiliarias y sugiere una creciente responsabilidad fiduciaria a tener en cuenta a la hora de contabilizar el efecto de las inversiones inmobiliarias en los participantes de un fondo de inversión inmobiliario (Pivo and Macnamara, 2005) y (Fotopoulos, 1994).

Gráfico 45: Tamaño de mercado institucional inmobiliario mundial (Izquierda) y tamaño esperado en 2020 (derecha)



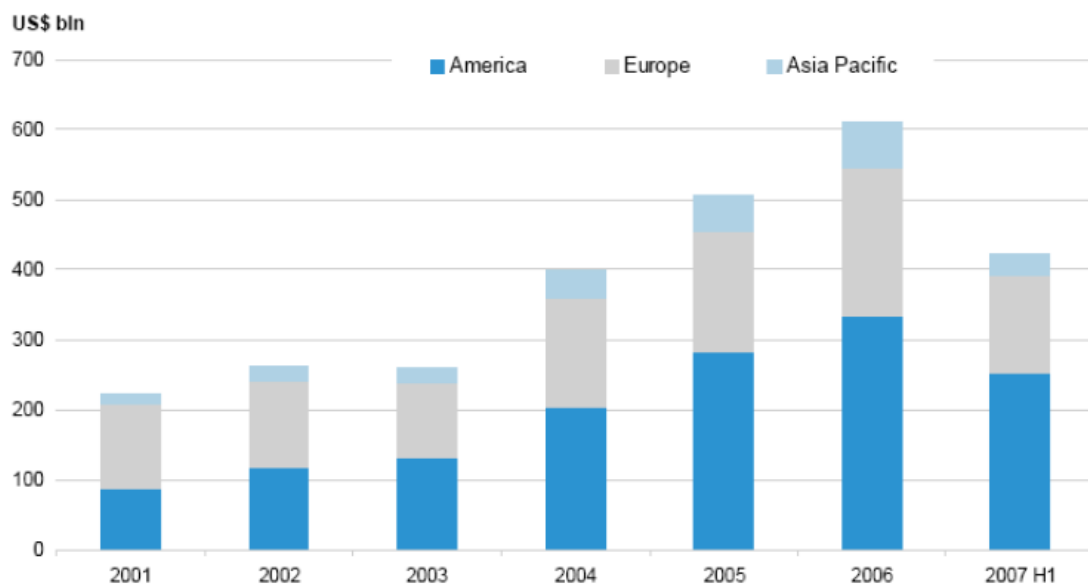
Fuente: CBRE y NBIM

En el gráfico (45), el tamaño de institucionalización del sector inmobiliario aumenta según la opinión de consultores internacionales.

El horizonte de la diversificación de la inversión inmobiliaria internacional va a seguir la tendencia del aumento que ha tenido en los últimos años. Dichas inversiones suelen replicar los acabados y características de sus edificios ya que sus clientes/inquilinos

demandan los mismos parámetros internacionales y extender sus “best practices” donde operan.

Gráfico 46: Tendencias del crecimiento de la Inversión inmobiliaria institucional internacional (2001-2007)



Fuente: RREEF Research

Según un estudio realizado por la consultoría inmobiliaria Jones Lang Lasalle y Corenet Global (2008) sobre una muestra de 400 corporaciones globales, el 77% de las empresas encuestadas estarían dispuestas a pagar un sobreprecio al de mercado por espacio de oficinas en edificios eco-eficientes. Existe una demanda que supera con creces la oferta de este tipo de edificios.

El Instituto Americano de Arquitectos en su estudio de Green Index 2008, muestra un aumento del 100% de la demanda por parte de constructores y promotores de edificios sostenibles. El 66% de los arquitectos informó que es la demanda su principal influencia

en la construcción sostenible; con lo que se demuestra que es el inversor final el más preocupado en desarrollar dichas prácticas.

Las finanzas hasta ahora han sido quizás el peor exponente de los que es la Inversión Socialmente Responsable, a pesar de que son muchas las instituciones financieras que mantienen un compromiso social relevante y que tienen políticas ambiciosas de RSC. Los instrumentos financieros abiertos normalmente al público general, (fondos de inversión), tienen un objetivo más definido por la rentabilidad a otorgar a sus inversores que por el fin de sus inversiones. Además el horizonte cortoplacista de muchas inversiones ayuda a no prestar atención a factores de sostenibilidad a largo plazo.

Hasta ahora el crecimiento de los “Green Real Estate Funds” ha venido sobre todo influenciado por tres fuerzas principales que empujan la construcción sostenible: Por un lado la demanda de espacio (corporaciones, individuos) que cada vez están exigiendo propuestas respetuosas con el medioambiente , las regulaciones medioambientales que están acotando los excesos cometidos en el pasado y sembrando un nuevo futuro y por último, la cada vez más creciente demanda de RSC y RSI por parte de la sociedad (Baue, 2006).

Existe diversa literatura académica que justifica que los fondos de pensiones precisan invertir entre un 10 y un 20% en activos inmobiliarios para dotar a sus carteras de menor volatilidad y mayores rendimientos (Hoesli, 2004). Ya que los activos inmobiliarios tienen correlaciones estadísticas menores frente a las acciones bursátiles, prácticamente son similares a los bonos, pero proporcionando rendimientos mayores.

Si la proporción de fondos socialmente responsable de los EEUU, (US\$2.3trillion), fuera la media objetivo recomendada en el mercado, esto es, entre un 10 y un 20%, entonces la inversión inmobiliaria sostenible equivaldría a un porcentaje por encima del 50% del valor capitalizado de todas las compañías inmobiliarias (“REIT’s) que cotizan en mercados públicos de los EEUU (Pivo, 2007).

Cada vez más son los promotores que están desarrollando edificios sostenibles dado que la demanda para este tipo de productos está demostrando ser mayor que la oferta y por tanto su viabilidad financiera.

Vatenfall y Mackinsey (2007), concluyen en dos estudios de consumos energéticos que el sector inmobiliario, (construcción, mantenimiento, etc.) es el mayor demandante de energía del planeta estimándose alrededor del 35% y que las emisiones de CO₂ del consumo en los edificios representan el 21% de las emisiones del planeta, muy por encima de otros sectores como el del transporte por tierra y aéreo que juntos contabilizan el 18%. El sector inmobiliario deberá hacer un esfuerzo mayor que otros sectores y tener un papel protagonista en la reducción de la huella ecológica.

Las empresas inmobiliarias están intentando crear productos respetuosos con el medioambiente ya que el mercado los reclama como tal. Los consumidores tienen interés en empresas cuyas credenciales medioambientales sean fuertes, a pesar de la recesión la conciencia de los consumidores y de los trabajadores no se ha puesto “en espera”. De hecho se precisa recuperar la confianza en los negocios, “la crisis actual ha venido provocada por un masiva irresponsabilidad corporativa y ahora los líderes empresariales tienen la oportunidad de demostrar que no solo están motivados por los beneficios a corto plazo” (The Economist May 14th, 2009)

Fuerst y McAllisters (2010) analizaron un total de 3,626 propiedades y encontraron que las rentas de los edificios con certificaciones medioambientales tipo LEED eran mayores en un 11% en los edificios homologados que en los que no tenían dichas certificaciones. La capitalización media de dichos edificios certificados convertía a éstos en un 31% mayor en valor de venta.

Eitchholtz et al (2008), analizaron los precios de venta de 199 edificios sostenibles vendidos entre 2004 y 2007 y los precios de otros 1617 edificios vendidos en sus proximidades (comparables de mercado). Obtuvieron evidencia sistemática de que las rentas en los edificios sostenibles eran un 2% de media mayor, las rentas totales ajustadas a los índices de ocupación mayor de dichos edificios expresaban aumentos de ingresos por alquileres del 6 al 9%.

La globalización está ayudando a que las mejores prácticas empresariales se estandaricen en todos los continentes y a que los productos eco-eficientes se estandaricen también.

Las grandes multinacionales con este tipo de prácticas social y medioambientalmente responsables están atrayendo y reteniendo mejor a sus trabajadores, mejorando su imagen frente a los consumidores de sus productos y satisfaciendo las demandas de sus accionistas, teniendo todos estos elementos lazos con la preocupación medioambiental (Martinez, 2009).

Los promotores e inversores que han visto que este tipo de prácticas han funcionado con notable éxito en sus países de origen están replicando estas buenas y financieramente viables prácticas en los mercados internacionales en los que operan.

Muchos de los códigos de edificación son promovidos por diferentes gobiernos en los países desarrollados, contrariamente este fenómeno de sostenibilidad no se lleva tan estrictamente a cabo en países emergentes donde algunos gobiernos subsidian el consumo de energía.

Cuanto más edificios haya construidos bajo normas de sostenibilidad, más oportunidades tendrán los fondos inversores globales de adquirir este tipo de inversiones. La adopción de certificaciones internacionales como el LEED, Energy Star y BREEAM por la mayoría de países ayudará a estandarizar las características que deberán tener los edificios. En estos momentos existe más demanda que oferta en el

sector, a pesar de ser el sector inmobiliario tras el comienzo de la crisis financiera de 2007 es uno de los que están sufriendo más el cambio de ciclo económico.

Los fondos inmobiliarios están sufriendo las vicisitudes del cambio de ciclo así como la falta de financiación bancaria, sin embargo la recesión actual va a dotar a los gestores de inmuebles de numerosas razones de perseguir eficiencia energética operacional y constructiva en los edificios. Con ello van a reducir sus costes operacionales y aumentar su flujo neto de caja al quedar mejor posicionados sus edificios frente a la demanda de espacio corporativo, en los diferentes mercados donde se encuentren.

El reto más importante que tienen por delante estos fondos de inversión inmobiliarios sostenibles, es el de los ahorros energéticos y los costes de materiales sostenibles. La eficiencia e investigación en este campo ha hecho que prácticamente, según estudios del U.S. Green Building Council, los costes de construcción entre los edificios eco energéticos y los convencionales sea prácticamente el mismo o como mucho un 5% superior (Eichholtz et al., 2008).

Pivo and Macnamara (2005) analizan un estudio realizado por el Ministerio de Protección Medioambiental de los EEUU, sobre la experiencia de compañías promotoras de edificios de oficinas que han participado en programas de Energy Star (de certificaciones sostenibles), el coste de las reformas necesarias para actualizar con los últimos avances en eco eficiencia resultan ser de media los edificios es de 22\$ por m² y su plazo de amortización es de 2.5 años y proporciona unos ahorros de 900\$ m² año lo cual proporciona una TIR aproximada del 40%.

Los edificios consumen el 66% de la electricidad en los USA. La energía representa aproximadamente entre el 30% y el 50% del coste operativo de un edificio. Actualmente la mayoría de los edificios de oficinas del planeta, no revisten los más mínimos requisitos medioambientales, tienen en su mayoría sistemas de aire acondicionado faltos de controles y termostatos suficientes que consumen más electricidad de la necesaria, sin dar el suficiente confort a los trabajadores. Los aislamientos de sus fachadas

tampoco están a la altura de las últimas tecnologías que como se ha recalcado anteriormente, sus plazos de amortización , son lo suficientemente cortos para que sea inviable el consumo energético innecesario que realizan.

La internacionalización creciente de la inversión internacional puede continuar creciendo. Esta inversión institucional, a través de fondos inmobiliarios “core”, suele replicar sus parámetros de inversión globalmente, al igual que la demanda por parte de los inquilinos corporativos replica sus exigencias en cuanto a estándares sostenibles. En ambos casos, la repercusión en la imagen de inquilinos y propietarios de edificios será positiva.

La regulación en el ámbito medioambiental lleva años tomando la senda del acuerdo de todos los países para encontrar soluciones conjuntas en la lucha contra el cambio climático. Faltará ver cuál de las certificaciones constructivas sostenibles existentes, es la comúnmente aceptada en los diferentes países, y que instrumentos de medición son los más adecuados; así como, cuáles van a ser las ayudas gubernamentales al respecto sea en forma de desgravaciones fiscales, créditos a bajo interés, subvenciones, etc. (Montañés, 2009).

Todo ello nos conducirá a tener espacios de trabajo más agradables y salubres, con aprovechamiento energético y menor huella medioambiental en emisiones de CO₂.

Costes iguales o ligeramente superiores en la construcción sostenible sufragados por rendimientos mayores y riesgos de obsolescencia y de mercado menores, conseguirán crear patrones de mercado que harán viables las inversiones de los mejores fondos inmobiliarios, en los mejores edificios. Quedará oferta obsoleta ya que bien por razones de mercado/economía o bien por razones legales, el inmobiliario sostenible será la norma que deberá imperar.

3.8 Teorías, leyes y modelos sobre decisiones de inversión inmobiliaria

3.8.1 Sobre estrategia

Los elementos en la cadena de valor en las empresas financieras inmobiliarias

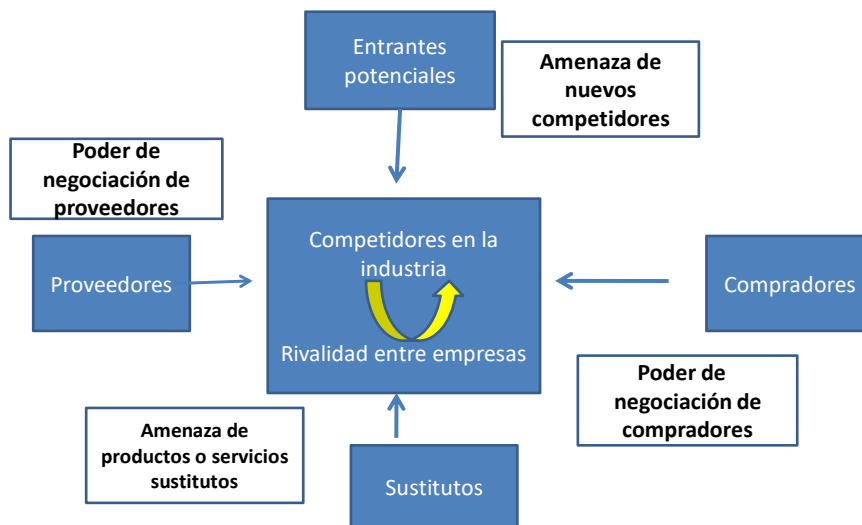
Porter (1985) introdujo el concepto de “cadena de valor”, (“value chain”), como método o forma de identificar en qué añaden valor las empresas o generan altos rendimientos:

“La ventaja competitiva no se puede entender observando a las empresas como un todo sino que proviene de las diferentes actividades que realizan las empresas en el diseño, producción, marketing, logística, y procesos que soportan sus productos. Cada una de esas actividades contribuyen al posicionamiento relativo de costes y crea sus bases para la diferenciación” Porter (1985, p.33)

Porter denomina 5 actividades principales: 1-Logística interna; 2-Operaciones; 3-Logística externa; 4-Marketing y ventas; 5-Servicios.

Gráfico 47: Porter: Las 5 fuerzas competitivas

Las 5 fuerzas competitivas (Porter 1980)



Fuente: Elaboración propia con datos de Porter 1980

Adaptación al sector inmobiliario del gráfico anterior:

Proveedores: Productos en renta, suelos, edificios a rehabilitar. El proveedor es el actor que vende un activo inmobiliario y no suelen ser casi nunca los mismos.

Sustitutos: Son los nuevos productos inmobiliarios que van llegando al mercado, residencias tercera edad, de estudiantes, etc. que tradicionalmente no eran objeto de la inversión institucional

Entrantes Potenciales: Nuevos fondos extranjeros que deciden invertir en España, nuevas empresas nacionales. Las barreras de entrada cuando abunda el crédito son muy bajas.

Compradores: El volumen/tamaño es a la vez una barrera y una oportunidad así como la rapidez de acometer un pacto de compraventa.

Dicha lista anterior no es una secuencia, y las diferentes actividades pueden ser realizadas en diferentes órdenes. Las diferencias cualitativas de las actividades en la cadena de valor definen las diferencias básicas entre diferentes servicios financieros. Las diferencias en cuanto a los requerimientos, o estándares para realizar dichas actividades proveen a la empresa de diferentes ventajas comparativas en los diversos segmentos de los servicios financieros del mercado.

En el sector de los fondos de inversión inmobiliaria no cotizados, los precios de entrada/**barreras de entrada** a participar en un proyecto o varios, (a pesar de que los términos básicos suelen ser anunciados al mercado, como parte del diseño de la estrategia de inversión y del diseño del producto), normalmente suelen ser negociados a medida del cliente. Los honorarios de gestión de los fondos no han sido drásticamente reducidos en épocas de menor rentabilidad o crisis económica, como argumentó un consultor en una entrevista: “Nuestros clientes quieren lo mejor y no lo más barato” (The Economist, June 19th 2010, pg. 71). La discreción, el trato personalizado con los inversores, y los altos rendimientos, “siempre esperados”, hacen que los honorarios de las gestoras sean costes de baja importancia dentro de la costosa operativa de sus operaciones.

El **marketing** varía dependiendo del tipo de fondos y clientela. Si el mercado objetivo es a la vez el pequeño ahorrador y el inversor institucional, como es el caso de los fondos cotizados o de los Fondos abiertos alemanes, el marketing es más abierto y corporativo. Mientras que si se trata de fondos cerrados o de un club de inversores, con los que se acometen determinados mercados y tipos de inmuebles, el marketing es más personalizado y los productos realizados y negociados a la medida del fondo y del

cliente en cuestión; por lo que también constituyen una fase más en la cadena de aportación de valor.

Al no ser el mercado inmobiliario un mercado transparente la capacidad de convencer de los gestores del fondo a sus futuros clientes, inversores en el fondo, de que van a encontrarse las mejores oportunidades de inversión a través de un conocimiento exhaustivo de los diferentes mercados, y de sus interlocutores en cada mercado internacional al que vayan dirigidas sus inversiones. Es un concepto clave del éxito en cuanto a recaudar fondos suficientes y los honorarios emanados de la gestión de las carteras de productos.

El marketing de los gestores de los fondos es un marketing bidireccional, en el que los fondos deben saber que quieren sus clientes y decirles cómo van a conseguirlo. Al tratarse en muchas ocasiones de un servicio en el que el cliente apuesta por una gestión futura a pesar del posible “track record” o resultados históricos del fondo, el marketing, las relaciones públicas, y la publicidad especializada, son componentes básicos de la cadena de valor de los fondos inmobiliarios.

Las actividades de producción, operaciones o “back office”, son también delicadas, ya que la producción del servicio suele ser inseparable de la entrega de dicho servicio. Son actividades costosas para los fondos inmobiliarios, que proporcionan alto valor añadido a costa de altos costes de tiempo dedicados a la clientela.

Los términos y precios de las inversiones que aceptan o negocian los clientes en los fondos inmobiliarios deben de ser monitorizados, auditados, y controlados de forma suficientemente segura para no incumplir los acuerdos alcanzados.

Conseguir capital suficiente para acometer las inversiones requeridas por la estrategia del fondo es una actividad desgastadora, en la que los promotores de los fondos deben esmerarse totalmente, y su éxito condiciona la viabilidad de estos.

La obtención de recursos financieros, (capital y deuda), como la inversión posterior en inmuebles son actividades sustitutorias. En momentos en el que los recursos financieros son fáciles de obtener es más difícil invertir en aquellos activos más rentables, debido a la afluencia de compradores en el mercado, mientras que en momentos de escasez de recursos financieros las oportunidades de inversión, no sin mayor incertidumbre, abundan más.

La gestión de los riesgos es otra actividad inherente de los fondos inmobiliarios, y a la que deben prestar la suficiente atención. No solo los riesgos emanados de las inversiones realizadas, sino también los riesgos de liquidez, que pueden llegar a tener en cuanto a potenciales reintegros por parte de sus inversores, como en el caso de fondos de tipología “abierta”, donde en cualquier momento los inversores pueden solicitar el reintegro de sus inversiones. Incluso en los fondos de tipología “cerrada”, donde se pactan de antemano con los inversores el momento, la rentabilidad mínima alcanzada o ambos, para liquidar los activos, puede darse el caso que las circunstancias del mercado lo impidan, y todo ello quede en detrimento de la rentabilidad ofrecida por el fondo y de la rentabilidad esperada por sus inversores (Fung, 2003).

Porter (1980), define 6 barreras principales de entrada, que pueden utilizarse para crear ventajas competitivas en las empresas, y que vamos a proyectar sobre el sector de los fondos inmobiliarios internacionales:

Adaptación de las barreras de entrada definidas por Porter (1980) al sector inmobiliario institucional:

Economías de escala: A los grandes fondos les cuesta menos atraer capital, y lo suelen hacer institucionalmente frente a los pequeños fondos que deben dar un trato más personalizado a sus clientes. Ambos tipos de fondos pueden ser extremadamente eficientes en las economías de escala en las que operen. Eichholtz (1996) demostró, que el tamaño de los fondos influye en el retorno de estos últimos.

Diferenciación de producto: En este sentido existen fondos verdaderamente especializados en algún tipo de activo que los ha convertido en referencias de mercado. El fondo Prologis en 2007 era el tercer REIT americano, (Real Estate Investment Trust), y era el número 1 del mundo en activos inmobiliarios logísticos. Solamente invertían o promovían activos inmobiliarios cuyo uso fuera la logística de primera calidad, en las mejores ubicaciones de los países donde operaban a nivel global.

Ciertamente, el inversor que quiera dotar a su cartera de un componente logístico, (creyendo que el comercio mundial aumentará y el consumo también), fácilmente podrá invertir en Prologis. La diferenciación de producto es algo que sí se da en algunos fondos, bien sea geográficamente, o por sector, o nivel de riesgos y rentabilidades objetivas.

Inversiones en Capital: Existe una barrera de entrada en el sector para algunas grandes operaciones. No todos los fondos tienen el mismo acceso a determinados volúmenes de capital, y a pesar que durante el periodo de estudio, la fácil y barata financiación “llamaba a las puertas” de todos los fondos, determinados volúmenes de deuda solo eran posibles para ciertas empresas, siendo uno de estos factores los que les ayudaba a crear ventajas comparativas con otras entidades de inversión inmobiliaria. Como ejemplo, el de los fondos abiertos alemanes que suelen invertir en activos por encima de los €30M por activo inmobiliario para no competir con empresas familiares locales “family office” que suelen buscar inversiones por debajo de dicha cifra.

Desventajas en costos: Los fondos basan buena parte de su éxito en sus contactos y relaciones públicas tanto para encontrar oportunidades de inversión como de capital inversor y deuda. El hecho de mantener estructuras u oficinas en varios países a la vez para poder estar más cerca de las oportunidades, así como de la gestión de los activos,

puede encarecer los costes fijos de un fondo o empresa inmobiliaria y afectar a su rentabilidad. De esta desventaja en costes se desprende el objetivo 5 y la hipótesis 3.

Acceso a los canales de distribución: Los canales de distribución son dos: El canal para captar capital que suele hacerse a través de firmas de capital y bancos de inversión comisionista y el de la venta o compra de activos a través de agentes y consultores inmobiliarios internacionales. Normalmente es fácil tener acceso a esos canales ya que actúan por comisiones y les conviene tener el mayor número de clientes posible. No obstante, la fluidez comunicativa y la empatía que puedan llegar a tener dentro de esos canales con personas “clave”, puede ser un factor de diferenciación y de éxito.

Política gubernamental: Prácticamente todos los mercados del mundo desarrollado tienen pocas restricciones a la inversión extranjera. No obstante, algunas políticas fiscales domésticas pueden favorecer a los “jugadores” locales frente a los extranjeros, pero en principio, la inversión inmobiliaria internacional sabe que si tiene algún tipo de desventaja frente a empresas nacionales en algún país, eso va a ir en contra del posicionamiento y rentabilidad de sus inversiones, y puede preferir descartar las inversiones en ese mercado.

A medida que el tiempo transcurre el incremento del proceso de internacionalización se produce de manera secuencial (Johanson y Vahlne, 1977) de tal forma que a medida que disminuye el riesgo percibido sobre las operaciones internacionales a través de la experiencia y conocimiento de otros mercados las empresas comprometen un mayor número de recursos. Esto en cierta medida es diferente a la forma de actuación de algunos fondos internacionales. Por ejemplo el fondo abierto alemán Deka tiene inversiones en más de 22 países en 3 continentes y tan solo tiene dos o tres oficinas de representación fuera de Alemania. De hecho en España son activos inversores desde hace años y tan sólo en alguna ocasión han abierto subsidiarias provisionalmente por muy poco espacio de tiempo. Eso nos ha llevado a una de nuestras hipótesis y objetivos de esta tesis. Quizás la adaptación de las teorías de la Escuela de Upsala sobre las etapas

secuenciales de internacionalización al sector de los fondos inmobiliarios internacionales estriba en que a medida de que un fondo conoce mejor el mercado donde en adquiere activos. Este mayor conocimiento le conduce a adquirir un número mayor de inmuebles o adquirir más riesgos en sus inversiones; pero no necesariamente a abrir filiales en el extranjero. Es curioso que además este fondo abierto alemán (DEKA) es un fondo “core” y por lo tanto suele mantener sus activos en propiedad a largo plazo no como otros fondos que normalmente mantienen en propiedad sus activos no más de 5 o 7 años.

El modelo de Uppsala se centra en la internacionalización gradual de las empresas locales a medida que disminuye el riesgo percibido sobre las actividades internacionales y el proceso de internacionalización se desarrolla a través de una serie de etapas claramente demarcadas en el tiempo. Quizás este modelo es aplicable a las empresas promotoras internacionales o fondos inmobiliarios oportunistas (que realizan actividades promotoras de inmuebles) pero no en la mayoría de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales.

Según (Lopez-Duarte y Garcia – Canal, 1998) la creación de filiales de plena propiedad constituye el paradigma de inversión directa en el exterior, aunque existen IDE's (Inversión Directa en el Exterior) de naturaleza muy diversa. De esta forma consideran que existen dos niveles en el proceso de decisión. En el primero la empresa decide invertir en el mercado exterior sirviéndose de sus propios recursos, (creando una filial de plena propiedad) o invertir en el mercado exterior combinando sus recursos con los recursos específicos de otras empresas. Este último nivel coincide bastante con el “modus operandi” de muchos fondos de inversión internacionales que sin necesidad de abrir filiales en el extranjero adquieren numerosos inmuebles en el país receptor, articulándose con una batería de consultores, brokers, abogados, arquitectos e ingenieros que les ayudan en el día a día de la gestión de sus inmuebles en el extranjero sin necesidad de tener filiales en el extranjero que aumenten su estructura de costes fijos.

Sobre la estrategia inversora basada en rentabilidad o plusvalías latentes:

Las estrategias llamadas “contrarias” son similares a las de valor, “value investing”, ya que ambas se dedican a buscar aquellas inversiones que estén infravaloradas, por un sentimiento de mercado o afectadas por su entorno, cuando los fundamentales de los activos demuestran un potencial aumento de valor. La “estrategia contraria”, aplicada a la inversión inmobiliaria implica que las propiedades con rentabilidades altas, (“value properties”), pueden tener un mejor rendimiento que propiedades con una baja rentabilidad inicial, (“growth properties”), (Addae-Dapaah, 2006).

El término “contrarian” es utilizado en la denominación de estrategias basadas en compraventas de activos, (acciones, inmuebles etc.), cuyos precios están desproporcionados con sus fundamentales contables o de mercado; se refiere al paradigma de valor/crecimiento.

Aquellos que apuesten por el crecimiento de valor se concentrarán en los activos que puedan parecer relativamente baratos respecto a sus potenciales valores, mientras que aquellos inversores que inviertan en “value assets”, preferirán aquellos activos que proporcionen altas rentabilidades iniciales, (i.e. dividendos). El término “growth” se podría comparar en la inversión inmobiliaria con la inversión “prime” que es aquella que normalmente atrae la atención de los inversores institucionales más conservadores con estrategias “Core”, (compañías de seguros y fondos abiertos alemanes), en las calles principales de negocios de ciudades principales. Mientras que el término “value”, podría compararse a la inversión en propiedades que producen rentabilidades más altas, (y a un mayor riesgo normalmente), en sectores menos seguros/estables/consolidados que los de las oficinas, (por ejemplo el de naves industriales), o ubicaciones secundarias, o en ciudades menos representativas.

Williams (1995) fue el primero en teorizar y demostrar que a mayor balance relativo de los retornos porcentuales sobre la gestión y “reversión” de una cartera de activo inmobiliarios, mayor sería la diversificación de ésta y por tanto mejor su desempeño. Su estudio modifica y confirma a su vez el modelo de la rutina de Markovitz (1952), y descubre que la asociación entre el nivel de concentración de flujos de caja y el índice de rendimiento del portfolio, y entre el índice de diversificación y el índice del rendimiento de la cartera de inversiones era mayor que el descrito por Williams. Ello implica que la diversificación por fuentes de retorno, (i.e. entre rentabilidades frente a aumentos de valor), podía mejorar el rendimiento de una cartera de inversiones inmobiliarias.

Las demostraciones de Williams pueden estar sesgadas al existir dentro del símil de “growth stocks” con “Prime Properties”, y “value stock” con “secondary investments”. Existe cierto sesgo debido a que los análisis fundamentales de los mercados bursátiles operan bajo estrictas normas contables y estándares más financieros, que los mercados inmobiliarios menos transparentes y más heterogéneos, en sus fundamentales básicos. Por tanto, el símil con acciones, a pesar de que pueda existir cierta correlación entre ambos tipos de activos, aún mantiene demasiadas diferencias entre ambos tipos de inversiones.

El hecho de adoptar una estrategia “growth”, en cuanto a la adquisición de activos inmobiliarios, (esto es, una estrategia “prime” en términos del sector), en una inversión inmobiliaria nos lleva a aspectos similares a los de una inversión en acciones bursátiles. Por un lado están los dividendos de las acciones, (en el caso inmobiliario hablaríamos de las rentas por alquileres), y por el otro la potencial apreciación de las acciones, (en el caso inmobiliario hablaríamos de las plusvalías o generadas en la venta del activo, en un momento en el que las rentabilidades inmobiliarias bajasen y por ende aumentasen los precios de los activos), (Addae-Dapaah, 2006).

Wyatt (1984) argumenta que frente a actuarios partidarios de un retorno total, (rentas y apreciación), donde el factor determinante sería pues la Tasa Interna de Rendimiento del activo o portfolio, y que mientras las revalorizaciones tienen que ir acordes con los vaivenes del mercado, los flujos de caja pueden ser reinvertidos y dicha reinversión conducir a una mayor diversificación del portfolio.

Las estrategias de inversión inmobiliaria se mezclan con las estrategias financieras en otros activos, por lo que no es de extrañar que ambas industrias concluyan en “recetas” parecidas.

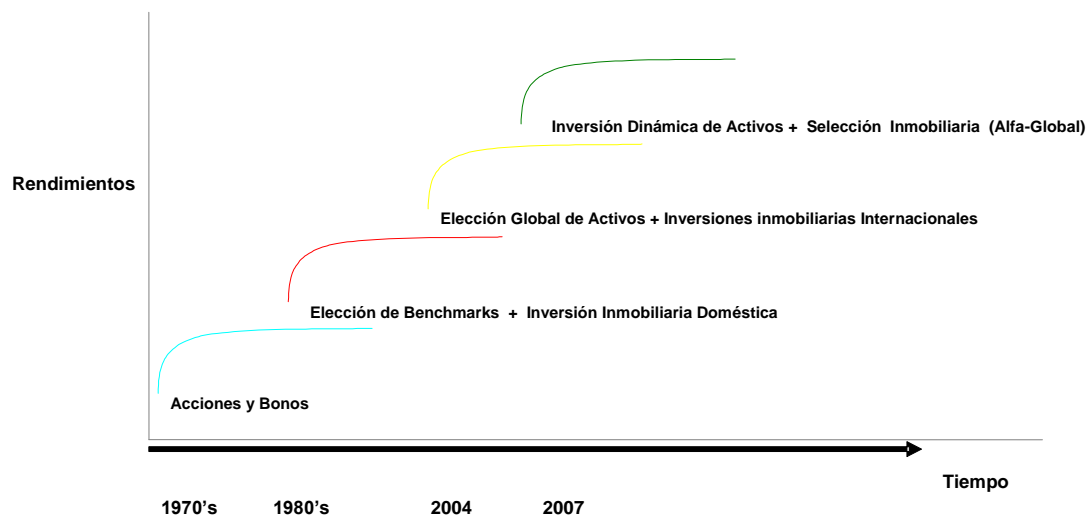
Los flujos de caja, (i.e. operating cash flow /rentas por alquileres en el caso inmobiliario), configuran un “cojín” financiero que de “per se” tiene valor, debido a la capacidad generadora de esos flujos de caja en el pasado. Aunque, en este sentido, debemos considerar que los inmuebles al igual que las empresas, tienen sus periodos de maduración, y saturación, pero al ser los inmuebles entes de mayor abanico físico que social, éstos últimos, tienen potencial obsolescencia física. No obstante el trabajo de Williams (1995) prueba que en consonancia con otras estrategias de inversión, (por ubicación, tipo de inmueble o internacional), la diversificación por razones de rentabilidades puede mejorar el rendimiento de todo el portfolio, propugnando un buen balance entre “value”, (alta rentabilidad), y “growth” (revalorización).

Modigliani y Miller (1963) abogaron por una partición de los flujos de caja, como arma de medición de la importancia de un aspecto u otro o del peso específico de cada factor en el rendimiento de una inversión. Arditti (1974) demostró que esa partición es solo correcta cuando la división se establece entre el elemento cierto, (las rentas derivadas de un contrato de alquiler), y los elementos inciertos, (la potencial revalorización de un inmueble). De este modo las teorías de (CFCL) que realizaron, ("cash flow level concentration"), son la medida del equilibrio relativo de los retornos de una cartera de

inversiones que provienen de sus rentas/dividendos, y de sus revalorizaciones y donde se deben ponderar el peso específico de cada activo dentro de la cartera.

Markovitz (1952) establecería dentro de toda esta discusión, el índice de diversificación entre inversiones, donde se deben analizar los coeficientes de correlación entre los retornos por rentas/dividendos, y por revalorización. No obstante los dividendos, (y por tanto las rentas de los inmuebles), contienen información relevante y real ayudando a los inversores a circunvalar los problemas de informaciones asimétricas, y reducen los costes de agencia.

Gráfico 48: Evolución de las fronteras de eficiencia (Markovitz) sobre carteras de Inversión Inmobiliarias.



Fuente: Watson Wyatt 2008

En el gráfico (48) vemos como la percepción del riesgo y la diversificación va variando históricamente, así como se sofistican los vehículos de inversión y sus mercados.

Frente a cambios de ciclo inmobiliario normalmente las estrategias más defensivas son las “core prime” o growth. Entre estas existe a su vez una diversificación de sectores, es decir geográficamente hablando, lo más prime de Europa sería invertir en el mercado más líquido, en este caos serían las ciudades de París y Londres. Dentro de estos mercados, a su vez, las inversiones se podrían dirigir a oficinas y retail “prime” es decir, en las mejores zonas, grandes locales comerciales en las calles más transitadas, centros comerciales urbanos. De estos subproductos, uno de los más defensivos, es el “prime retail”, debido a que al igual que es relativamente fácil que se construyan/rehabiliten nuevos edificios de oficinas en zonas de negocios, así como nuevas naves logísticas en periferia, no sucede lo mismo con las calles tradicionalmente comerciales en los centros de las ciudades, donde, factores históricos y hábitos de consumo cuestan más tiempo de cambiar y donde incluso la construcción de un centro comercial cercano, puede acentuar la tendencia hacia esa zona. El “prime retail” es pues una de las inversiones más defensivas, aunque el protagonismo institucional en el sector, sea mínimo, ya que se trata normalmente de propiedades fragmentadas donde el valor principal reside solo en las plantas bajas comerciales, muy del apetito de grupos familiares (“family offices”) o sociedades patrimoniales familiares.

3.8.2 Sobre los conflictos de agencia

En este apartado se trata el Objetivo Secundario nº 3.

Teoría de agencia y conflictos de agencia, (“principal agent problems”)

El artículo “Agents of a Change”, The Economist, (julio 2010), explica como la falta en predecir la última crisis financiera (2007) abonaba un camino para reflexionar sobre que había motivado los principales errores. La mayoría de bancos centrales utilizan modelos estocásticos de equilibrio general, que incluyen entre sus asunciones que los mercados financieros son eficientes y las expectativas racionales. El Institute for New

Economic Thinking” en su conferencia inaugural en Abril 2010, se inclinaba por explorar el potencial de los “Modelos Basados en Agentes” (ABMS), para ayudar a aprender de los errores de la pasada crisis y quizás poder desarrollar un sistema de alertas rápidas para la siguiente. Los ABMS no asumen que la economía se basa en el equilibrio, introduce normas de conducta especiales para cada agente que se modifica a su vez por la interacción directa entre ellos; mientras que en los modelos tradicionales económicos la interacción ocurre a través de los precios e indirectamente. En los ABMS no se hacen asunciones sobre el equilibrio o la eficiencia de los mercados, son modelos dinámicos que contienen mecanismos de retro alimentación, que pueden amplificar pequeños efectos como el efecto rebaño o los pánicos bursátiles. Matemáticamente son modelos no lineales en los que los efectos, no tienen por qué ser proporcionales a sus causas y estos modelos pueden realizarse a medida de diferentes sectores.

Este es un importante problema que subyace en nuestra economía, y por ello se va a profundizar en él por los diversos conflictos, que emanan de la gestión de activos para un tercero, especialmente en momentos de crisis.

En el año 2007 y sucesivos, los inversores en los fondos se encontraron con que los cuantiosos retornos prometidos por sus gestores no iban a llegar en mucho tiempo. Se impuso al principio la restructuración temporal de éstos, con la famosa frase en el sector de “extiende y pretende”, que busca alargar el plazo de los retornos de los fondos a sus inversores ha hecho aflorar numerosos conflictos entre propiedad y gestión.

Los inversores institucionales que desean tener cierta exposición en los mercados inmobiliarios internacionales normalmente carecen del conocimiento de los diferentes mercados inmobiliarios y sus características intrínsecas, y por tanto confían sus inversiones a gestores especializados.

Los gestores de los fondos y sus inversores tienen una responsabilidad fiduciaria, pero la rotura de esa responsabilidad fiduciaria es un riesgo potencial al que se enfrentan los inversores de un fondo. Por ejemplo: el hecho de adquirir inmuebles con un mayor nivel de riesgo y por tanto una mayor volatilidad asociada a mayores rendimientos.

Los inversores que no dispongan de la suficiente información han de confiar en el buen uso de las obligaciones fiduciarias de los gestores de los fondos, y que se minimicen los costes de agencia.

Los costes totales de agencia según Schneider (2000) son, aquellos costes derivados de una conducta egoísta y personal de los gestores, más los costes de monitorización, y de políticas de incentivos para atenuar dichas conductas de los gestores.

Los principales costes de agencia entre accionistas y administradores (Brigham, 1969) son:

1. Gastos de monitorización, vigilancia y auditoria.
2. Gastos de estructura organizativa, y de limitación de los directivos (consejeros externos)
3. Coste de oportunidad, restricciones que puedan limitar la velocidad o el poder en cuanto a la toma de decisiones por los directivos

Allen y Santomero (1998) introdujeron el concepto de costes participativos, (“participation costs”), como los costes de un inversor al participar en mercados más complejos. Los costes de participación trascienden de las asimetrías de información en la que basan sus beneficios los intermediarios y gestores de fondos. El concepto de costes participativos, permite a los inversores institucionales acceder a mercados que les hubieran, de otro modo, hecho acarrear costes mayores de inversión debido a su falta de especialización.

Los controles que normalmente actúan para reducir los costes de agencia suelen tomar la forma de incentivos que alineen los intereses de los inversores y los gestores de los fondos.

Sharma (1997) sugirió, que inversores mayoritarios en un fondo podrían presionar para la obtención de mayor crecimiento/retornos, en perjuicio de inversores minoritarios. Asimismo, gestores interesados en recibir ingresos por gestión de activos, podrían no estar interesados en desprenderse de activos que en cierto momento pudieran maximizar el retorno a sus inversores (Barclay et al., 1995), a pesar de que pudiera existir mucha información disponible para los inversores, esta táctica es fácil de disimular por los gestores.

Los inversores institucionales o privados que invierten en Fondos de Inversión Inmobiliaria, permiten con cierta flexibilidad a los gestores de los fondos invertir discrecionalmente en el sector inmobiliario. Para proteger sus intereses, normalmente, los inversores estudian, durante un par de meses de media, la estrategia de inversión de los gestores del fondo, así como su historial de rendimientos e inversiones previas. A pesar de que la historia no tiene por qué repetirse, los inversores suelen tener bastante confianza en aquellos gestores que su historial e inversiones se alinean con la nueva estrategia inversora, por ejemplo, para la creación de un nuevo fondo. En este sentido la reputación, al igual que en la mayoría de instituciones financieras, de un fondo es extremadamente importante. Como medida adicional de seguridad los inversores en fondos privados negocian durante tiempo los puntos principales del contrato de inversión o coinversión, para asegurar que los puntos principales de dicho contrato ayudaran a que el gestor actúe con suficiente motivación y preservando siempre los intereses de sus accionistas, evitando correr riesgos innecesarios por encima de lo acordado.

Según Jensen and Meckling (1976), las teorías de agencia, y los problemas de “principal –agent”, se refieren a las dificultades potenciales que se derivan cuando dos partes

comprometidas en un contrato fiduciario tienen diferentes objetivos y diferentes niveles de información. El contrato base es el de un mandante (“principal”), que paga un agente o mandatario por algún bien o servicio. El mandante (“principal”), es la parte que paga al mandatario (“agent”) por:

- a) Para actuar en representación del mandante
- b) Para proveer de algún servicio al mandante

Si dentro de este esquema contractual surgen conflictos de intereses nos encontraremos con los denominados costes de agencia.

La Teoría de Agencia, sugiere que hay dos importantes condiciones que dominan las relaciones entre mandantes (“principal”) y mandatarios (“agents”). La primera asume que los mandatarios son autónomos y propensos a maximizar sus intereses a costa de los mandantes o “principals” (Sharma, 1997), en otras palabras, se da por hecho el conflicto de intereses. La segunda condición impregna las relaciones entre mandantes y mandatarios de un problema de asimetría de la información entre las dos partes.

En economía, la asimetría de la información existe cuando una de las partes en una transacción posee información relevante que no puede o no quiere transferir a la otra parte.

Gráfico 49: Esquema de la información asimétrica en la Teoría de Agencia



Fuente: elaboración propia

Derivándose de las dos condiciones previas surgen los problemas de “selección adversa” y los “riesgos morales”.

La selección adversa ocurre cuando una de las partes actúa oportunamente antes de entrar en la relación contractual. Los riesgos morales ocurren cuando una vez firmado el contrato que une a ambas partes, una de ellas actúa oportunamente.

La libre competencia del mercado por sí solo no puede resolver los defectos que surgen de las asimetrías de información, por lo que la teoría de agencia está en el corazón de los estudios de problemas de gerencia, o gobierno de empresas, y crea uno de los mayores argumentos de intervención política (Jensen, 1986).

En “*La Ventaja Competitiva de las Naciones*”, Michael Porter (1990) señalaba que los objetivos corporativos están enormemente determinados por la estructura de propiedad, la inclinación hacia la deuda, la naturaleza del gobierno de la empresa, y los procesos de incentivos que impulsan la motivación de los gerentes.

Existen dos tipos de sistemas de gobierno de empresas (Gedajlovic and Shapiro, 1998):

Un sistema asociado principalmente a los EEUU y UK, regidos por el sistema jurídico del Derecho Anglosajón, “Common Law”, caracterizado por accionistas “pasivos”, Consejos de administración, que no son siempre independientes de la gerencia y control activo a través del mercado.

El otro sistema está más asociado a la Europa Continental y Japón, caracterizado por accionistas más “activos”, normalmente otras empresas o bancos, Consejos de Administración independientes, y control menos activo a través del mercado. Estas diferencias afectan los objetivos y actuación de las empresas.

Existen tres tipos de mecanismos principales que pueden utilizarse para superar los problemas de separación de control y propiedad (Maher and Andersson, 2000):

1-Alineación directa de los intereses de los accionistas y gestores. Ej. Planes de retribución flexibles, stock options, y monitorización directa por consejos de administración.

2-Protección legal de la posible expropiación por los gestores. Ej. derechos de los accionistas.

3-Medios indirectos de control, que provienen de los mercados de capitales, de los mercados laborales, y mercados de control corporativos. Ej. OPA's.

La teoría de agencia también se centra en la solución de los potenciales problemas entre ambas partes, sin olvidar, que el principal aporte de la teoría de agencia es el hecho de aceptar que existen ineficiencias económicas en las relaciones agente-mandante. En este sentido, son importantes sus aportaciones en la construcción de contratos que mejoren las relaciones entre ambas partes. Dejando claro que no existe ningún contrato que

solucione todos los potenciales problemas pero, el espíritu de un contrato es el de alinear los intereses entre ambas partes, entre los diferentes escenarios, en cuanto a rentabilidades esperadas, aversión al riesgo e información.

Los salarios para los gestores de fondos de pensiones públicos suelen estar sujetos a límites mientras que en los fondos privados, que manejan sus inversiones, raramente están limitadas.

Los fondos de pensiones públicos son las mayores instituciones financieras mundiales, y las diferencias de estructuras de compensación entre los fondos públicos y privados implican importantes diferencias en los incentivos a monitorizarlos (Woidtke, 2001).

Woidtke, estudió la variación sectorial cruzada entre fondos privados y públicos, que afectaban a su vez, a las variaciones cruzadas de valor, basándose en parámetros de control de diversos fondos. Concluyó que existía un efecto asociado positivo entre las mayores compensaciones basadas en criterios de mejores expectativas, hacia los gestores de fondos privados al estar basadas en una alineación conjunta de intereses de los inversores u accionistas.

La posibilidad de encontrar o no, oportunidades de crecimiento alcanzables por un fondo, o empresa, influye en el conflicto de intereses entre mandatarios y mandantes. En este sentido, hay que analizar el papel del apalancamiento, la política de dividendos y la estructura de gobierno de las empresas en la ausencia, o presencia de oportunidades de proyectos rentables. Dentro de los escenarios de apalancamiento es importante tener en cuenta que un escenario o problema de baja inversión acentúa los defectos de un endeudamiento alto, frente a oportunidades de crecimiento ya que, demasiado apalancamiento puede retraer a los gestores en cuanto acometer proyectos con valor actual neto positivo, así la presión frente a los gestores de tener ratios financieros altamente apalancados, hace que estos puedan obviar proyectos que de por sí sean rentables. De esta forma, si la preferencia en los retornos es de quien financia el

proyecto, los gestores prestan mayor atención a aquellos proyectos cuyos flujos de caja van a llamar mayormente la atención a los que financien el proyecto en detrimento del valor de la empresa frente a otras oportunidades de por si también rentables (Rotke, 2002).

Para mitigar problemas las oportunidades de crecimiento deben ser financiadas con recursos propios y no deuda (Myers, 1977) y (Mc Conell y Servaes, 1995). Como estos últimos autores sugieren, contra mayor son establecidas las oportunidades de crecimiento, menor el ratio de apalancamiento que debería ser fijado. En otras palabras, sugieren una relación negativa entre deuda y valor de la empresa, en aras a las proyecciones futuras de crecimiento.

Las posibilidades de ausencia de crecimiento están fuertemente relacionadas con las hipótesis de flujos de caja disponibles, y potenciales consecuencias de sobre-inversión (Mc Conell y Servaes, 1995). En este sentido, la disponibilidad abundante de flujos de caja resalta las consecuencias negativas de disponer de abundantes recursos dentro del alcance de los gestores después de financiar proyectos con valor actual neto positivos, especialmente cuando las empresas carecen de suficientes oportunidades de crecimiento. Los autores sugieren que los flujos de caja disponibles deben ser reducidos a través de nuevas emisiones de deuda o pago de dividendos, ya que de otra manera, sería malgastado en recursos ineficientes.

Lo anterior es un claro ejemplo de la situación vivida en los últimos años del periodo de estudio, en muchos fondos de inversión y empresas inmobiliarias internacionales, que no ajustaron su crecimiento a un escenario sostenible, y que la abundancia y “empuje” de deuda barata los convirtió en derrochadores de recursos.

En cuanto a uno de los temas más controvertidos sobre la alineación de intereses está la proporción de la empresa que se encuentra en manos de los gestores. Una proporción suficientemente alta puede hacer converger los intereses de los gestores e inversores o

accionistas (Jensen and Meckling, 1976), por lo que a mayor concentración de propiedad en manos de los gestores, más eficiente será su conducta, y se sostiene una relación positiva entre valor de la empresa, y la propiedad de los gestores en ésta. Así mismo, una mayor concentración de la propiedad en manos de los gestores, puede entenderse en mercados secundarios, como una señal que expresa la confianza de los gestores en los proyectos de inversión de la empresa o fondo.

Diversa literatura de Stiglitz (1985) y Jensen (1986) sugiere que la concentración de la propiedad en manos de unos pocos accionistas es mejor, ya que se tienen mayores incentivos en monitorizar el trabajo de los gestores. Cuando hay demasiada dispersión en la estructura de propiedad, los problemas de excesiva independencia aparecen, debido a un intercambio descompensado entre el esfuerzo requerido y los beneficios que una tarea de monitorización conlleva. De esta forma, suele ocurrir que dicha concentración, se da con mayor frecuencia en los fondos no cotizados, y es más reducida en los fondos que cotizan en mercados secundarios.

Una excesiva concentración de la propiedad, puede reducir problemas de agencia conllevando una situación de mayor control, pero por otro lado, puede reducir el aprovechamiento de oportunidades de crecimiento.

Según Bhattacharya y Thakor (1993) las instituciones financieras son las más apropiadas para monitorizar y controlar la potencial discrecionalidad por parte de los gestores, debido a su trayectoria en la obtención de información relevante, y su canalización fiable que ya practican con sus tomadores de préstamos, como resultado de ello, es probable que el valor de la empresa sea mayor cuando el accionista principal sea un banco u otro intermediario financiero.

La evolución de la propiedad accionarial de las empresas ha ido de la propiedad privada a la propiedad pública, creando un abismo entre propiedad y control, llevando al control de las empresas por sus gerentes (“managerialism”). Schneider (2000), de acuerdo con

los estudios de los anteriores autores, desarrolló un modelo, (Nexus Agency Model, NAM), explicativo de las diferencias entre propiedad institucional y no institucional, donde el objetivo principal es encontrar el punto óptimo en que la suma de costes de agencia es minimizada.

A pesar de todo, la teoría de agencia no se escapa a las críticas, debido a sus deficiencias en cuanto al reconocimiento de la incertidumbre, falta de contemplación de los fenómenos sociales al margen de los mercados, falta de aceptación de los intereses de otros grupos de interés (“stakeholders”).

En la teoría de “stakeholders”, Freeman (1988) conceptualiza la empresa como el nexo entre varios grupos y sus respectivos intereses, aunque esta teoría falla respecto a las de agencia en que no reconoce abiertamente que los propietarios o inversores proporcionan las bases de la fundación de la empresa para todos sus “stakeholders”. Los “stakeholders” de las instituciones financieras que actúen como intermediarios o propietarios mayoritarios del fondo en cuestión, pueden presionar a la institución para conseguir sus propios objetivos, lo cual introduce otro “coste de agencia” a la institución misma.

Gráfico 50: Propiedad en el modelo de agencia

Modelo general de propiedad de agencia

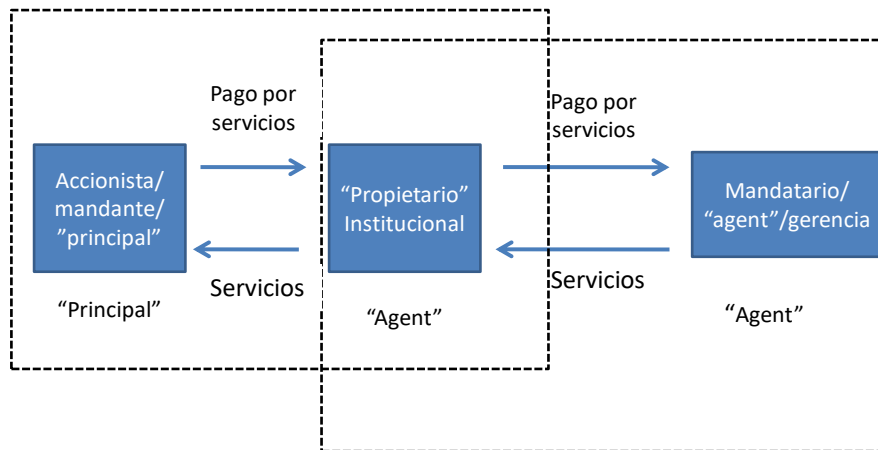


Fuente: Schneider, 2000

Sobre el gráfico (50): los costes de agencia no representan un coste como podría ser el pago por servicios, se refiere al resultado de la asimetría entre los intereses del mandante y el mandatario.

Gráfico 51: Propiedad institucional en el modelo de agencia

Modelo de propiedad institucional



Fuente Schneider, 2000

En el gráfico (51), el conflicto de agencia se ha articulado con un intermediario institucional que si bien fortalece, el concepto no lo exime de conflictos.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 9: Evaluación de beneficios y perjuicios que añaden los propietarios institucionales a los contratos de agencia

Beneficios potenciales	Evaluación
Diversificación de carteras	Sí, es un beneficio
Procesos	Sí, es un beneficio
Retornos mayores	Por lo general no es un beneficio, las instituciones suelen tener rendimientos inferiores a ciertos índices
Responsabilidad fiduciaria	Es un beneficio respecto al grado en que ésta se ejercite
Concentración de la propiedad	Depende de la alineación de intereses entre los accionista beneficiarios y la influencia ejercida en los fondos por las instituciones financieras o stakeholders
Reducción en costes participativos	Sí, es un beneficio
Perjuicios potenciales	Evaluación
Las instituciones son otra fuente de costes de agencia	Sí, es un perjuicio
Otras partes involucradas pueden constituir costes de agencia adicionales	Sí, es un perjuicio

Fuente Schneider, 2000

Los incentivos-conflictos de agencia

El alpha de Jensen (1968) determina el exceso de retornos sobre una inversión sin riesgo por unidad de riesgo tomada, es una de las medidas de evaluar los resultados de los gestores de los fondos de inversión. De esta forma sus incentivos vienen dados comparando sus resultados relativos a los de gestores de fondos con políticas de inversión similares.

El mercado provee sus propios incentivos al existir hasta cierto punto economías de escala en las inversiones de los fondos, los gestores de estos son incentivados por los retornos de las inversiones, lo cual genera con asiduidad que se realicen inversiones con mayores retornos y por ende mayores riesgos. Los gestores de fondos también son incentivados por el número de activos bajo su gestión o vigilancia, lo que hace, que a veces no realicen operaciones de venta sobre inmuebles en cartera debido a que desprenderse de activos, que causarían beneficios para los inversores del fondo entra en conflicto con sus propios intereses (Rajan, 2005).

Si la evaluación de los resultados de un gestor de fondos está basado en los retornos de un determinado índice como el NAREIT, por ejemplo, que es el índice de los fondos inmobiliarios en los EEUU, sin tener en cuenta si los precios de las acciones del índice en general están sobrevaluados, el gestor estará excusado de realizar determinadas adquisiciones. Todo esto es lo denominado efecto rebaño o gregario, que impera a veces más en la mayoría de los mercados que los análisis de fundamentales, especialmente durante la creación de una burbuja. Además si el uso de deuda aumenta los retornos de las inversiones los gestores tendrán un incentivo adicional para añadir deuda a sus inversiones y por tanto un mayor riesgo (Woidtke, 2001).

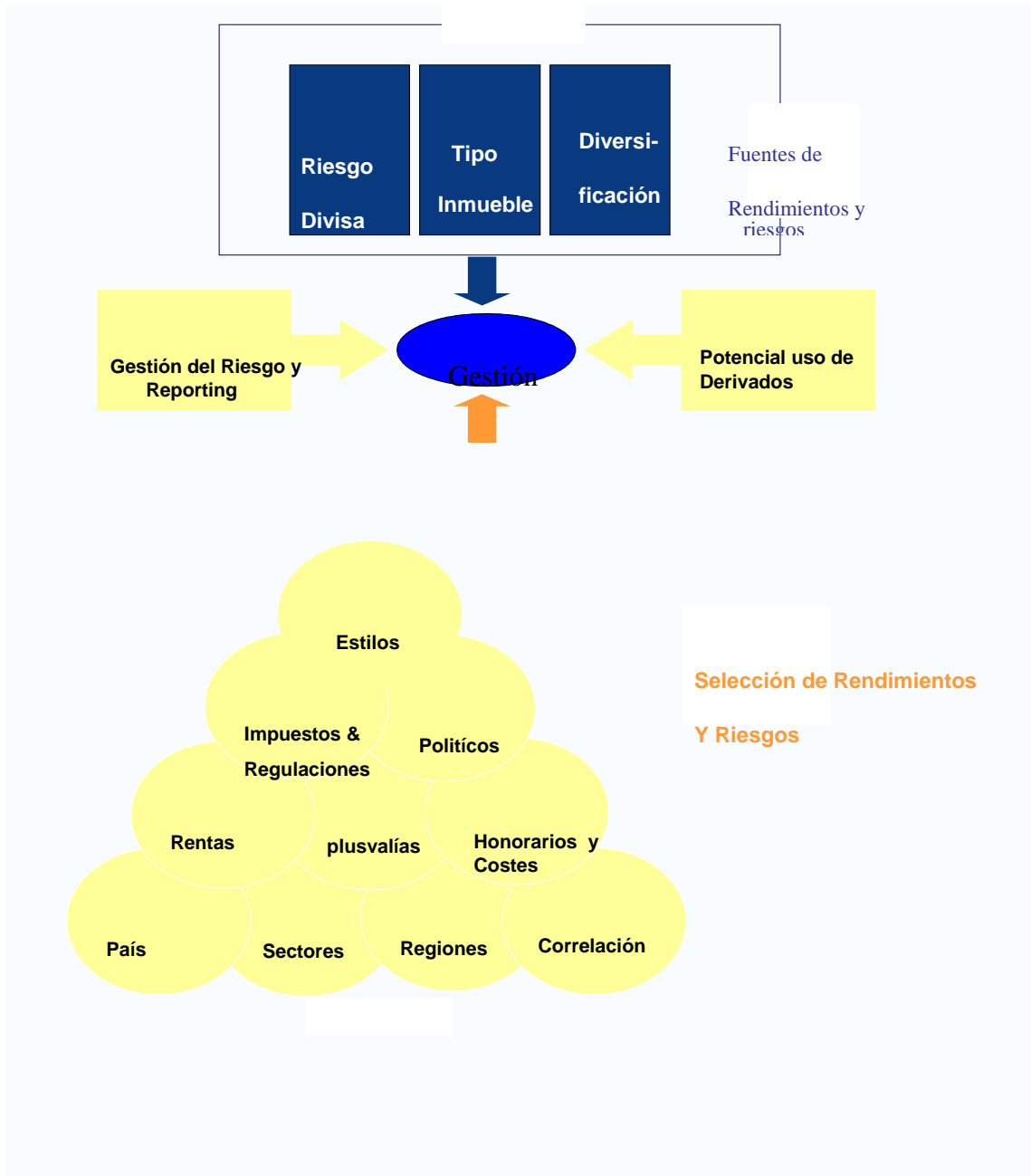
3.8.3 Sobre el sector de inversión internacional

La diversificación de inversiones inmobiliarias, (especialmente en las internacionales), puede abrir un mayor horizonte de oportunidades, mejorar la rentabilidad/riesgo y reducir la volatilidad del conjunto (Solnik, 1996). Ya que los beneficios de la diversificación están maximizados cuando hay poca correlación entre los activos de la cartera. Una cartera bien diversificada, incluirá activos que tengan poca o correlación negativa.

Tradicionalmente, la diversificación de inversiones inmobiliarias ha sido por país/ciudad, (geográfica/económica) y por tipo de producto, ambas o diferentes permutaciones de todas ellas. No obstante, se han producido diferentes corrientes de opinión al respecto.

Mueller (1992) argumenta que en el orden de las preferencias con un ajuste de retornos/riesgo, la estrategia inversora se debe basar en factores puramente económicos, y dentro de estos, finalmente seguir una estrategia geográfica, determinándose que la creación de empleo sería la piedra angular del performance de las inversiones inmobiliarias a excepción de un factor como pudiera ser el exceso de oferta o sobre edificación en un mercado. De este modo las inversiones se deberían dirigir hacia aquellos mercados en los que existan industrias potencialmente generadoras de empleo en el siguiente ciclo económico.

Gráfico 52: Gestión Diversificada y Dinámica de una Cartera Inmobiliaria Típica de Un Fondo Internacional



Fuente: Elaboración propia

Con una gestión activa de una cartera inmobiliaria, se generan mayores rendimientos absolutos mediante la gestión activa de los inmuebles, posicionando, renovando, alquilando, vendiendo y comprando. Recomendándose en cualquier caso una diversificación entre sectores (Industrial, Oficinas, Naves, Hoteles etc.) y países.

La selección del modo de entrada en los mercados exteriores es una decisión clave en la estrategia de internacionalización de las empresas. La decisión de un modo de entrada condicionará el margen de maniobra de la empresa en el mercado elegido durante un periodo dilatado de tiempo. A medida que disminuye el riesgo percibido sobre las operaciones internacionales, a través del conocimiento de cada mercado exterior, las empresas suelen comprometer un mayor volumen de recursos en el exterior y convirtiendo el acceso a dichos mercados exteriores como algo cada vez más estratégico (Johanson and Vahlne, 1977 y 2009). La estrategia que siguen algunos fondos es la de sencillamente no invertir en ninguna estructura en el exterior a la vez que se tienen acceso a dichos mercados.

Johanson and Valhe, (1977 y 2009) de la Escuela de Uppsala diseñan una secuencia de acceso a los mercados exteriores. En este sentido las empresas comienzan con exportaciones, luego aumentan su presencia en el extranjero con contratos de distribución a través de intermediarios, y posteriormente y dependiendo del volumen de negocio acaban abriendo sucursales o fabricación en otros países.

Los fondos de inversión inmobiliaria internacionales pueden operar en similares secuencias y en todas ellas encontrarse en economías de escala. Esto es una señal de un mercado pujante y donde aún deben de comprimirse los márgenes gananciales. Algunos fondos optan por realizar promociones (la parte inmobiliaria con mayor riesgo) una vez son conocedores del mercado o simplemente es que ya son por naturaleza fondos promotores (“opportunity funds”). Sí que dentro del espectro de fondos de inversión inmobiliaria, los “opportunity funds” son los que tienden a abrir con mayor frecuencia sucursales en el extranjero ya que la promoción inmobiliaria requiere un conocimiento

más profundo de las normativas de construcción locales y forman parte de un proceso que dura unos 2-3 años.

Siguiendo el modelo de Johanson and Valhe, (1977 y 2009), en que las empresas adquieren dos aspectos dinamizadores de su internacionalización, el primero con un mayor conocimiento de los mercados extranjeros y el segundo con una mayor involucración de la alta gerencia/accionistas en el proceso internacional, nos podremos encontrar que a la larga muchos sean los fondos que por acceder a un mayor número de operaciones opten por la expansión geográfica internacional y la de articular sus inversiones en operativas de mayor riesgo y conocimiento local como son las promociones.

El mercado no parece estar saturado fruto de los hallazgos de (Hoesli, 2000, 2004, 2010), (Baum, 2008, 2012, 2013), (Harvey and Cheigh, 2011), entre otros Y la inversión institucional aún tiene un largo recorrido en cuanto a crecimiento de los fondos (en tamaño y número) y saturación de dichos mercados de exposición semi indirecta al sector inmobiliario institucional.

Lopez-Duarte y Gracia-Canal, (1998) consideran que la empresa debe optar entre invertir en el mercado receptor valiéndose únicamente de sus propios recursos (creando una filial propia) o invertir en el mercado receptor combinando sus capacidades con los recursos específicos de otras empresas. Dentro de su estudio establecen que las empresas dirigirán sus inversiones de apertura en el exterior en aquellos mercados donde la empresa posea experiencia y conocimiento local.

3.8.4 Sobre la necesidad o no de actuar ante las burbujas

Existen dos relevantes trabajos de investigación sobre la necesidad o no de reventar las burbujas antes de tiempo:

“¿Por qué los bancos centrales no deberían reventar las burbujas?” de Adam S. Posen (2006)

Y “Por qué los bancos centrales deberían reventar las burbujas” de Nouriel Roubini (2006).

Respecto al primer trabajo, Posen (2006) intenta argumentar empíricamente y basándose en anteriores crisis, la inutilidad de la política monetaria para combatir la creación de burbujas inmobiliarias o financieras; debido a que en la relación entre las condiciones monetarias y los activos del mercado no exista una relación tan estrecha como se cree, y que las burbujas no se basan en fundamentales de mercado si no en comportamientos de tipo rebaño o de expectativas y que la escasez de liquidez no lleva necesariamente al freno del aumento de precios.

A pesar que una política monetaria expansiva es necesaria para que se alimente el aumento de precio de los activos, ésta no es suficiente, ya que tras el estudio de 31 periodos de expansión monetaria, en los EEUU, la mayoría de dichos periodos no acabaron en una burbuja inmobiliaria.

Bancos bien capitalizados y supervisados tienden a multiplicar menos los efectos negativos de los shocks. Las burbujas según Posen tienden a crecer a través de una exuberancia irracional, avances tecnológicos, (sobre todo en las burbujas bursátiles), y desregularización financiera mal gestionada, (sobre todo en las burbujas inmobiliarias). El coste de inducir una recesión reventando una burbuja puede ser mayor que el coste de subirse a ella. Ningún volumen de expansión monetaria puede ser mejor que una correcta regulación y supervisión financiera.

Respecto al segundo trabajo, Roubini argumenta que las burbujas que crecen demasiado acaban generando distorsiones económicas y en inversiones peligrosas que encierran en sí mismas el mecanismo de la explosión aportando mayores desastres económicos para la sociedad.

El papel frecuente de los gobernantes de esperar a su estallido y “limpiar luego”, o creer ilusoriamente en un aterrizaje suave del precio de los activos que no suele darse. Esto provoca una receta asimétrica a la hora de actuar sobre burbujas, no hacer nada mientras se crean y actuar una vez han estallado, Greenspan (1999 y 2004).

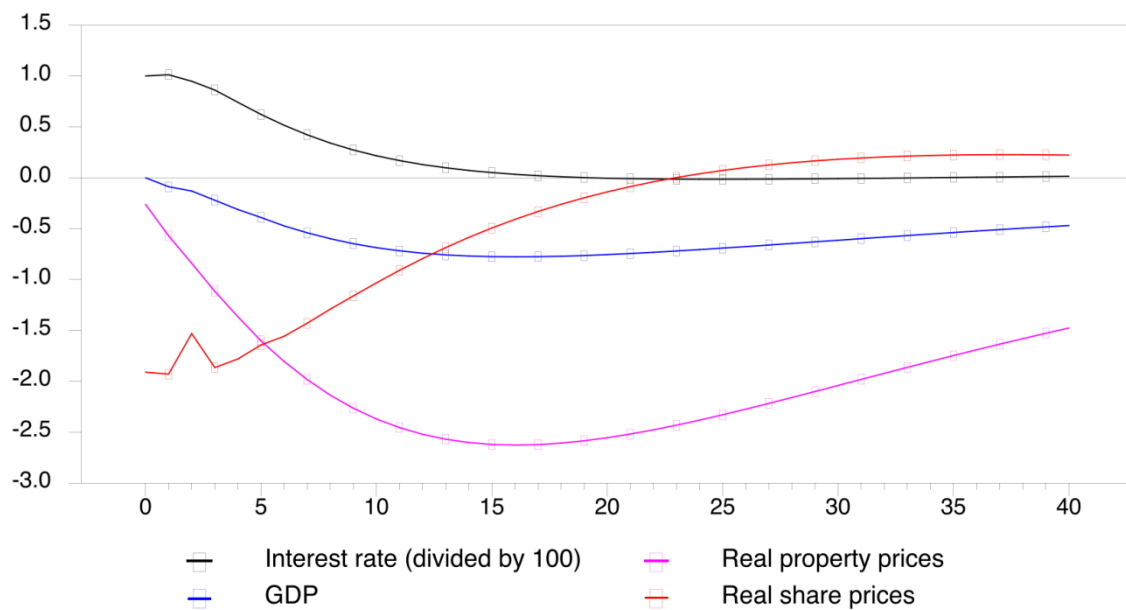
Si se está creando una burbuja sobre el precio de los activos, la política monetaria debería ser más agresiva que con una simple Ley de Taylor, y a su vez, ser más relajada que la Ley de Taylor una vez la burbuja ha estallado. El problema radica en la incapacidad de algunas autoridades a reconocer la existencia de una burbuja. Para ello las autoridades monetarias deberían reaccionar ante el alza de los precios diferenciando aquellos basados en fundamentales y aquellos que no, aplicando diferentes coeficientes.

En cualquier caso ante la duda de una posible existencia de una burbuja las autoridades deberían actuar con una política monetaria restrictiva. A mayor grado de incerteza respecto a la existencia de una burbuja, menor deberá ser el coeficiente sobre el precio de los activos, pero nunca llegando a cero en el caso de duda. La política de no actuar ante la incertidumbre no es óptima ni racional ya que las crisis originadas al estallar las burbujas tienen consecuencias severas sobre la economía y el sistema financiero. Las burbujas ocurren incluso con una correcta regulación y supervisión bancaria Assenmacher-Wesche et al (2008).

Roubini argumenta que entre 2003y 2004 en el Reino Unido se aplicaron políticas monetarias restrictivas que atenuaron el efecto de la crisis siguiente y que Japón durante los 80 tardó en corregir la burbuja inmobiliaria con una política monetaria restrictiva y

tardó luego, una vez estalló la burbuja, demasiado en aplicar una política monetaria expansiva.

Gráfico 53 Respuesta a una shock político monetario



Fuente: Roubini 2006

En el gráfico (53) se observa que con una bajada de los tipos de interés los aumentos de precio en los bienes inmobiliarios públicos (acciones) y privados (inmuebles) tienen un efecto mayor que en el resto de sectores

Ciclos Inmobiliarios, el mercado español:

Durante el periodo de estudio se estuvo negando, por buena parte del mercado y autoridades financieras, la existencia de una burbuja inmobiliaria residencial y también el de una burbuja de la inmobiliaria de empresa. La primera avanzaba a pasos de gigante y la segunda al “rebufo” de la primera. Al ser la construcción una actividad consumidora de bastante tiempo, una relativa oferta en un momento de demanda causa irremediabilmente un alza de los precios. Ello empuja al alza la demanda especulativa convirtiéndose el alza de precios en un ciclo que se alimenta a sí mismo al alza durante un tiempo, hasta que el exceso de oferta excede ampliamente a la demanda y la burbuja explota (García, 2003).

Pero la creación de esta burbuja fue realizada a través de una serie de factores estructurales y económicos únicos, con notables diferencias a las experimentadas en otros países en la misma época. Un indicador tanto de la sobrevaloración o infravaloración de los activos residenciales como terciarios es el ratio de precio/rentas que es similar al de en las acciones bursátiles de precio/dividendo (Bernardos, 2007).

En España los precios de la inmobiliaria de empresa ¿estaban sobrevalorados a causa de factores económicos fundamentales, o a causa de una “burbuja” en términos clásicos?

Tras su entrada en la Unión Europea España había conseguido hacer desaparecer del horizonte de los inversores el riesgo/divisa, los tipos de interés se mantuvieron en mínimos históricos, lo cual llevó a rápidos incrementos de deuda de las empresas inmobiliarias. El descenso del nivel de desempleo, el aumento de la inmigración y demografía, el buen contexto global económico, la apertura de nuestra economía principalmente debido al ingreso en la UE, incremento de los niveles de educación y tecnología, aumento vertiginosos de compra de segundas y primeras viviendas por parte de extranjeros en España, etc.

Todo ello hizo de España un lugar difícil donde acertar en las predicciones económicas y donde continuamente el Gobierno no acababa de acertar en los diferentes escenarios, donde se situaría la producción nacional, la inflación y el empleo. España tuvo una media de crecimiento económico de un 3.8% durante 1998 y 2007, mientras que el consumo privado fue aumentando un 4% durante el mismo periodo, la deuda pública bajó del 70% en 2006 a un histórico 40% desde 1996 al final del 2006. Pero aún mantenía distancias con la media europea debido a elementos estructurales tales como el aumento vertiginoso en salarios, y rigideces de mercado en algunos sectores.

Las transferencias netas de la Unión Europea fueron del 1% del PIB nacional durante 2000 y 2005 y en España se crearon durante 1993 y 2006 el 40% de los nuevos empleos de la Unión Europea. Todo ello unido a que el sector financiero español era el que más largas hipotecas ofrecía en el continente, y así como la laxitud en cuanto a conceder créditos hipotecarios, (el ratio de préstamos sobre valor de los activos se encontraba cercano al 100%) (Mateos, 2012).

Normalmente las burbujas inmobiliarias tienden a reventar por si solas, por lo que es relativamente sencillo predecir su explosión con un par de años de anticipación (Stucklin, 2006).

El problema es que en España los precios de los activos inmobiliarios en términos reales se realizaron a una velocidad sin precedentes hasta entonces. En ningún lugar de Europa se construyó tanto como en España, durante el decenio 1998-2007. El sector de la construcción en 2006 representaba el 18% del PIB nacional y el 12% de la fuerza laboral del país.

Según Hoyt (1960) las cuatro fases de un ciclo inmobiliario se resumen en lo siguiente:

Boom de demanda: Comienza por la demanda de suelo, incluyendo calles, parques, escuelas, que se originan con crecimientos demográficos.

Precios al alza: Que se originan cuando la demanda aumenta a una velocidad mayor que la oferta. Aumenta la demanda a pesar de un mayor coste, a la vez que la ocupación de inmuebles (comerciales y residenciales). El sobreprecio de inmuebles existentes sigue a un aumento previo de las rentas en éstos, lo cual conduce a la construcción de nuevos inmuebles.

Boom en la construcción: No hay nadie que pueda ni prevenir, ni frenar la inminente oferta de inmuebles con la probable demanda. El asunto de sobreoferta aparece en esta tercera fase a continuación de que los precios “toquen techo”.

La Burbuja explota: La bajada en el ciclo comienza cuando las rentas comienzan a bajar, los valores del suelo descienden y la construcción se frena.

Y lo peor según Hoyt (1960), es que los periodos tras una explosión de una burbuja pueden llegar a ser el doble de largos que durante la creación de esta. El mercado inmobiliario ciertamente no es eficiente si lo comparamos con los mercados de capitales donde la información determina los precios, y donde en teoría si el mercado es perfecto no es posible obtener beneficios sobre el capital.

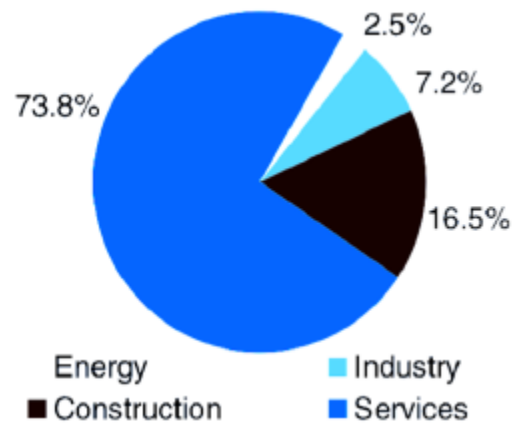
Las expectativas son esenciales en la formación de los precios inmobiliarios. Las expectativas racionales establecen que los consumidores realizan predicciones sobre el futuro basado en informaciones que tienen sobre el presente, lo que implica que los precios en el futuro no se pueden predecir y lo máximo que se puede conseguir es una aproximación del precio de los activos. Cuando los precios aumentan los especuladores entran en el mercado lo cual hace a su vez aumentar la demanda y los precios continúan subiendo.

Case y Schiller (2003) sostienen, que al considerarse el sector inmobiliario como una inversión a largo plazo añade una mayor inestabilidad a las burbujas ya que los inversores no dan la importancia debida a las correcciones del mercado a corto plazo. Cada modelo econométrico que se realiza para conocer en detalle la existencia o no de una burbuja tiene a su vez otro que lo contradice con similar metodología por lo que los errores a falta de una adecuada información sobre la potencial oferta y demandas futuras suelen ocurrir con frecuencia.

Wheaton and Torto (1989) demostraron a través de la correlación del incremento de los precios de los alquileres y viendo qué papel determinaban en la formación de los precios de los activos, incluyendo la investigación de que factores en los mercados de capitales, (tipos de interés y flujos de capital), impactaban en los precios de los activos. De esta forma demostraron que los ajustes de mecanismo de las rentas en inmuebles terciarios causaban que las rentas reales de los inmuebles bajasen por cada porcentaje de exceso en la tasa de desocupación del mercado de dichos inmuebles. Por lo que las características de la oferta y la demanda juegan un importante papel en el crecimiento de las rentas del mercado

Mueller (1999) estratificó los ciclos inmobiliarios en dos tipos diferentes de ciclos: (1) un tipo de ciclo físico que describe solo la demanda, oferta y ocupación del espacio físico en un mercado local y (2) un ciclo financiero que se determina por los flujos de capital que se dirigen al sector inmobiliario tanto, en inmuebles existentes como los que están en construcción. De esta forma se pretende explicar el intervalo que suele existir entre tasas de ocupación y movimientos en las rentas frente a la formación de precios inmobiliarios.

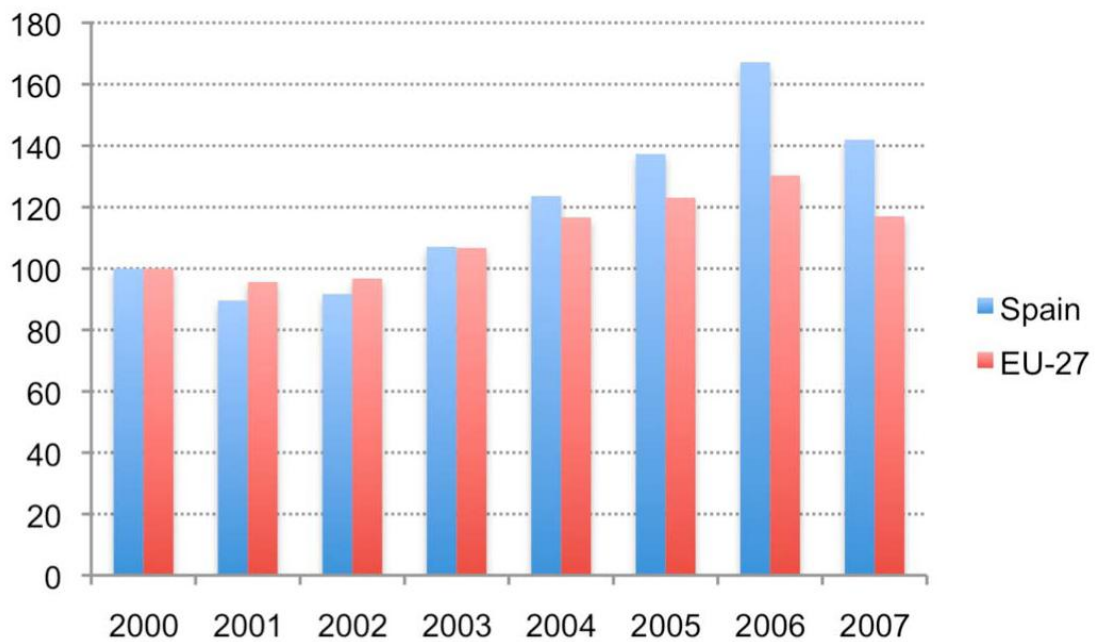
Gráfico 54: Contribución al PIB por sectores en España (%2000-2007)



Fuente: Bergheim (2007) pag.3

No podemos obviar la importancia económica y social del sector inmobiliario en la economía española. Además España es un país “turista dependiente” y el turismo extranjero es un importante comprador/alquilador de inmuebles.

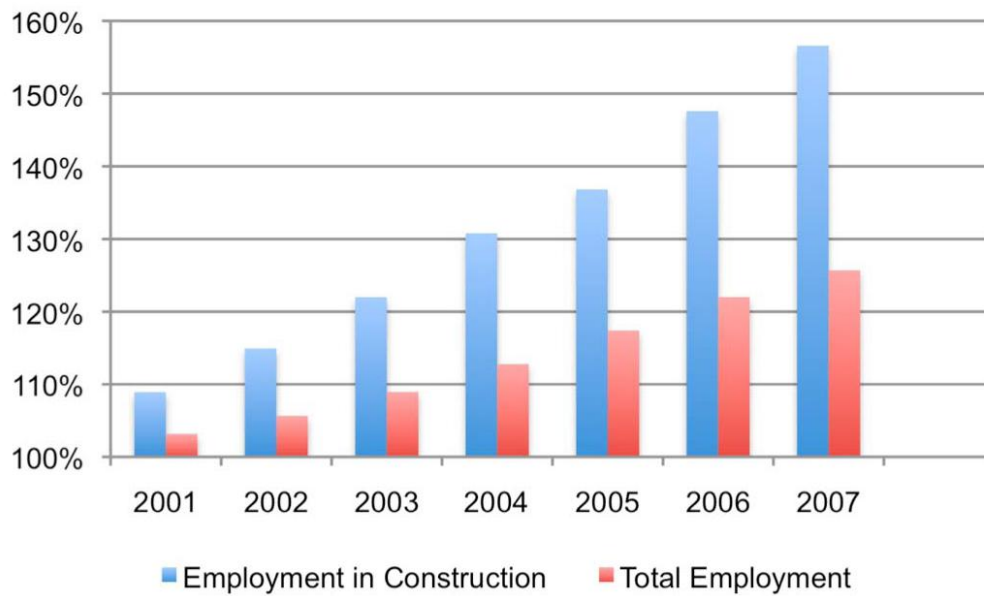
Gráfico 55: Incremento anual de permisos de construcción entre España y la UE-27 (2000 = 100%)



Fuente: Eurostat

En España se construían más viviendas que en UK, Francia e Italia en 2006. El resultado de esta falta de sentido tardará años en solucionarse.

Gráfico 56: Porcentaje de aumento del empleo en el sector de la construcción español frente al total (2000=100%)



Fuente: Eurostat

El crecimiento asimétrico del empleo en el sector de la construcción con respecto al total da una medida del impacto social que esta crisis ha tenido respecto a una buena parte de la población.

3.8.5 Acciones para poder evitar burbujas BASEL I, II & III

Panagopoulos y Vlamis (2008) prueban que los colapsos del sector inmobiliario tienen repercusiones negativas en los mercados de acciones, la industria bancaria y la economía en general. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea reconoce que la industria bancaria convencional cuando se concentra demasiado en determinados sectores, como por ejemplo, el inmobiliario es una fuente de problemas crediticios importantes para los bancos a nivel internacional. El riesgo de impagos en empresas inmobiliarias tiene propiedades asimétricas a lo largo de los ciclos empresariales. En los ciclos alcistas los bancos financian promociones inmobiliarias y adquisiciones a intereses más bajos, lo cual a su vez dispara la actividad empresarial. En contraste, en ciclos bajistas existe sobre oferta de activos y a la vez la demanda ocupacional de oficinas, naves, y centros comerciales baja debido a la contracción económica. La política crediticia de los bancos se vuelve mucho más conservadora y aparece lo que se denomina “credit crunch”, o crisis crediticia donde la oferta de préstamos disminuye significativamente. Los desahucios aumentan la oferta inmobiliaria y ponen aún más presión en la caída de precios.

Ya que los promotores e inversores inmobiliarios tienen la relación asimétrica de los riesgos respecto a los bancos, las autoridades deberían actuar sustituyendo una disciplina reguladora por una disciplina de mercado actuando como si fueran representantes de los contribuyentes debido al “riesgo moral” definido con anterioridad que emana del estallido de las burbujas de determinada dimensión en la sociedad.

En la realidad, las autoridades acaban protegiendo a los bancos de la disciplina del mercado en vez de proteger a los contribuyentes de los excesos y riesgos asumidos por los bancos.

Las autoridades tienden por lo general a no admitir la escala de la crisis. Los consultores inmobiliarios y las agencias de rating tienen un conflicto de intereses ya que

intermedian en transacciones, (inmobiliarias o de rating), que son sufragadas por los actores del mercado inmobiliario (bancos, fondos y promotores).

Al ser el sector inmobiliario una industria de oferta rígida, al menos a corto plazo y es difícil vender a corto (“short selling”), el sector inmobiliario suele ser vulnerable a olas de optimismo (Herring and Watcher, 2002).

El Riesgo Moral (“moral hazard”) juega un papel fundamental cuando los dirigentes o accionistas de los bancos y los clientes de los depósitos en los bancos creen que más tarde o temprano el gobierno garantizará sus depósitos para que no ocurra un pánico bancario. El problema es que el gobierno se sufraga con fondos públicos y estos con los impuestos de los contribuyentes (Kashyap, 2008).

Durante los años 70 y 80 del pasado siglo, ocurrieron circunstancias y eventos a los que el engranaje capitalista no se había enfrentado hasta entonces. La volatilidad, desregularización, globalización, nuevos instrumentos y vehículos financieros estuvieron presentes en los mercados durante la primera crisis del petróleo, la crisis de la deuda latinoamericana y la de las cajas de ahorro EEUU a finales de los 80 y erosionaron en buena medida la base del capital de muchos bancos e instituciones financieras. Con el objetivo de reducir los riesgos financieros de los bancos, mejorar el “know how” y la calidad de la supervisión bancaria el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BCBS en 1987 reunió al grupo de los G10 con la mencionada intención (Balin, 2008).

El BCBS está formado en la actualidad por 28 países miembros.

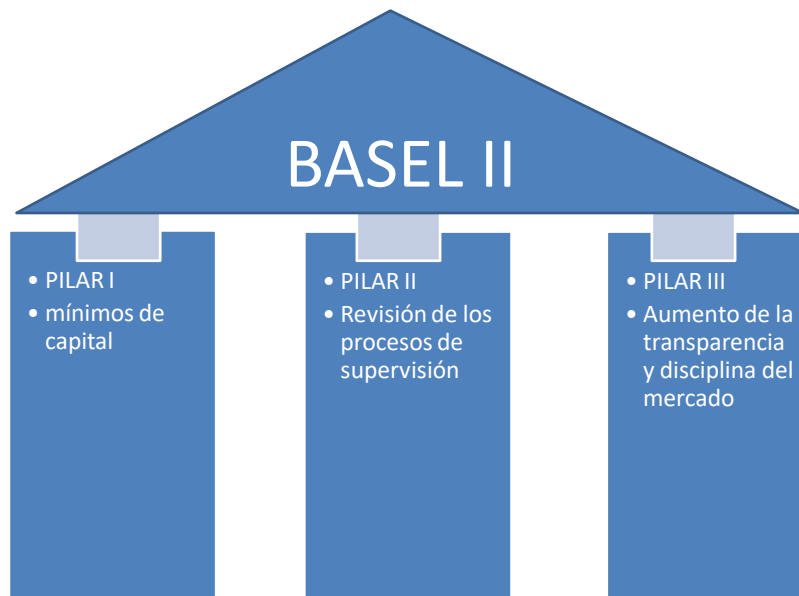
BASEL I

En 1988 el primer acuerdo del BCBS se denominó Basel I y básicamente consistió en unos requerimientos de capital que se introdujeron en el sistema bancario no solo de los países miembros sino de prácticamente de todos aquellos países que tuviesen bancos internacionales. Dichos requerimientos consistían en el ratio entre el capital y la exposición al riesgo ponderado del mercado y no debía ser menor al 8%. Por primera vez se permitió a los bancos utilizar modelos internos de “Value at Risk”, sujetos a estrictos estándares cualitativos y cuantitativos.

BASEL II

En 2004 se revisó el marco de trabajo de Basel I comprendiendo un nuevo sistema basado principalmente en tres pilares:

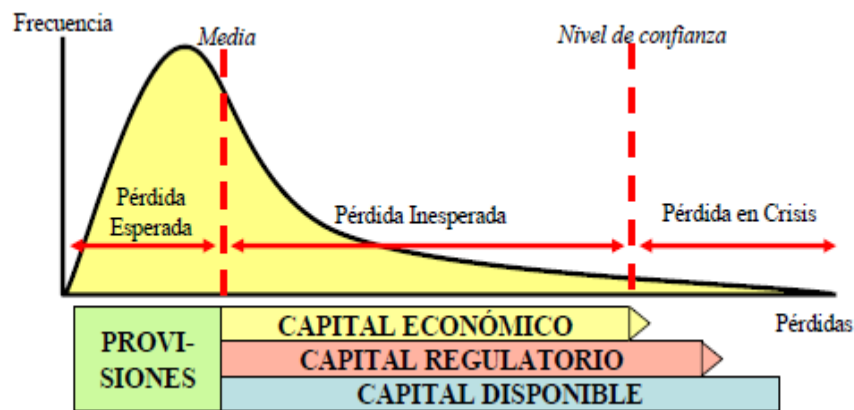
Gráfico 57: Los tres Pilares de los acuerdos Basel



Fuente: Elaboración propia

El nuevo marco internacional de trabajo se diseñó para mejorar las regulaciones de requisitos de capital que reflejasen riesgos subyacentes y adecuarse a la innovación financiera que había ocurrido en los últimos años. El problema es estandarizar todo ello en jurisdicciones tan diversas como en las que operan los bancos (Gonzalez Mosquera, 2006).

Gráfico 58: Objetivos de mantenimiento de capital adecuado en el sistema



Fuente: Banco de España. Dirección General de Supervisión.

BASEL III

Incluso antes de la quiebra de Lehman Brothers en Septiembre de 2008, la necesidad de reforzar Basel II era aparente. El sector bancario entró en la crisis financiera con mucho apalancamiento y con inadecuados “colchones de liquidez”, junto a una muy mala gestión de los riesgos y una impropia gestión de incentivos a los directivos bancarios.

Los requerimientos de capital se han aumentado, se han añadido mayores mecanismos de liquidez contra cíclica, y un nuevo marco de apalancamiento financiero, lo cual va a reducir en una mayor cantidad la exposición a la financiación bancaria del sector inmobiliario. Para suplir la horquilla entre demanda de crédito y oferta, se ha favorecido la creación de fondos privados y públicos de deuda, que operan como un banco, pero que no admiten depósitos. Los accionistas de dichos fondos son los prestatarios finales, y de este modo se pretende limitar los rescates bancarios por los gobiernos y por los contribuyentes. La incógnita será hasta qué punto se encarecerá el crédito y si éste será suficiente para garantizar el buen funcionamiento de la economía (Noguer, 2010).

Basel III estará implementado a través de cinco fases comenzando en 2013 y completándose en 2017 por lo que no se va a profundizar más en ello.

3.9 Formulación de hipótesis

Para alcanzar los objetivos mencionados, proponemos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 1^a- La velocidad del dinero en el sector inmobiliario calculada con la adaptación de la Ecuación de Cambio de la Teoría Cuantitativa del Dinero desarrollada por Fisher permite explicar la diversa situación económica de las transacciones de las diferentes ciudades.

Hipótesis 2^a- En medias estas inversiones inmobiliarias no fueron realizadas siguiendo criterios de rentabilidad. (Mayor retorno y menor riesgo).

Hipótesis 3^a- El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el número, (hipótesis 3-1), y volumen económico (hipótesis 3-2), y en metros cuadrados (hipótesis 3.3) de las inversiones realizadas por empresas de internacionales.

4. METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

En nuestra investigación hemos utilizado fuentes primarias y secundarias:

4.1 Fuentes Primarias

Para la consecución de los objetivos y la validación de las hipótesis planteadas hemos hecho servir fuentes primarias a partir de un universo de 300 empresas.

Según el IPD en 2006 existían 481 fondos de diferentes tipologías en Europa y según el INREV que es la institución de fondos inmobiliarios europeos no cotizados el número de estos fondos era en 2006 algo inferior a 500, (gráficos 18, 38, 41 y 46). De estos casi 500 fondos solo 60 de ellos tenían al final del periodo de estudio a España como un mercado objetivo, (lo cual no quiere decir que en algún momento anterior fueran activos en España y hubieran dejado de serlo cuando llegó la crisis). En esos años oscilaron en el IBEX alrededor de 20-25 (entradas y exclusión de bolsa) empresas dedicadas al sector inmobiliario y no todas ellas tenían carácter internacional, importante factor en el objeto de esta tesis. De hecho solo unas 5 cotizadas realizaron una andadura internacional, Metrovacesa, Colonial, Testa, Lar, y Renta Corporación. De otros mercados cotizados europeos aproximadamente fueron unas 25 firmas más según las bases de datos utilizadas en esta tesis y unas 25 firmas más provenientes de los EE.UU así como unos 20 fondos abiertos alemanes (muy activos internacionalmente y más de la mitad de ellos en España). También hubo fondos soberanos activos en España durante el periodo de estudio, algunas pocas promotoras internacionales privadas y entidades financieras inmobiliarias internacionales. Por lo que hemos considerado que un universo de 300 empresas (activas en el sector de la inmobiliaria de empresa internacional) y una muestra de 50 tenía suficiente representatividad. Hemos intentado

entrevistar a 50 directivos del sector de la inmobiliaria de empresa entre 1998 y 2007 de los cuales hemos seleccionado 29 entrevistas completas. Esas 29 entrevistas completas sobre el anteriormente mencionado universo de unas 300 empresas de carácter internacional en los momentos álgidos del periodo de estudio, han representado un resultado del 58% de los 50 objetivos. La justificación de la muestra de 50 directivos/as se debe a la dificultad de acceder a los entrevistados, (tanto en persona, como telefónicamente), durante un periodo de escasez de recursos en las empresas y de pérdidas económicas fruto de la recesión económica. Se han realizado preguntas cualitativas y cuantitativas que han sido procesadas y correctamente explicadas en los resultados.

A los entrevistados se les ha remitido previamente un resumen de los aspectos históricos y económicos más relevantes de la década así como un pequeño resumen de la situación inmobiliaria institucional de cada año. Así mismo se informó al entrevistado de los objetivos de la tesis, las preguntas de investigación y se confrontará su opinión frente a las hipótesis de investigación. Se ha dado un cambio de ciclo y en este caso bastante abrupto que ha invitado a la reflexión a los entrevistados.

También se han hecho preguntas sobre el marco teórico de la tesis, en especial dirigida a cambios en normativas internacionales que han afectado los flujos de capital de un país a otro, o la creación de nuevos vehículos de inversión durante el periodo de estudio, o nuevas fórmulas de inversión para el perfeccionamiento del marco teórico.

Las entrevistas comenzaron de una forma abierta, y paulatinamente el entrevistado iba consiguiendo las respuestas concretas al cuestionario y a la validación externa por fuentes primarias de las hipótesis.

En un sentido amplio, se puede partir de definir la entrevista como un diálogo formal orientado por un problema de investigación ya que la entrevista supone que se han diseñado de antemano los términos, contenidos y formas de registro del diálogo Restrepo (2010).

Este ha sido nuestro caso, hemos intentado ahondar en el universo de razones que han rodeado las inversiones inmobiliarias en España durante el periodo de estudio. Una de las formas ha sido entrevistar al máximo posible de protagonistas del sector en esos años. Ha sido difícil acceder a ellos, y más difícil conseguir que se sincerasen si ese ha sido el caso. Los acontecimientos históricos se reviven con notable diferencia desde la lejanía en el tiempo y no hemos de olvidar que la mayoría de los entrevistados se encontraban en el periodo de estudio en la inercia que provocaban los beneficios extraordinarios y la abundancia del acceso al crédito en la mayoría de instituciones financieras de nuestro país y extranjeras. El cuestionario ha comprendido una serie de 15 preguntas planificadas y podríamos haberlo cerrado con menos preguntas y quizás haber tenido un mayor número de respuestas pero esperábamos encontrar en los resultados argumentos en los que cimentar también nuestros objetivos e hipótesis de investigación.

Debido a la promesa de confidencialidad no podemos asociar las respuestas a los entrevistados pero algunos de ellos en declaraciones a los medios periodísticos de España, negaban entre los años 2004 a 2007 la existencia de cualquier tipo de burbuja en el país. No pretendemos que estos resultados de las entrevistas resulten anecdóticos pero sí que confieran una mayor redondez al objeto de esta tesis. Contextualizando nuestras preguntas de investigación y objetivos a través de las opiniones de protagonistas y órganos decisorios del sector de la inmobiliaria de empresa internacional.

Por ello nuestras preguntas más importantes han ido dirigidas a:

- Averiguar el uso de herramientas o modelos económicos de medición de riesgos durante el período de estudio.
- Si la sostenibilidad de los inmuebles para los partícipes de la muestra o en sus empresas era un aspecto primordial o relevante.

- Si la liquidez era más importante que la rentabilidad en sus adquisiciones/financiaciones.
- Si la diversificación era más relevante que la rentabilidad en sus adquisiciones/financiaciones.
- Si la expansión geográfica de sus filiales era determinante para su expansión internacional.
- Si elementos como los derivados inmobiliarios en su opinión fueron determinantes en la burbuja que se produjo.
- Si la “relajación crediticia” o la mala supervisión del Banco de España fue uno de las causas fundamentales de la burbuja inmobiliaria tanto residencial como terciaria o institucional.

Los objetivos principales cubiertos con las entrevistas han sido los objetivos principal y objetivos secundarios nº 1, 4, 5, 6, y 7.

Descripción de la muestra del cuestionario/entrevista

Población

Hay dos grupos objetivo:

1^{er} Grupo: Empresas de inversión inmobiliaria nacionales o internacionales con oficinas en España

Aquellos protagonistas nacionales que trabajaban en empresas de consultoría e intermediación inmobiliaria, bancos hipotecarios especializados en Inmobiliaria de empresa, (eran básicamente unos 6 o 7). También a promotores españoles que vendieron activos inmobiliarios finalizados a fondos extranjeros, empresas inmobiliarias, que

aunque españolas, eran también internacionales. Empresas internacionales disponían de oficinas en España.

2^{do} Grupo: Empresas de inversión inmobiliaria internacionales con inversiones en España pero sin oficinas de representación.

Aquellos protagonistas que operaban en España desde el extranjero. Fondos de inversión alemanes (“Open Ended Funds” y “Closed Ended Funds”), fondos privados y cotizados, académicos extranjeros, aseguradoras internacionales. Todos ellos miraban a España como un mercado inverosímil de acuerdo con los fundamentales, aunque con un alto nivel de transacciones y precios.

Un cuestionario con 13 preguntas abiertas tipo Likert nos ha ayudado a concretar sus respuestas. Hay que tener en cuenta el potencial sesgo de las respuestas críticas con respecto a inversiones que a la postre han resultado negativas para los responsables de las mismas empresas, a pesar del reconocimiento expreso de la confidencialidad de las respuestas de tipo anónimo.

La definición de la muestra de los dos grupos anteriores contiene los siguientes 4 subgrupos que se ajustan porcentualmente al número de empresas que actuaban en el periodo de estudio:

Empresas y fondos inversores inmobiliarios (68,96% de la muestra) a los que se les ha enviado el cuestionario. Debido a que éstas pertenecen a dos grupos, las nacionales y las internacionales y que el contacto con los internacionales puede llegar a ser más difícil, ya que puede que sus respuestas se den en un marco de menor confianza a pesar de la confidencialidad del informe.

Nos hemos planteado ponderar la representatividad sectorial del segmento extranjero al doble. Es decir las impresiones de los responsables de compañías extranjeras deberían de contar el doble, sobre todo si son empresas que no cuentan con oficinas en España ya

que se espera probar que el hecho de no tenerlas influye en realizar un análisis más a conciencia y basado en fundamentales y “benchmarks” de mercado, y por tanto a lanzarse con más prudencia a la compra de operaciones inmobiliarias en las que un instinto local puede competir más agresivamente; pero finalmente no se ha realizado, aunque puede ser una futura línea de investigación.

Empresas consultoras internacionales (17,24% de la muestra). Son este tipo de empresas las que realizan: valoraciones anuales de los activos, transaccionan las compraventas, realizan los “due dilligence” independientes en las adquisiciones, y llevan un seguimiento sistemático de las inversiones realizadas así como el seguimiento de precios, rentabilidades y rentas de mercado.

Fondos de pensiones (3,44 % de la muestra). Este segmento ha sido el más difícil de acceder. Es un sector muy opaco y muy sensible a proporcionar información u opiniones.

Bancos hipotecarios (10,34% de la muestra). Han sido los que han proporcionado la mayoría de la financiación en todas las operaciones. Es un tipo de banca muy especializada en el sector donde son 3 o 4 grandes bancos alemanes quienes suelen concentrar el 70% de las hipotecas en este sector. También es un sector muy opaco en cuanto a mostrar opiniones.

Posiblemente, muchos de los responsables de dichas inversiones tendrán opiniones sesgadas sobre sus decisiones del pasado y no han contestado, por qué las tomaron con una total exactitud, pero sí han dado opiniones, que justifican las adquisiciones en esos momentos. De entrada porque la recesión ha dejado a la vista los excesos cometidos en el periodo de estudio.

Lista de gestores de fondos/empresas institucionales de inversión y bancos hipotecarios especializados en “comercial real estate”, que han respondido a las preguntas de la entrevista personal o telefónica:

Empresas o fondos inmobiliarios y banca hipotecaria:

Albert Alcover, Director Patrimonio Inmobiliaria Colonial y Societé Fonciere Lyonnaise.

Jordi Tremoleda, Ex Director General Inmobiliaria Colonial.

Arturo Diaz Nieto, Ex DG Hines España. Director Inmobiliario Renta Corporación.

Andrew Vineyard, Intl. Inv. Mgr GE Real Estate.

Javier Fernandez Clavé. Country Manager Oppenheim Immobilien Fund.

Pere Bosch, Director General Metropolis.

Miguel Pereda, Director General Grupo LAR-SOCIMI.

Tim Nalder, Country Manager , Invesco Real Estate Spain.

Juan Barba Ex Country Mgr Doughty Hanson Fund. D.G. Meridia Fund.

Charles de Portes, Global Chairman The Redwood Group Fund.

Pierre Alexander Humblot, Director Inversiones IXIS AWE Fund.

Jorge Zanoletty Larrea, Ex Presidente Aareal Bank España, Ex Presidente BNPParibas Real Estate.

Alvaro Gabarró , Ex Director General Eurhypo.

Julio Diaz Freijo , CIO Pontegadea, Family Office de Amancio Ortega, Consejero de GMP SOCIMI.

Sara Roure, CIO Southern Europe Carlyle RE Fund.

Leticia Pons, CIO Spain Union Investment Fund.

Luís Chapa Martínez de Irujo. Ex Country Manager Royal Bank of Scotland.

Xabier Barrondo, European Mgr GE Capital Spain.

Edouard Fernandez, Principal Wainbridge Fund.

Juanjo Zaragoza, Ex Director UBS RE Fund y Ex Director Internacional Banif Inmobiliario.

Jean Marc Partnier Ex DG Bouygues Immobilier Spain, DG AZORA Intl Investments SOCIMI.

Ettiene Brocas, Ex-DG UBS RE Spain y DG de Banif RE.

Frederic Mangeant, Country Mgr Shaftesbury Fund.

Joan Vidiella, Country Mgr SEGRO RE Fund.

Dentro del mundo de la consultoría:

Stephen Miles, Director Internacional Inversiones CBRE Londres.

Andrés Escarpenter, Presidente JLL Spain.

Timo Tschammler, Director Internacional Inversiones DTZ, Londres.

Eusebi Carles, Director CBRE, Barcelona.

Alvaro Martin, Head of research CBRE, Madrid.

Total 29 respuestas a 50 envíos/llamadas telefónicas/entrevistas.

Se adjunta en el ANEXO III el guión completo de las entrevistas.

4.2 Fuentes secundarias

Para la consecución de los objetivos y la validación de las hipótesis planteadas hemos hecho servir fuentes secundarias de estudios académicos sobre las diferentes materias de las que se compone el marco teórico, estudios de consultoría, y bases de datos facilitadas por diversas instituciones.

Bases de datos

Los consultores inmobiliarios de empresa registran toda la información que logran obtener de transacciones en el mercado. Sobre algunas transacciones tienen registradas toda la información por haber intermediado en ellas y otras recaban la información necesaria vía entrevistas con los compradores o vendedores y aquellas que emite la prensa. Paralelamente suelen reunirse cada trimestre para compartir cierta información con sus competidores y de este modo perfeccionar sus propias bases de datos de todas las operaciones inmobiliarias, realizadas por los fondos extranjeros en España, tanto en adquisiciones como en ventas. Dichas bases de datos suele estar con mayor o menor sesgo en manos de los 5 grandes consultores inmobiliarios internacionales en nuestro país, y reflejan el 90% de las transacciones de inmobiliaria de empresa en Madrid y Barcelona, así como en otras ciudades internacionales donde disponen de oficinas y conocimiento de mercado.

Base de datos utilizada en la validación de la primera hipótesis:

La consultora CBRE Londres ha facilitado la información/base de datos necesaria para la **primera** hipótesis. Para ello se solicitó en una entrevista personal en Londres la información necesaria y se expusieron los motivos a dicha consultora líder mundial.

Ejemplos de las Bases de Datos:

Hipótesis 1^a. Ejemplo de la base de datos proporcionada por CBRE Londres:

YEAR	Total Supply In m2	Total Investment In m2 (using Prime CV/sq m)	Prime YIELD (%)	Prime Rent (EUR/sq m/year)	VACANCY (%)
Q2 2005	4.480,000	45397	5,25	276,00	6,99
Q3 2005	4.510,000	103875	5,00	288,00	6,25
Q4 2005	4.510,000	86171	4,75	294,00	5,43
Q1 2006	4.510,000	90443	4,50	294,00	5,29
Q2 2006	4.540,000	434840	4,50	294,00	5,20
Q3 2006	4.570,000	123972	4,50	300,00	4,88
Q4 2006	4.650,000	171753	4,50	306,00	4,73
Q1 2007	4.680,000	289460	4,25	306,00	4,40
Q2 2007	4.740,000	183092	4,25	312,00	4,61
Q3 2007	4.750,000	134644	4,25	318,00	5,52
Q4 2007	4.770,000	229356	4,50	330,00	5,25
Q1 2008	4.860,000	94999	4,75	336,00	5,76
Q2 2008	4.950,000	141302	5,50	330,00	6,36
Q3 2008	4.970,000	184737	5,50	318,00	6,69

Donde:

Total Supply: Son los metros cuadrados del mercado de oficinas. En la adaptación de la fórmula de Fisher será la M de la ecuación de Fisher. Es la oferta total que existe en un mercado.

Total Investment: In m² (using Prime CV/sq m): Es la T o la Q, (en sus distintas modalidades) en la ecuación de Fisher o el volumen de transacciones en m².

Prime YIELD (%): Rentabilidad en la mejor zona. No utilizamos este parámetro directamente en nuestro análisis.

Prime Rent (EUR/sq m/year): Son los precios por m²

VACANCY (%): Ratio de disponibilidad en un mercado o desocupación. No utilizamos este parámetro directamente en nuestro análisis.

Base de datos utilizada en la validación de la segunda hipótesis:

Se ha obtenido de las instituciones de asociaciones de fondos inmobiliarios europeos, como el EPRA que disponen de información de fuentes primarias la información de sus fondos participes o bien porque éstos se la facilitan o porque son fondos de carácter público. EPRA, (European Public Real Estate Association), y el IPD, (International Property Databank), son organismos que además de velar por las buenas prácticas en el sector realizan las estadísticas agregadas de los rendimientos de los fondos, de los índices de mercados y rendimientos del sector en diferentes países. La EPRA, desde Bruselas ha facilitado junto al IPD, desde Londres, la información de la base de datos necesaria para probar/refutar la **segunda** hipótesis.

Ejemplo base de datos proporcionado por el EPRA

FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index						
January 1998 - December 2007						
Date	Total		Price		Income	Dividend
	Return (%)	Index	Return (%)	Index	Return (%)	Yield (%)
		2.516,35		2.018,75	0,00%	2,85%
31-Oct-05	-4,721%	2.397,55	-4,891%	1.920,01	0,17%	3,03%
30-Nov-05	3,628%	2.484,53	3,505%	1.987,31	0,12%	2,86%
30-Dec-05	3,883%	2.581,00	3,679%	2.060,43	0,20%	2,75%
31-Jan-06	5,439%	2.721,38	5,281%	2.169,25	0,16%	2,64%
28-Feb-06	7,299%	2.920,00	7,271%	2.326,98	0,03%	2,44%
31-Mar-06	4,090%	3.039,44	3,977%	2.419,52	0,11%	2,34%
28-Apr-06	-2,349%	2.968,05	-3,188%	2.342,38	0,84%	2,48%
31-May-06	-3,682%	2.858,78	-4,003%	2.248,62	0,32%	2,63%
30-Jun-06	2,210%	2.921,97	1,959%	2.292,68	0,25%	2,57%

FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index

Definición de los parámetros de la base de datos proporcionada por EPRA:

- Total return /Rentabilidad Total – Es el retorno compuesto por la revalorización del capital / depreciación del índice, así como los dividendos pagados por las empresas incluidas en este índice, es el sumatorio de todos los retornos. Es la variable que se va a utilizar para la demostración de las hipótesis.
- Price (capital) return /Precio (capital) de retorno – Es el retorno que sólo tiene en cuenta la revalorización del capital, es el aumento del precio de las acciones sin tener en cuenta dividendos.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

- “Income return” o Retorno de Ingresos – Es la diferencia entre la rentabilidad total y evolución del precio del activo. En el caso de este índice, representaría un retorno por dividendos.
- “Dividend yield” o rentabilidad ponderada por dividendo - la rentabilidad por dividendo del índice. En primer lugar, los dividendos rendimientos individuales se calculan para cada empresa en el índice (dividendo en acciones / precio de las acciones anuales). Luego, cada dividendo individuo se multiplica por el peso en el índice de esa compañía. Por último, todos los números individuales se suman.

Ejemplo base de datos proporcionado por Thompson Reuters para la segunda hipótesis

Start	15/05/2000	
End	15/05/2015	
Code	ESRISKS.	FRRISKS.
Name	ES OVERALL RISK RATING SCORE NADJ	FR OVERALL RISK RATING SCORE NADJ
15/10/2000	23	17

Donde:

ES RISKS: Riesgo país España

FR RISKS: Riesgo país Francia

+Resto países UE + USA

La consultora británica JLL desde Madrid ha facilitado la información y base de datos para la **tercera hipótesis**.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Ejemplo de la Base de datos proporcionada por JLL para la 3ª hipótesis

CIUDAD	nacional/ex	año	Precio TOTAL	YEAR	CITY	RICE Local C	m ²	ofic local VEND	ofic local COMP
BCN	Nacional	1998	4.808.097	1998	BARCELON A	4.808.097	2.200,00		s
BCN	Extranjero	1998	6.010.121	1998	BARCELON A	6.010.121	2.000,00	s	
BCN	Extranjero	1998	8.299.977	1998	BARCELON A	8.299.977	8.171,00		s
BCN	Extranjero	1998	8.414.169	1998	BARCELON A	8.414.169	3.000,00		s
BCN	Extranjero	1998	8.414.169	1998	BARCELON A	8.414.169	11.040,00	s	
BCN	Extranjero	1998	9.736.396	1998	BARCELON A	9.736.396	7.100,00	s	
BCN	Nacional	1998	14.905.100	1998	BARCELON A	14.905.100	11.000,00		s

Donde:

Precio Total: Precio pagado por el activo inmobiliario en €

Nacional /Extranjero: Nacionalidad del vendedor o comprador

Oficina Local: Si el comprador o el vendedor tenían oficina de representación en España en el momento de la adquisición o de venta del inmueble. S= SI

4.3 Cómo se van a demostrar las hipótesis

Diferencia de medias

En varios análisis posteriores, a nivel estadístico, se deberá estudiar las diferencias entre medias de distintas variables como Velocidad del dinero, los retornos o los riesgos país para diferentes grupos como zonas geográficas o ciudades. Estadísticamente, para estudiar la diferencia de medias existen diferentes test dependiendo de las características propias del caso concreto. Una primera distinción está en si queremos comprobar la diferencia entre dos variables o más de dos (para el primer caso se utiliza el test de diferencia de dos medias con la t-student, (Newbold, 2007), y en el segundo, el test ANOVA, (Newbold, 2007). En el caso que nos ocupa, se tratará de comprobar diferencias entre más de dos variables y deberemos usar un test ANOVA. Otro aspecto importante es determinar si las medidas para las distintas variables se realizan de forma repetida para las mismas zonas geográficas o ciudades o no. En nuestro caso estamos delante de medidas repetidas y por ello debemos usar un test ANOVA de medidas repetidas. Para más detalles se puede consultar la referencia anterior de Newbold.

Este tipo de test requiere de la comprobación de unos supuestos. Entre ellos, se debería cumplir que las varianzas de todas las variables sobre las que queremos estudiar la diferencia de sus medias sean iguales.

Huynh y Feldt (1970) y Rouanet y Lepine (1970) han mostrado que es suficiente el cumplimiento de una condición más débil o condición de esfericidad (circularidad). Esta condición sólo requiere que las variancias de las diferencias entre todos los pares de medidas repetidas sean iguales (*prueba de esfericidad de Mauchley, 1940*)

Si esta condición se cumpliera, podremos realizar ya el test ANOVA de medidas repetidas que nos permitirá ver si hay diferencias entre las medias o no.

En el caso de que esta condición de esfericidad no se cumpla, existen dos aproximaciones posibles. Una de ellas está basada en correcciones de los grados de libertad si la prueba de esfericidad no se rechaza de forma muy clara. En nuestro caso y siguiendo la literatura (Davison, 1972) usaremos la aproximación multivariada que no requiere de este supuesto. Para detalles de esfericidad ver Vallejo (2007).

Recordemos aquí, que todo test estadístico se puede entender en cuatro pasos Newbold (2007). Primero de todo se deben plantear las hipótesis nula y alternativa. Un segundo paso es definir y calcular un estadístico de contraste para valorar el rechazo del test. Como tercer paso, se calcula el valor P que indica el riesgo al rechazar la hipótesis nula. En el cuarto paso se compara este riesgo o P valor con el nivel de significación escogido (usualmente $\alpha=0.05$) y se decide el rechazo o no de la hipótesis nula.

En el enfoque multivariado, la hipótesis nula supone que todas las medias son iguales y en la hipótesis alternativa que NO todas las medias son iguales. Entre que variables hay diferencias se verá posteriormente con los test pos-hoc. Algunos de los estadísticos de contraste en este caso son La traza de Pilai y la Lambda de Wilks entre otros. Estos estadísticos nos arrojarán unos valores P y a partir de ellos podremos decidir si rechazar la hipótesis nula o no dependiendo de si son menores al nivel de significación ($\alpha=0.05$) o no respectivamente.

Hoesli (2004) utiliza datos “unsmoothed” es decir han quitado el valor de los activos dados trimestralmente por los tasadores y los han convertido en “fundamentales” es decir en el valor del inmueble basado en el retorno de las rentas. Hizo un análisis con financiación y otro sin ella. Hoesli utiliza un análisis ANOVA y matrices de correlaciones para demostrar sus hipótesis.

En concreto para la Hipótesis 1:

Hipótesis 1ª La velocidad del dinero en el sector inmobiliario calculada con la adaptación de la Ecuación de Cambio de la Teoría Cuantitativa del Dinero desarrollada por Fisher permite explicar la diversa situación económica de las transacciones de las diferentes ciudades.

Los “premiums” o sobre-precio de mercado que se pagaba en el sector inmobiliario español, (principalmente Madrid y Barcelona), durante dicho decenio respecto a la deuda soberana, (Letras del Tesoro), llegaron a estar a solo 50 puntos básicos con respecto a activos líquidos y con menor riesgo, y en algunos casos al nivel de la deuda pública o sensiblemente por debajo. Normalmente dichas rentabilidades medidas de una forma u otra suelen ir por encima de los tipos de interés en un mínimo de 100 o 200 puntos básicos. Es decir, la rentabilidad inmobiliaria en España era baja en comparación con otros países, esto puede ser debido a expectativas de crecimiento a largo plazo, (subida de rentas debido a la escasez de ciertos productos, subidas de precios, o subsecuentes bajadas de rentabilidades donde poder arbitrar, subsecuentes bajadas de tipos de interés, aumento del empleo, y PIB, etc.).

Sin embargo, en algunas otras capitales de provincia españolas existían activos disponibles a más altas rentabilidades y que eran descartados como inversión por empresas inmobiliarias internacionales.

La escasez de estudios inmobiliarios por agentes internacionales sobre dichos mercados en ciudades secundarias, y la falta de registros históricos de transacciones, niveles de demanda, y poca actividad del sector servicios podrían haber sido alguna de sus causas. Así mismo, las oportunidades de los mercados de Barcelona y Madrid debido a la buena marcha de la economía, y a la escasa internacionalización de las empresas inmobiliarias españolas, y la facilidad de obtención de financiación inmobiliaria, convertían a los operadores nacionales en agresivos compradores, y principales competidores de la inversión internacional, en nuestro país.

La **liquidez** representa la cualidad de los activos para ser convertidos en dinero efectivo de forma rápida, sin pérdida significativa de su valor si la liquidez es alta o viceversa. Una medida de la liquidez de un mercado sería aquella que relacionase el número de transacciones con el tamaño de dicho mercado en un periodo de tiempo determinado o de la velocidad del dinero en un sector. Si la velocidad del dinero en la economía de un país se puede medir a través de la Ecuación de Cambio de Fisher. ¿Por qué no se podría hacer lo mismo en una industria en la que se utilizan parámetros extrapolables en cierta medida?

Es posible que se pueda dar con un criterio nuevo que los consultores internacionales aun no aplican en sus estudios, y que podría ser el ratio de liquidez o velocidad del dinero de un mercado inmobiliario.

La BBDD que vamos a utilizar es la del mercado inmobiliario de oficinas, ya que nuestro objetivo es demostrar un índice que pueda adaptarse al resto de subsectores. Además el modelo va a ser probado en su estructura más simple. A éste se le pueden ir añadiendo variables tales como empleo, inflación, crecimiento del PIB.

Existen estudios en los que el volumen de inversión quedaría delimitado, (entre otras variables) a su vez por la función de:

Fórmula 8: Volumen de inversión en un Mercado Inmobiliario

$$VI = f(\text{Net Initial Yield, interest rate, vacancy rate, employment, GDP})$$

La fórmula anterior se basa en criterios de inversión internacional desarrollados por Lieser y Groth (2011) y Wheaton (1999).

Pero lo que se pretende, es demostrar un nuevo índice de medición que pueda servir para ver si un mercado está siendo dominado por una burbuja: **La velocidad del dinero.**

Información necesaria: 1- Comparativa de actividad inmobiliaria de ciudades similares, (capitales y segundas poblaciones), en Europa. Las capitales que podrán compararse con Madrid, son Berlín y Roma y las ciudades secundarias de similar peso económico con Barcelona serán Lyon y Marsella. Las comparaciones se han realizado en base a las similitudes del tamaño de las ciudades, su capitalidad, los m² de sus mercados de oficinas, PIB y población. Fuentes secundarias: 2- Encuesta de opinión a responsables de inversión/estrategia de fondos, consultores y análisis de sus respuestas. Estudios realizados respecto a la inversión inmobiliaria internacional. Analizar el volumen de liquidez y velocidad de las transacciones de acuerdo con la ecuación planteada.

Para ello hemos seguido el siguiente proceso:

1º -Conseguir la información de las operaciones realizadas en ciudades comparables a Barcelona (precio de venta, rentabilidad, m², etc.). Por tamaño de sus parques de oficinas. Hemos elegido Marsella, Lyon y Barcelona por ser ciudades que por el tamaño de sus economías o parques de oficinas pueden ser comparables. Respecto a Madrid, la comparativa se realizará así mismo con capitales europeas similares, tales como, Roma y Berlín.

Para ello la consultora CBRE ha ofrecido la información sobre las transacciones de inversión en edificios de oficinas durante el periodo de 2003-13.

A pesar del despegue de la inversión inmobiliaria internacional a partir de 1998, los datos más fidedignos se consiguen en algunas ciudades a partir del 2003. Debido a que lo que se intenta demostrar en esta hipótesis es la adaptación de una ecuación económica a la medición de la velocidad de ocurrencia de transacciones de inmobiliaria de empresa en ciudades similares y comprobar su significatividad estadística, vamos a realizar nuestro análisis con series históricas que sobrepasan el periodo de estudio y

debido a la inexistencia de datos fiables anteriores a 2003, comenzará la serie en dicho año.

La ecuación de Cambio de la Teoría Cuantitativa del Dinero de Fisher (1911) es la siguiente:

$$P * Q = M * V$$

Donde:

P= Nivel de precios.

Q= Nivel de producción.

M= Cantidad de dinero.

V = Velocidad del dinero o el número de veces que este cambia de propietario.

Originariamente:

$$P * T = M * V$$

Donde: T es el número de transacciones.

La adaptación que se propone es la siguiente:

- M (masa monetaria de un país) por el total de m2 del mercado.
- T o Q por el nivel de transacciones en m2.
- P el nivel de precios son las rentas prime de referencia que utiliza el mercado.
- V sería el coeficiente de liquidez o velocidad de las transacciones en un año.

Un exceso de liquidez es una de las causas que pueden determinar una burbuja inmobiliaria. Las causas de un exceso de liquidez son muy variadas.

2º -A través de las entrevistas y encuestas preguntar a los protagonistas del mercado español, (nacionales, locales e internacionales), entre otras preguntas que se desarrollan más adelante, su opinión sobre la burbuja en la inmobiliaria de empresa.

3ª-Aplicar la fórmula de liquidez o velocidad de transacciones, planteada anteriormente, y enseñar a los entrevistados los resultados, en busca de una segunda opinión o confirmación.

4º-Validar estadísticamente la significatividad de los resultados. Mediante la técnica estadística de diferencia de medias podemos comprobar que la velocidad media del dinero en las ciudades españolas, Barcelona y Madrid estaba en unas magnitudes similares a las de Londres, en lugar de situarse al nivel de las ciudades secundarias “comparables” o capitales de estado “comparables”. Con el Test ANOVA podremos ver si existen diferencias entre medias, como concretamente las medias de las velocidades del dinero para las diferentes ciudades de la muestra.

El Test ANOVA de medidas repetidas consiste en un test de hipótesis para comparar las medias de dos o más poblaciones. Requiere de la hipótesis de igualdad de varianzas de las variables diferencia 2 a 2. Para comprobar este supuesto utilizaremos el test de esfericidad de Mauchly. En el caso de que rechacemos la igualdad de varianzas deberemos usar los test multivariados (F) (Traza de Pillail, Lamda, Raíz Mayor de Roy).

Hipótesis nula: Que todas las medias son iguales.

Hipótesis alternativa: Que alguna media es diferente.

Si los resultados del test son significativos podremos hacer las pruebas post-hoc para ver entre que ciudades verdaderamente hay diferencias y entre que ciudades no. Las ciudades siguientes se encuentran abreviadas y corresponden a Barcelona, Madrid, Marsella, Lyon, Roma y Berlín respectivamente.

H0: $\mu_B = \mu_M = \mu_{Mar} = \mu_{Ly} = \mu_R = \mu_{Ber}$.

H1: Existe alguna media diferente.

Si P Valor < 0.05 (típico valor usado) rechazamos H0 y podemos decir que las medias no son todas iguales y después haremos un test post-hoc para ver que medias son diferentes y cuáles no.

5^a-Análisis de resultados.

6^o-Conclusiones.

En concreto para la Hipótesis 2:

Hipótesis 2^a- En medias estas inversiones no fueron realizadas primando criterios de rentabilidad, (mayor retorno y menor riesgo).

Desde un punto de vista general en las instituciones inmobiliarias europeas, no se entendían las razones de la rentabilidad en los “benchmarks” o índices de mercado de rentabilidades inmobiliarias en España, eran demasiado bajas en rentabilidad y altos en precios. De hecho eran las rentabilidades más bajas de Europa durante algunos años

junto con Londres. Los alquileres no subieron desorbitadamente en España pero sí los precios de venta y por tanto las rentabilidades bajaron significativamente.

Mueller (1992), concluyó que una economía productiva afectaba la demanda de activos inmobiliarios terciarios, es decir la actividad económica lleva parejos el desarrollo de mercados inmobiliarios terciarios. En concreto la creación de empleo es uno de los factores que según Mueller favorecen el desarrollo de la inversión internacional. Chen y Hobbs (2003) encontraron que el tamaño de la economía de un país afectaba positivamente la actividad inversora inmobiliaria ya que les hacía menos vulnerables a turbulencias internacionales que a los países pequeños.

La sobre oferta futura de productos inmobiliarios que estaban en construcción, no se correspondía con las expectativas de que, aunque el crecimiento económico se sostuviese por mayor tiempo en España, pudiesen aumentar los alquileres a corto o medio plazo y por tanto proporcionar expectativas de crecimiento de alquileres ergo mayor rentabilidad. De hecho diversificar en inversiones en edificios que con altas probabilidades iban a quedar vacíos o alquilados por debajo de las rentas esperadas no tenía la suficiente solidez económica.

Información necesaria: Entrevista en profundidad a los responsables de inversión/estrategia de los fondos y otras empresas inmobiliarias siempre con carácter internacional (de España hacia el exterior y viceversa). Datos históricos de los índices inmobiliarios de España, Europeos y Norteamericanos, (el mercado Asiático público-inmobiliario aún estaba en sus albores en esa época, aunque no el Australiano). Estudios realizados respecto a la inversión inmobiliaria internacional. Bibliografía y bases de datos de los rendimientos de dichos mercados. Comparativa internacional. Se cotejarán resultados y contrastarán opiniones diversas.

Hemos seguido el siguiente proceso:

Basándonos en estudios realizados sobre los diferentes ciclos inmobiliarios (Wheaton, 1999 y 2009), (Muelle, 1999), (Laposa, 2005), (Lee, 2006), (Baum, 2008), (Harvey y Cheigh, 2011), (Lieser and Groh, 2011), (Hoesly, 2000 y 2004) y (Eichholtz, 1996). Se pretende analizar los retornos bursátiles inmobiliarios a lo largo del periodo y los riesgos país correspondientes, por tanto que el criterio de diversificación pueda quedar justificado, al invertir en rentabilidades bajas en un país con tasas de crecimiento económicas altas, con respecto a otros países europeos y con un mayor nivel de riesgo.

Eichholz (1996) demostró, que la diversificación inmobiliaria internacional daba mejores resultados para los activos inmobiliarios que para los bonos y las acciones bursátiles lo cual dio paso a que se considerase en mayor medida la inversión internacional como un “asset class” o un nuevo activo de diversificación de las grandes carteras de inversión.

Hoesli (2004) utiliza datos “unsmoothed”, es decir han quitado el valor de los activos dados trimestralmente por los tasadores y los han convertido en “fundamentales” es decir en el valor del inmueble basado en el retorno de las rentas. Nosotros no hemos podido disponer de tanta información y nos hemos limitado a datos de retornos totales de los índices anteriormente mencionados. Hoesli realizó un análisis de índices inmobiliarios con financiación y otro sin ella. Hoesli utiliza un análisis ANOVA y matrices de correlaciones para demostrar sus hipótesis.

Los aumentos o decrementos en rendimientos o sus riesgos entre diferentes países no deberían estar fuertemente correlacionados para demostrar que existían factores de diversificación.

Pasos a seguir:

1º- Conseguir los retornos entre los diferentes mercados bursátiles inmobiliarios durante el periodo de estudio. Conseguir una calificación histórica de riesgo país de los diferentes mercados a analizar.

2º-Se realizará un test ANOVA de medidas repetidas con el factor tiempo para ver si la variable retorno es igual en media en las tres zonas. También realizamos el mismo test para la variable riesgo país como medida del riesgo país en las tres zonas, a partir de ahí podremos ver si las medias de los retornos y riesgos son iguales en las tres zonas.

Este test requiere de la igualdad de varianzas de las variables diferencias 2 a 2 (Test de Esfericidad de Mauchly). Si rechazamos este último test de igualdad de varianzas deberemos usar los test multivariados para ver la diferencia de medias que no requieren de este supuesto. Los test multivariados son los contrastes de diferencias de media a realizar en el caso de que se rechace una igualdad de varianzas en el test de Mauchly. Estos test no requieren la igualdad de varianzas aunque son menos potentes (Newbold, 2007).

Realizamos un análisis de covarianzas de los retornos al igual que Thorton and Wheaton (1989) y Hoesli (2004) y Baum (2008), Mueller (1992). Según Elton and Gruber (1995) el riesgo total en la igualdad de una cartera ponderada puede ser medida por la varianza de sus retornos contrariamente al estilo de diversificación de Markovitz (1952), donde las ponderaciones en las carteras pueden diferir. En nuestro caso asumimos que no existe tal ponderación. Roulac y Cheng (2007) también realizan un estudio de la varianza sobre la diversificación en carteras inmobiliarias utilizando la misma metodología entre ciudades norteamericanas.

Es el método de análisis utilizado también por Baum y Hoesli (2004) en sus estudios.

3º -Análisis de resultados.

4º- Cotejar/mostrar los resultados a los entrevistados. Profundizar en hallazgos.

5ª- Conclusiones.

En concreto para la Hipótesis 3ª:

Hipótesis 3ª-El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el número, (hipótesis 3.1), y volumen económico (hipótesis 3.2), y en metros cuadrados (hipótesis 3.3) de las inversiones realizadas por empresas de internacionales.

Información necesaria: Resumen de las operaciones realizadas por fondos que tienen estructura en España y los que no, a lo largo del decenio.

Con una información básica en la que con el número total de operaciones de los fondos internacionales con oficina y los fondos sin oficina en nuestro país se pruebe o refute la hipótesis.

Hemos seguido el siguiente proceso:

El fondo o empresa inversora inmobiliaria, (será dicotómico, internacional o no), y solo se analizarán las operaciones en que una de las dos partes, vendedor o comprador, sean de carácter internacional.

La dirección de los inmuebles se omite, destacando solamente el tipo de inmueble al que se refieren, (oficinas, centros comerciales, plataformas logísticas, etc.).

En la hipótesis 3 se analizan los mercados terciarios en su conjunto, (industrial-logístico, oficinas y centros comerciales, hoteles). Es decir los mercados de inmobiliaria de empresa propiamente dichos.

La empresa JLL proporcionó la base de datos necesaria, omitiendo detalles confidenciales de las transacciones y determinar si en el momento de la transacción uno de los dos participes en la compraventa era internacional o no y si tenían oficina de representación en España. Los consultores internacionales cruzan entre ellos cada

trimestre las informaciones de las operaciones de inversión y alquiler de oficinas. Al final las estadísticas de estos consultores difieren poco entre ellas. De hecho, muchos trabajos académicos sobre el sector de inmobiliaria de empresa e internacional se nutren de las informaciones emitidas por los consultores, el EPRA y el IPD.

Asumimos que los precios varían en razón de diferentes zonas y de diferentes características de los edificios y que los compradores ya han pagado un Premium por aquellos edificios mejores, (ubicación, características técnicas, inquilinos o niveles de rentas), o un descuento por similares características. Existe un sesgo en todos los análisis que se realizan sobre series de transacciones inmobiliarias, y que comparados con otros activos de inversión como son los bonos o las acciones de empresas, los activos inmobiliarios son absolutamente heterogéneos y en mercados no transparentes como los de los activos anteriores.

1º -Análisis de resultados tras haber utilizado tablas de contingencia para su análisis.

2º-Comprobamos la significación estadística con los siguientes test:

Para validar la **hipótesis 3.1** utilizaremos la prueba z para proporciones es la manera estándar de hacer las pruebas de hipótesis para proporciones. Se basa en la aproximación de la distribución normal a una proporción de la muestra. Es ligeramente diferente de la prueba t porque con los datos de proporción de la desviación estándar,(es una función de la media), es decir, se puede calcular la desviación estándar directamente desde la propia proporción.

Los otros dos casos **hipótesis 3.2 y 3.3** utilizamos una prueba t porque los datos no son proporciones, en cuyo caso la desviación estándar no viene determinada por la media pero se estima por separado. Esto nos lleva a una pequeña diferencia entre la prueba t y prueba Z para proporciones, aunque si el tamaño de la muestra es mayor que 100, (como es nuestro caso), las diferencias son insignificantes.

Vamos a utilizar estadística descriptiva e inferencial para probar estas hipótesis.

3º-Cotejar/mostrar los resultados a los entrevistados. Profundizar en hallazgos.

4º Conclusiones.

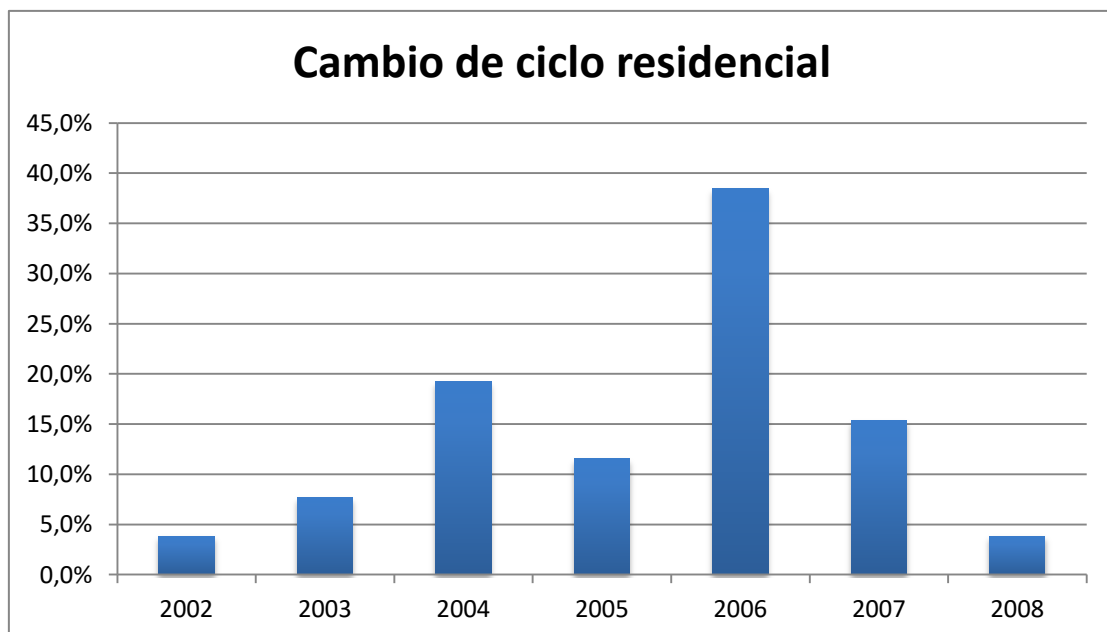
5. RESULTADOS DE ENTREVISTAS

En este capítulo se cubren los objetivos Objetivo Principal y Objetivo Secundario nº 7.

Gráficos sobre respuestas de las entrevistas realizadas a directivos del sector inmobiliario internacional durante 1998-2007

Pregunta 1 ¿Cuándo empezaron usted o su empresa a detectar un cambio de ciclo en el mercado inmobiliario residencial? Es decir ¿cuándo veáis que no tenía sentido hacerlo desde un enfoque basado en fundamentales?

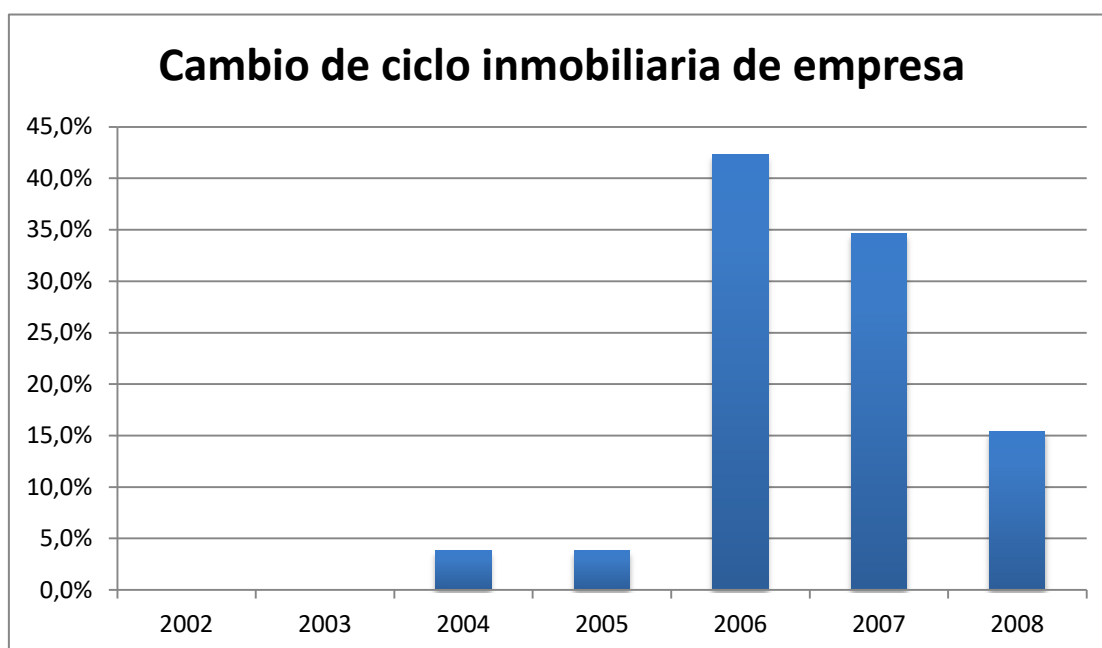
Gráfico 59: Cambio de ciclo residencial



A pesar de que los grandes acontecimientos económicos internacionales, como la señal de alarma que dio BNP Paribas sobre los MBS y las hipotecas basura que los colaterizaban el 9 de agosto de 2007. Los precios residenciales comenzaban a ser insostenibles. Existían familias biparentales donde el 70% de la renta familiar se estaba dedicando al pago de la hipoteca, lo que representaba un riesgo bancario y social altísimo y el Banco de España alertaba de ello. Algunos de los entrevistados llevaban desde el 2003 creyendo que la burbuja iba a explotar al año siguiente, los precios inmobiliarios habían subido por encima de sus propios fundamentales desde el 2002, y la velocidad de las ventas comenzó a bajar .De todas formas la pregunta inicial y sus respuestas son opiniones diversas de los entrevistados.

Pregunta 2 ¿Cuándo creáis que ocurriría un cambio de ciclo en la inmobiliaria de empresa?

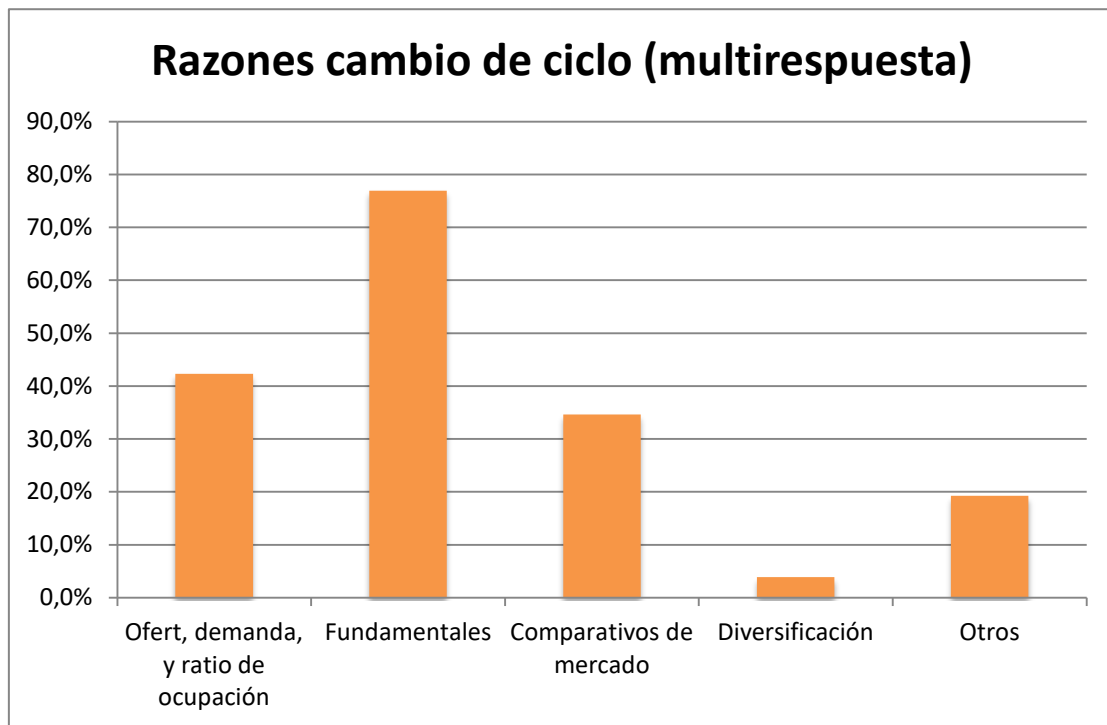
Gráfico 60: Cambio de ciclo inmobiliaria de empresa



A pesar de que en 2005, 2006 y 2007 las tasas de desocupación de los mercados de oficinas estaban alrededor del 5%, lo que dentro de los parámetros de ese mercado es una situación normal de subidas de rentas, existían numerosos proyectos en toda España que anticipaban problemas existía una gran oferta en construcción que no iba a ser absorbida: grandes parques logísticos, parques empresariales de oficinas y centros comerciales que al cabo de más de diez años de su construcción aún permanecen vacíos. De todas formas se observa una diferencia en la opinión sobre el cambio de ciclo en mercados (residencial y terciario), que, si bien tienen características muy diferentes, dependen de la buena marcha de la economía y de las condiciones financieras/crédito.

Pregunta 3 ¿Por qué? ¿En qué parámetros os basabais?

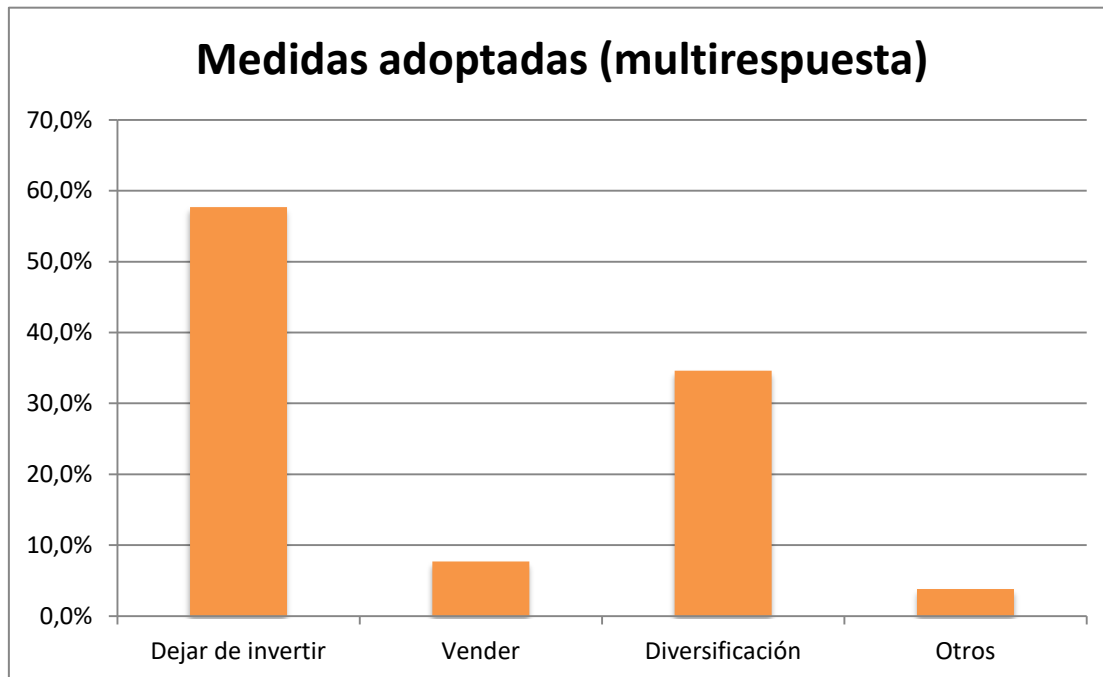
Gráfico 61: Parámetros cambio de ciclo (multi respuesta)



La respuesta de los fundamentales hacía bastante tiempo que no cuadraba en algunos mercados como el residencial, el industrial y el de oficinas. Pero la demanda continuaba y los ratios de ocupación de espacio continuaron su ascenso hasta 2007. De hecho, la mayoría de los proyectos terciarios que se realizaron en a partir de 2005 han acabado en manos de los bancos.

Pregunta 4 ¿Qué medidas tomasteis?

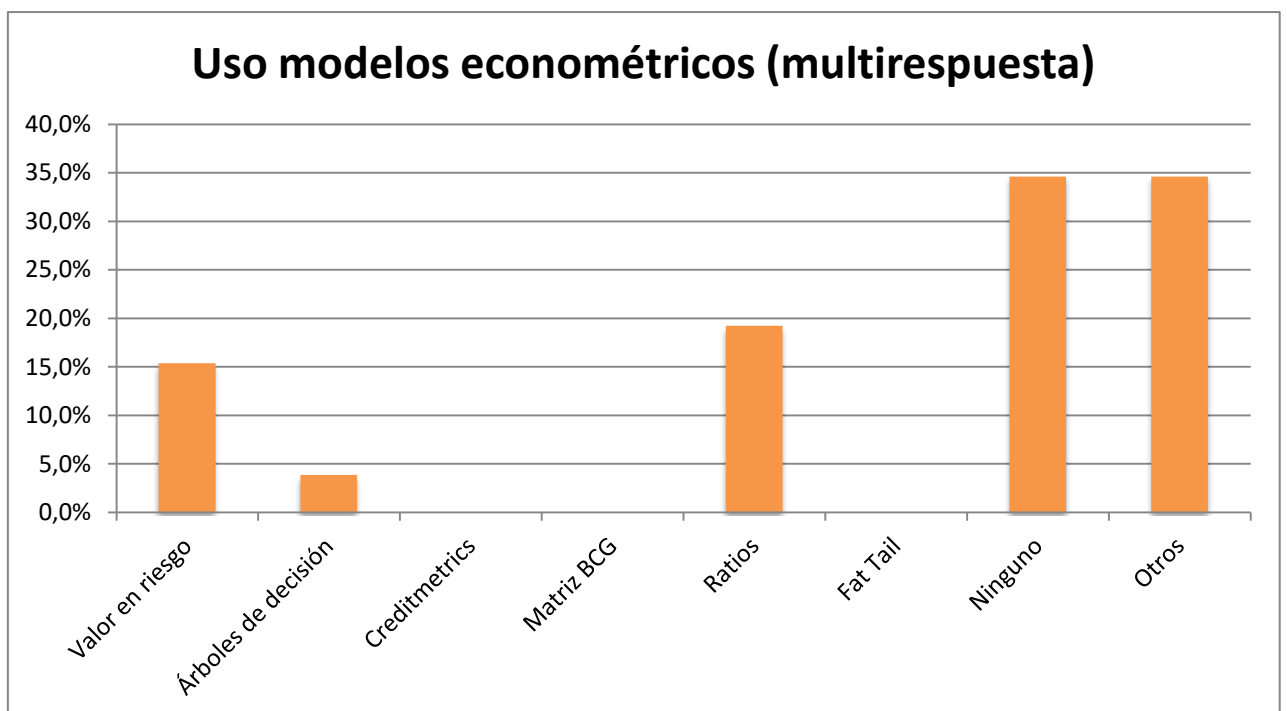
Gráfico 62: Medidas adoptadas (multirespuesta)



Las respuestas a la pregunta, prácticamente, denotan el “frenazo” de los inversores en cuanto a adquirir nuevos proyectos. Existiendo algunos que rápidamente emigraron a otros mercados internacionales, cuyos ciclos expansivos continuaban. Es notable el desembarco español en América del Sur. Previamente, sobretodo, en el primer lustro del siglo XX, fueron muchos los que creyeron que el mismo “milagro” económico español iba a ocurrir en los nuevos miembros de la Unión Europea, como Rumanía, Bulgaria y Polonia, pero cuando las restricciones financieras llegaron, éstas dominaron toda Europa.

Pregunta 5 ¿Utilizabais algún modelo dinámico o econométrico de análisis sobre vuestra cartera de inversiones? Y si es así ¿cuál era?

Gráfico 63: Uso modelos econométricos (multirespuesta)



Esto nos da una idea de cómo se ha creado y reventado la burbuja, la poca base científica y la famosa “exuberancia irracional” acuñada por Alllan Greenspan. Que los precios suban no es un indicador de su perpetuidad alcista. El resultado de las encuestas denota una amplia ausencia del uso de modelos econométricos, por algunos de los grandes protagonistas de la inmobiliaria de empresa, durante el periodo de estudio en un 65%.

No hemos admitido el empleo de ratios como un modelo econométrico, utilizado por un 20% aproximado de los entrevistados, al no tener el suficiente rigor estadístico. Los

ratios no son herramientas dinámicas y complejas que aborden, como poco, proyecciones o regresiones lineales. Los ratios suelen ser proporciones comparables entre la demanda histórica o media comparados con la oferta presente, su ratio de desocupación y una proyección sobre la oferta futura. La oferta futura se extrapola, basándose en proyectos oficialmente presentados a los consultores inmobiliarios y al mercado de la intermediación en general. Aunque muchos de estos proyectos, en fase de planeamiento finalmente pueden no corresponderse con los plazos presentados al mercado, o simplemente se descartan por los promotores y nunca llegan al mercado.

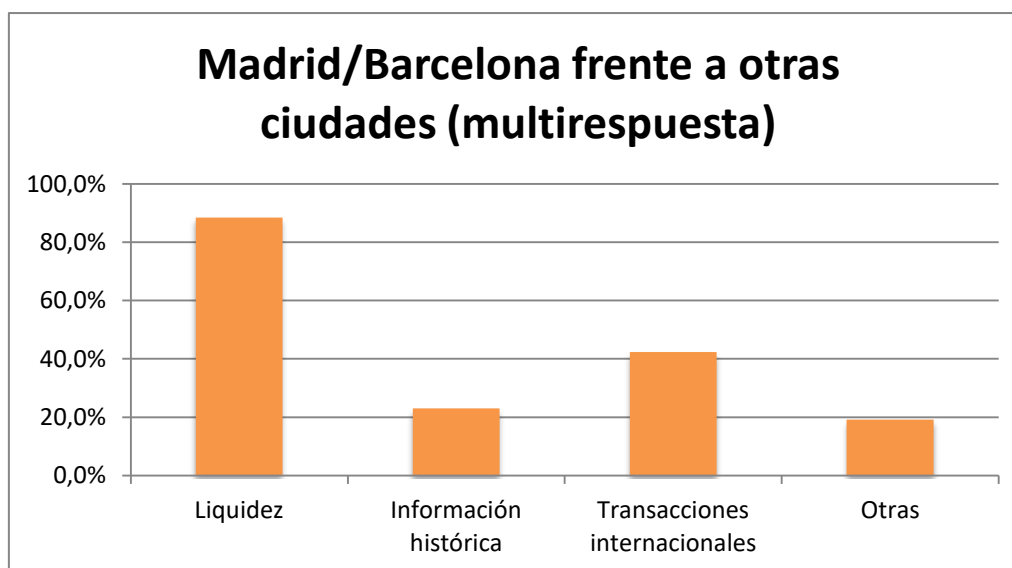
La oferta futura es difícil de proyectar/vaticinar debido a las amplias posibilidades de retrasos, y cancelación de proyectos, desde que empiezan en unos planos y acaban en el mercado los edificios terminados.

Además, cualquier empresa propietaria de un solar puede decidir acometer la promoción inmobiliaria de éste y en dos años haber puesto en el mercado un nuevo edificio de oficinas, sin hacer mucha publicidad de sus planes. Esto es menos frecuente en el subsector del mercado de la inmobiliaria de empresa, al contrario que en el subsector residencial, pero también ocurre.

No son aproximaciones econométricas, y la extrapolación de la demanda de oficinas basándose en la media aritmética de la absorción de oficinas de los últimos años, (ratio comúnmente empleado), no nos despeja ninguna incertidumbre sobre la potencial creación o destrucción de empleo. Que es la verdadera base sobre la que descansa la demanda de oficinas, de consumo en los centros comerciales o de almacenamiento en las plataformas logísticas. Un modelo más complejo tendría incorporadas variables económicas, (diferentes escenarios de inflación, desempleo, simulaciones de estallido de burbujas, costes financieros, costes laborales, etc.), de mayor calado en los diferentes escenarios que los ratios sustentan.

Pregunta 6 En el mercado de oficinas - ¿Por qué motivos se invertía sólo en Barcelona y Madrid frente a otras ciudades tipo medio y con excepción de los centros comerciales?

Gráfico 64: Madrid/Barcelona frente a otras ciudades (multi respuesta)

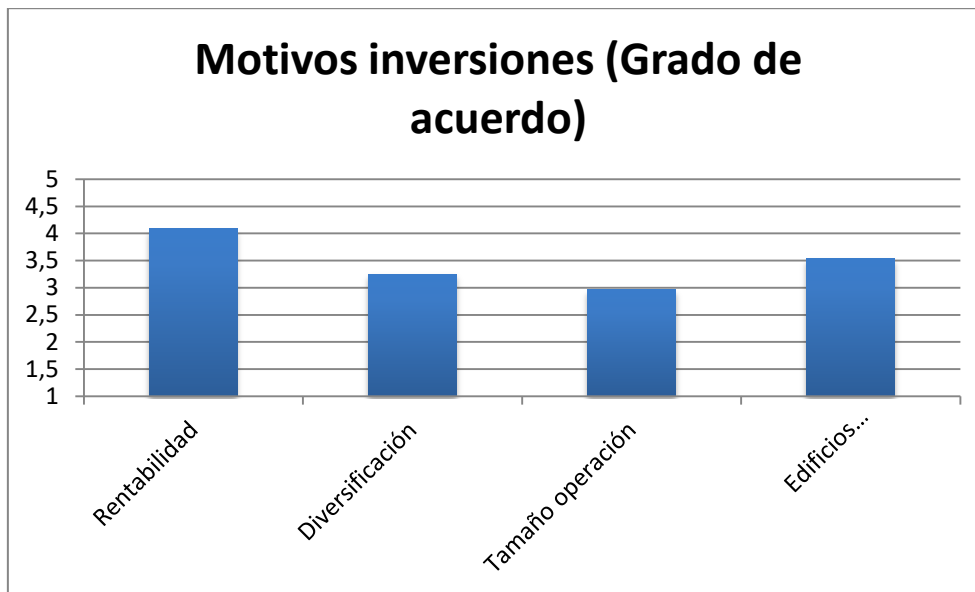


Prácticamente todas las respuestas anteriores convergen, si no hay información histórica y de mercado en una ciudad, los operadores internacionales no invierten en ella. Si se realizan muchas inversiones en un mercado éste es más líquido por lo que cerrar la puerta a la inversión extranjera reduce el espectro de transacciones inmobiliarias. Sí que en mayor o menor medida existen dichos datos sobre el sector residencial fruto de trabajos de recogida de datos por el INE, el Ministerio de la Vivienda y los colegios de API's (Agentes de la Propiedad Inmobiliaria). Los APIs no juegan activamente en las transacciones de inmobiliaria de empresa en España al contrario de las consultoras internacionales que sí lo hacen. Si las cámaras de comercio o los colegios de API's provinciales recopilasen información sobre el mercado de inmobiliaria de empresa, éste podría paulatinamente ir creciendo y plantearse como alternativa. Si bien la densidad de

oficinas en Madrid y Barcelona supera con creces a los de otras ciudades de España, existen oportunidades fuera de estas dos ciudades, en otras de menor tamaño en el país, en sub sectores de la inmobiliaria de empresa tales como naves industriales, locales comerciales, parkings, logística, etc.

Pregunta 7 ¿Motivos de vuestras inversiones en aquella época?

Gráfico 65: Motivos inversiones (Grado de acuerdo)



A través de las encuestas realizadas, varias de las respuestas conducían al mismo círculo la liquidez, existiendo entre ellas relaciones cruzadas. Así como el grueso de las transacciones inmobiliarias internacionales durante el periodo de estudio, en el mercado de oficinas donde las rentabilidades en algunas ocasiones no respondían a una evaluación crítica del potencial riesgo, y si a una vorágine transaccional que se sostenía a raíz de transacciones con tan solo precios al alza y rentabilidades a la baja, a excepción de aquellas realizadas en centros comerciales que no tienen en cuenta el espectro poblacional del sector de oficinas y si aquellos componentes tales como tamaño de población cercana, su lejanía y renta per cápita, sus accesos y visibilidad, y competencia alrededor. En este sentido también los criterios de liquidez, (nunca en España cambiaron de propiedad tantos centros comerciales en tan poco tiempo), primaron en buena parte sobre otros. Parecía que fuera muy difícil equivocarse y en el

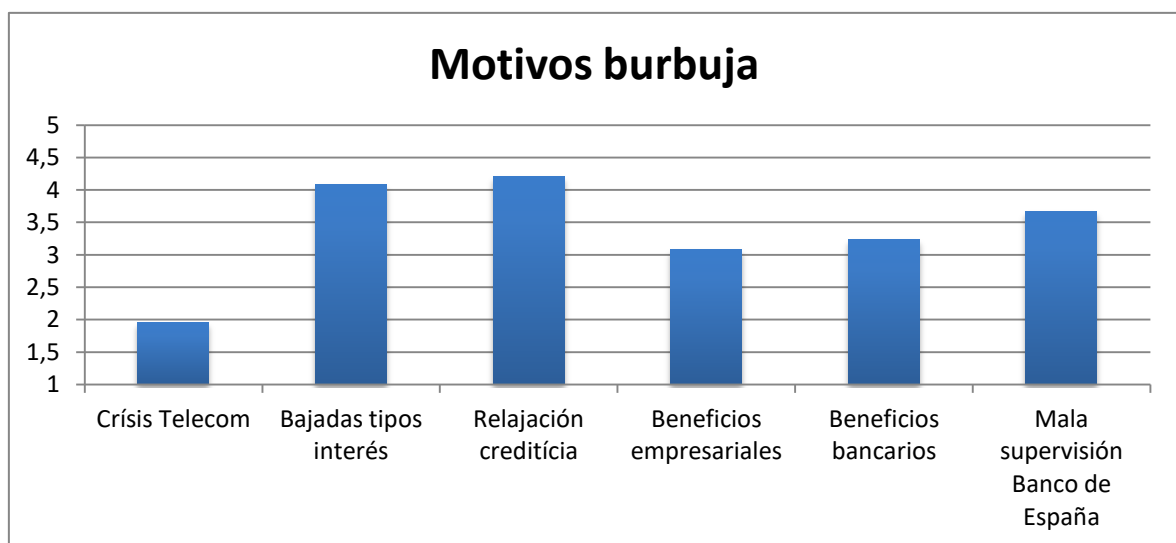
peor de los casos siempre se podría revender algo rápidamente con escasas o nulas pérdidas. En un mercado tradicionalmente reflexivo y lento de maduración, ocurrían los mismos estragos que en las burbujas bursátiles.

Las rentabilidades son un reflejo de los retornos, pero asimismo, suelen ser los del riesgo que perciben los inversores sobre un mercado determinado. Cuanto más baja es la rentabilidad mayor es el precio alcanzado sobre un inmueble respecto a las rentas que se perciben de él. En el final del periodo de estudio las rentabilidades de Madrid y Barcelona eran bajas comparadas con otras capitales o ciudades principales del país con respecto a sus comparables, con Productos Interiores Brutos mayores. Ello refleja un apetito desmesurado de la inversión en Madrid y Barcelona, cuando el PIB español era menor que el de Italia o Francia.

La existencia de registros históricos sobre transacciones nacionales e internacionales son parámetros de transparencia de un mercado y favorecen que este mercado sea más líquido.

Pregunta 8 ¿Alrededor del año 2000 hubo un fuerte repunte de la inversión inmobiliaria (residencial y empresa) cual era el motivo de formación de dicho repunte?

Gráfico 66: Motivos burbuja



El apetito de los inversores tras sustanciosas pérdidas en compañías en el sector de las nuevas telecomunicaciones e internet, sector del cual se desconocía sus resultados a corto plazo, y las pautas de la velocidad con la que cambiarían los hábitos en cuanto a la utilización de internet por los diferentes consumidores de los diferentes productos, que este nuevo mercado ofrecía. Dicho apetito se dirigió principalmente a inversiones con activos subyacentes, y por tanto más sólidas y tradicionales y menos especulativas; y no a planes de negocio basados en expectativas de mercado. En inversión inmobiliaria, (directa o indirecta), en el peor de los casos, la inversión está soportada por un activo subyacente, un inmueble, un suelo o un derecho sobre éstos. No obstante éste no fue más que uno de los factores que ayudaron al calentamiento de los mercados inmobiliarios. Es destacable la crítica a la laxa supervisión del Banco de España y de las

entidades que éste gobierna y gobernaba. La facilidad con la que cualquier empresa inmobiliaria podía acceder al crédito no respondía, ni de lejos, a los nuevos requisitos de gobernación de bancos a nivel internacional (Basilea I, II, y III) que rigen la banca actual. Algunos directivos bancarios asumieron un nivel de riesgo excesivo en aras al crecimiento a corto plazo de sus resultados y sus cuantiosos bonus y salarios; con la tranquilidad que por lo delicado que puede ser un pánico bancario para una economía, de que si las cosas iban algún día mal serían rescatados. El problema es que el rescate lo pagan todos los contribuyentes y sobre el mal gobierno en determinadas industrias y estamentos políticos deberían emanarse responsabilidades.

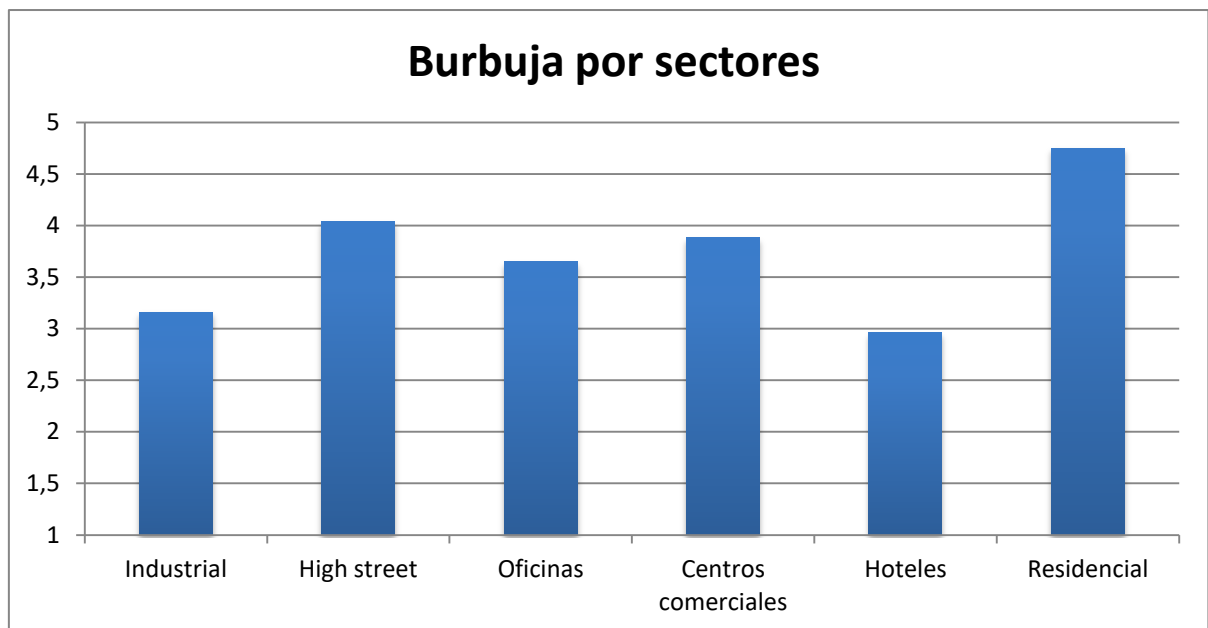
Pregunta 9 ¿Crees que el hecho de mantener una estructura en aquellos países donde invertisteis favorece una mejor rentabilidad y cantidad en las inversiones? Si no es vuestro caso ¿crees que es algo importante/esencial?

En una escala Likert sobre 5 el resultado de esta pregunta ha sido de 4,24.

El resultado a esta pregunta mono respuesta ha sido lo que en teoría la mayoría cree y con razón, que el mercado inmobiliario requiere un conocimiento local exhaustivo, por lo que la cercanía geográfica es una ventaja competitiva. No obstante, al ser las grandes transacciones realizadas en una buena proporción por instituciones internacionales que desde sus oficinas centrales en alguna ciudad extranjera manejan sus inversiones a nivel mundial, puede favorecer que las estadísticas sobre una base de datos de transacciones realizadas en el periodo de estudio, respondan con datos objetivos y en un sentido diferente. Esto se profundiza más adelante en la validación/refutación de la hipótesis tercera de esta tesis en diferentes escenarios de análisis.

Pregunta 10 ¿En qué sub sectores crees que los precios aumentaron a mayor velocidad?

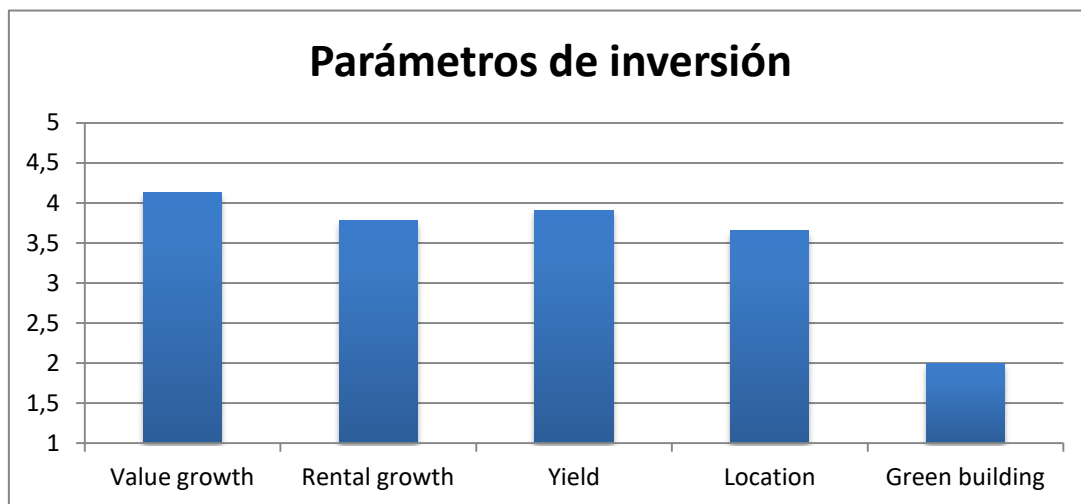
Gráfico 67: Burbuja por sectores



Con excepción del sector residencial, que es donde aumentaron con más ímpetu los precios el resto de los sectores aumentó prácticamente sus precios por igual. Los precios industriales suelen ser los primeros en caer en un cambio de ciclo; mientras que el de locales comerciales en primera línea comercial de las ciudades es posiblemente el sector más defensivo y donde las rentabilidades son más bajas tradicionalmente y por ello el incremento de sus precios en un ciclo alcista suele ser mayor. Además existen muchas marcas comerciales, especialmente aquellas de lujo, que el hecho de tener una boutique en una calle emblemática y comercial tipo Calle Serrano en Madrid o el Paseo de Gracia en Barcelona responde no solo al nivel de ventas en esos lugares sino también a estrategias de marketing y posicionamiento de marca.

Pregunta 11 ¿Qué tipo de valores fueron predominantes en términos de adquisiciones en vuestra empresa?

Gráfico 68: Parámetros de inversión



El crecimiento de valor de un inmueble no tiene por qué ir paralelo al de las rentas en determinados mercados. Por ejemplo, mientras los precios de naves industriales crecieron desmesuradamente en el primer lustro de los años 2000, las rentas no subieron proporcionalmente. En el caso del sector residencial ocurría lo mismo. Salía más a cuenta alquilar que comprar, aunque en el sector de la primera vivienda existen otros factores que ayudan a comprimir las rentabilidades (ahorro a largo plazo pensando en la jubilación, núcleo familiar, razones culturales etc.).

Ha habido una proporción importante de aspectos relacionados con el crecimiento en las respuestas. El crecimiento de valor o de rentas es un aspecto dinámico y a futuro, por lo tanto el componente de especulación bajo estos parámetros es mucho mayor.

El “net initial yield” o rentabilidad inicial es la división de las rentas anuales por el precio del activo y los inversores lo comparan con los índices o rentabilidades de mercado, es un enfoque más realista y menos especulativo.

Los edificios sostenibles están adquiriendo mayor interés en la segunda década de los 2000. De hecho ya hay fondos que no adquieren edificios si no se atienen a parámetros de sostenibilidad bastante exigentes, o que realizan en sus adquisiciones las reformas necesarias para adaptar los edificios a los estándares de ratings sostenibles internacionales, tales como LEED, BREAM y otros.

Pregunta 12 ¿Fue el crecimiento del mercado de derivados uno de pilares sobre los que se impulsó tanto el crédito disponible? y ¿qué nivel de importancia le dais a la titulación de activos durante el periodo 1998-2007?

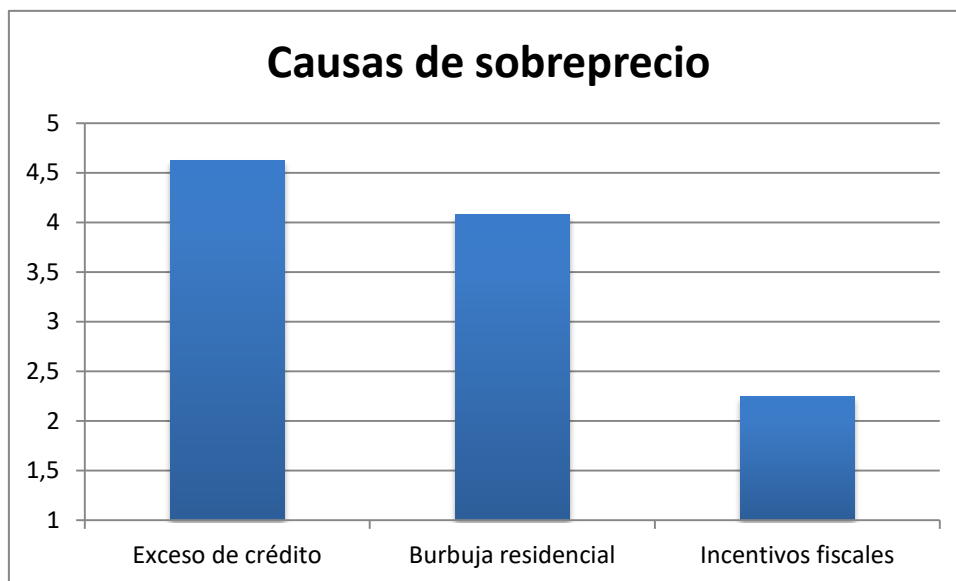
En una escala Likert sobre 5 el resultado ha sido de 3,63.

Las respuestas se han situado por encima de la media dando la importancia debida a estos nuevos instrumentos financieros.

No fue hasta en 2004 en Reino Unido donde cambios legislativos y fiscales condujeron al desarrollo de los derivados inmobiliarios que habían nacido en la década de los 90 con escaso éxito. Es un mercado con mucho sentido en cuanto a limitar la exposición al riesgo que tiene el sector inmobiliario. La pregunta habla de dos cosas diferentes las titulaciones y los derivados, ambos favorecen la expansión crediticia pero los primeros más que los segundos. Mientras las titulaciones ayudaron a los bancos a extraer de sus balances numerosos créditos hipotecarios, los segundos comenzaron su andadura en España al final del periodo de este estudio en 2008.

Pregunta 13 ¿Cuáles son en su opinión las causas o responsables de las transacciones inmobiliarias realizadas en España durante 1998-2007, por debajo o ligeramente por encima de otros activos de riesgo-cero?

Gráfico 69: Causas de sobreprecio



El exceso de crédito fue uno de los factores que condujo a una burbuja residencial e hizo crecer la economía española como no lo había hecho en décadas anteriores, ambos se retroalimentaron durante un tiempo. El Banco de España a pesar de advertir de los riesgos para nuestra economía del crecimiento del sector inmobiliario y de su porcentaje en nuestro PIB, no tomó las medidas pertinentes para que los precios se contuviesen. El porcentaje de hipoteca sobre precio del activo en muchos países no sobrepasaba del 60% o 70%, mientras que en España eran en muchas ocasiones del 100%. Además el porcentaje de la renta familiar dedicada a cubrir el pago mensual de la hipoteca era también más alto que en toda la UE. Hubo una gran falta de supervisión del mercado y la economía, y como se ha visto recientemente, de supervisión de las cajas de ahorro.

Pregunta 14 Bajadas en los tipos de interés comprimieron las rentabilidades esperadas por los inversores, por lo que los costes de financiación más baratos no significaban mayores ganancias

En una escala Likert sobre 5 el resultado ha sido de 3,33.

Los tipos de interés fueron bajando proporcionalmente y más rápidamente que los beneficios de los fondos de inversión inmobiliaria, no obstante el aumento significativo del número de fondos inmobiliarios internacionales, podría demostrarse mediante una correlación que el número de fondos aumentaba a la vez que disminuían los tipos de interés, demostrando la existencia de un dinero, “barato o demasiado barato”, que ejercía demasiada presión sobre las pocas oportunidades de inversión disponibles en el mercado. Por tanto empequeñecían los márgenes comerciales, al estrecharse dicho margen, los beneficios que iba ofreciendo el mercado inmobiliario, tendían más tarde o temprano a la “negatividad”. “Negatividad” producida por tipos de interés negativos, (tipos oficiales por debajo de la inflación), más los elevados costes de transacción que suponen las compraventas inmobiliarias internacionales. Además en el cómputo inflacionario, el precio de este tipo de activos inmobiliarios no es incluido, por lo que los parámetros de medición son en cierto modo “sesgados”.

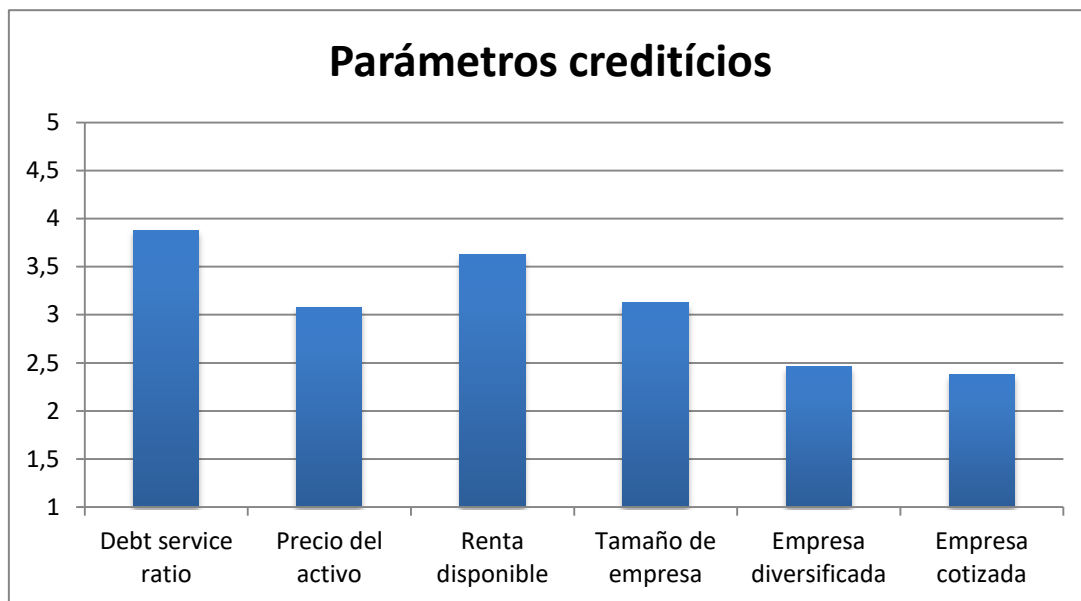
La saturación del sector. La entrada de ingentes cantidades de capital en el mercado global; los excedentes producidos por el alto comercio de materias primas y energéticas, dirigidas al “activo de moda”, el sector inmobiliario. El efecto de las bajadas iniciales de tipos fue exagerado. Eran años de elecciones en EEUU, George Bush optaba a un segundo mandato y el mercado había “digerido” ya las pérdidas de la “burbuja tecnológica”. La economía quizás no precisaba un ajuste de tipos tan bajos en aquel momento. La Unión Europea debía acompasar las brutales bajadas de tipos que por diferentes razones marcaban las otras grandes economías EEUU, (elecciones presidenciales), y Japón (recesión). Se concatenaron diversos factores que se contemplan en el marco teórico que avivaron el recalentamiento de las economías mundiales y de los sectores preferidos por los inversores.

A partir del año 2000 España comienza a perder competitividad, aceleradamente, (ver gráfico 7), lo cual debería haber sido un freno para la inversión exterior, pero el mercado español inmobiliario, (residencial y terciario), no paraba de crecer, inversión, construcción y precios al alza que respondían a la llamada “exuberancia irracional” de algunos mercados, bautizada por Allan Greenspan en 1996.

En España los promotores inmobiliarios de la burbuja residencial eran los más agresivos acometiendo adquisiciones. Los precios eran conducidos en una espiral alcista y donde los inversores internacionales no comprendían como podían realizarse operaciones con tan baja rentabilidad en mercados no tan consolidados como otros similares en la Unión Europea.

Pregunta 15 ¿Qué parámetros eran los principales para otorgar o que se os otorgase un crédito bancario en condiciones más ventajosas?

Gráfico 70: Parámetros crediticios



Que las rentas de un inmueble pudiesen acometer el pago de la hipoteca proporcionaba inicialmente un seguro de viabilidad del inmueble, lo que ocurre es que en escenarios de stress (que no solían realizarse), los edificios se vacían de empresas al destruirse empleo; la disponibilidad de espacio hace que bajen las rentas y el ratio deuda rentas se descompone. Las respuestas dan un abanico de los diferentes parámetros que se estudiaban en esos momentos. También la competencia bancaria y posiblemente la competencia desleal de las cajas de ahorro forzaba más la máquina crediticia. A fin de cuentas, los bancos deben de prestar dinero para otorgar la rentabilidad debida a sus accionistas. En el resultado de las encuestas y entrevistas, el hecho de que las respuestas estén bastante distribuidas denota una aproximación y estudio de las operaciones crediticias más holística, a la hora de que una entidad financiase un proyecto.

6. DISCUSIÓN Y VERIFICACIÓN DE HIPÓTESIS

6.1 Hipótesis 1^a

La adaptación de la Ecuación de Cambio de la Teoría Cuantitativa del Dinero desarrollada por Fisher sobre el sector mercado de oficinas permite explicar la situación de los mercados de las diferentes ciudades a través del análisis de sus transacciones.

Lo primero que hacemos es adaptar la base de datos proporcionada por CBRE para el cálculo de la V o velocidad del dinero en un mercado de acuerdo con la metodología desarrollada en el punto 3.3.2:

$$P * Q = M * V$$

Donde:

P= Nivel de precios.

Q= Nivel de producción.

M= Cantidad de dinero.

V = Velocidad del dinero o el número de veces que este cambia de propietario.

Originariamente:

$$P * T = M * V$$

Donde: T es el número de transacciones.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

La adaptación que se propone es la siguiente:

- M (masa monetaria de un país) por el total de m2 del mercado.
- T o Q por el nivel de transacciones en m2.
- P el nivel de precios son las rentas prime de referencia que utiliza el mercado.
- V sería el coeficiente de liquidez o velocidad de las transacciones en un año.

Tabla 10: Ejemplo de la adaptación de la base de datos de CBRE Londres a la EQD.

Hemos añadido la columna ECD que representa la Ecuación de la Teoría Cuantitativa del Dinero y despejado V, (velocidad del dinero).

Mercados de oficinas de ciudades comparables 2003-2014 Primer Grupo: BARCELONA, LYON, MARSELLA. Segundo Grupo MADRID –BERLIN-ROMA.

YEAR	BCN			ECD
	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	4.240.000	126.065	300,00	8,92
2Q2003	4.280.000	17.200	290,04	1,17
3Q2003	4.310.000	4.917	279,96	0,32
4Q2003	4.310.000	86.790	279,96	5,64

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

MARSEILLE				ECD
YEAR	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	2.200.000	100.150	175,00	7,97
2Q2003	2.000.000	4.300	175,00	0,38

LYON				ECD
YEAR	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	3.200.000	46.778	191,00	2,79
2Q2003	3.200.000	33.624	190,00	2,00

Segundo Grupo MADRID –BERLIN-ROMA

MADRID				ECD
YEAR	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	9.260.000	106.841	339,96	3,92
2Q2003	9.460.000	92.398	339,96	3,32
3Q2003	9.610.000	150.442	324,00	5,07

BERLIN				ECD
--------	--	--	--	-----

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

YEAR	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	17.160.000	21.628	294,00	0,37
2Q2003	17.210.000	192.624	264,00	2,95

	ROMA			ECD
YEAR	M	Q	P	$V=P*Q/M$
1Q2003	6.370.000	10.000	400,00	0,63
2Q2003	6.370.000	104.675	380,00	6,24

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en
España durante el decenio 1998-2007

Tabla 11: Resumen resultados de la velocidad del dinero,

(V) aplicar la ecuación cuantitativa del dinero, (ECD), al mercado inmobiliario de oficinas de ciudades comparables.

RESUMEN de la velocidad del dinero, (V) en la ECUACION CUANTITATIVA DEL DINERO						
	BARCELONA	LYON	MARSELLA	MADRID	BERLIN	ROMA
AÑO						
1Q2003	8,9	2,8	8,0	3,9	0,4	0,6
2Q2003	1,2	2,0	0,4	3,3	3,0	6,2
3Q2003	0,3	0,5	0,0	5,1	0,0	0,8
4Q2003	5,6	3,2	0,0	3,4	4,1	3,4
1Q2004	0,4	0,1	1,9	3,5	0,8	3,5
2Q2004	4,7	0,0	2,9	2,1	1,1	2,3
3Q2004	2,9	3,8	1,0	1,6	2,0	11,5
4Q2004	7,6	0,6	0,5	2,0	2,8	1,6
1Q2005	14,7	1,4	0,0	6,0	0,7	2,8
2Q2005	2,8	1,2	0,0	4,3	0,6	4,1
3Q2005	6,6	3,2	0,2	3,1	1,6	0,0
4Q2005	5,6	6,5	2,7	1,9	3,5	1,2
1Q2006	5,9	1,8	0,0	11,4	3,0	1,3
2Q2006	28,2	0,0	0,7	1,3	5,9	10,0
3Q2006	8,1	3,3	1,3	11,4	3,9	0,2
4Q2006	11,3	2,3	0,1	4,5	15,6	7,8
1Q2007	18,9	2,0	2,0	8,1	3,6	2,7
2Q2007	12,1	2,3	0,6	5,1	4,7	11,6
3Q2007	9,0	6,0	0,3	6,5	1,8	10,4
4Q2007	15,9	1,0	16,9	16,1	6,7	3,7
1Q2008	6,6	3,2	10,3	44,4	7,5	2,7
2Q2008	9,4	1,7	0,5	8,7	2,1	5,0
3Q2008	11,8	0,7	0,2	10,6	1,9	2,7
4Q2008	1,0	1,1	2,3	1,4	2,4	3,4
1Q2009	1,3	1,4	0,0	2,4	1,1	1,0
2Q2009	2,7	0,2	0,5	10,6	1,9	2,3

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

3Q2009	0,8	0,9	0,7	0,8	1,6	1,0
4Q2009	1,3	2,9	0,9	0,9	2,4	0,9
1Q2010	2,0	0,2	0,5	3,2	6,5	0,9
2Q2010	0,4	1,0	0,2	5,0	3,0	12,4
3Q2010	2,8	0,5	1,1	1,7	2,3	3,6
4Q2010	0,6	2,8	0,2	1,5	4,7	4,7
1Q2011	41,2	0,3	1,6	5,4	3,3	1,6
2Q2011	0,8	2,9	1,8	0,4	3,1	2,5
3Q2011	0,6	2,4	2,0	1,7	4,1	5,5
4Q2011	2,8	6,1	4,8	3,0	2,9	0,7
1Q2012	1,3	0,1	1,2	0,0	3,0	0,7
2Q2012	0,7	2,3	0,0	0,0	3,5	1,2
3Q2012	0,9	1,3	0,0	0,9	7,6	1,0
4Q2012	0,5	1,9	6,6	5,3	17,2	1,2
1Q2013	1,1	0,7	0,0	4,2	6,3	2,2
2Q2013	5,1	0,8	0,0	1,0	5,7	1,8
Q32013	1,6	1,6	0,1	3,6	9,6	5,6
4Q2013	7,1	3,7	35,2	6,6	8,5	4,0

Con el Test ANOVA de medidas repetidas para el factor ciudad podremos ver si existen diferencias entre medias, como concretamente las medias de las velocidades del dinero para las diferentes ciudades de la muestra. Queremos ver si hay diferencias entre las medias de las velocidades del dinero en diferentes mercados para ver si éstas difieren.

Hipótesis nula: Que todas las medias son iguales.

Hipótesis alternativa: Que alguna media es diferente.

Para realizar el test hay que suponer que las varianzas de las diferencias entre cada dos ciudades son iguales. Esto se comprueba con el test de esfericidad de Mauchly.

Si los resultados del test son significativos podremos hacer las pruebas post-hoc para ver entre que ciudades verdaderamente hay diferencias y entre que ciudades no.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Para ver las diferencias de medias entre las ciudades utilizamos una ANOVA de medidas repetidas con el factor ciudad.

$$H_0: \mu_B = \mu_M = \mu_{Mar} = \mu_{Ly} = \mu_R = \mu_{Ber} = \mu_{Ro}$$

Todas las medias son iguales.

H1: Existe alguna media diferente.

Equivalencia de la Media de las velocidades del dinero:

μ_B	Barcelona
μ_M	Madrid
μ_{Mar}	Marsella
μ_{Ly}	Lyon
μ_{Ber}	Berlín
μ_{Ro}	Roma

Si $PV < 0.05$ rechazamos H_0 y podemos decir que las medias no son todas iguales y después realizaremos un test post-hoc para ver que las medias no son todas iguales y para ver por parejas cuales tienen medias diferentes. Los test post-hoc son los que nos dicen concretamente entre que ciudades hay diferencias de velocidad.

Tabla 12: Media y desviación típica de la velocidad del dinero para cada ciudad.

	N	Media	Desviación Típica
BARCELONA	44	6,25	7,95
LYON	44	1,91	1,60
MARSELLA	44	2,50	5,96
MADRID	44	5,18	7,00
BERLIN	44	4,04	3,54
ROMA	44	3,51	3,28
N válido (según lista)	44		

De forma descriptiva vemos que Barcelona, Madrid y Berlín que han sido ciudades donde los mercados han tenido mucha actividad y tienen las medias de velocidad más altas. Estadísticamente hay que confirmarlo.

Si se rechaza la igualdad de varianzas como es nuestro caso, tendremos que usar los contrastes multivariados que no requieren este supuesto.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 13: Prueba de esfericidad de Mauchly (b) Medida: Velocidad del dinero en el mercado inmobiliario

Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Chi-cuadrado aprox.	GI	Significación	Epsilon(a)		
	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser
factor1	,197	66,720	14	,000	,680	,746	,200

Se rechaza el test de esfericidad de Mauchly por que el p valor es cero (significación=0 < 0.05). Vemos diferencias de las varianzas cada dos ciudades.

La significación es =0. Las varianzas no son iguales por que se rechazan.

Como hemos rechazado la igualdad de varianzas hay que hacer el test de contrastes multivariados para ver si hay diferencias de medias en la velocidad del dinero en las diferentes ciudades en todos los test realizados: Traza de Pillai, Lambda de Wilks, Traza de Hotelling, Raíz mayor de Roy. La significación P Valor < 0.05 y nos permite rechazar la igualdad de todas las medias.

Contrastes multivariados

Efecto	Valor	F	Gl de la hipótesis	Gl del error	Significación
factor1 Traza de Pillai	,410	5,414(a)	5,000	39,000	,001
Lambda de Wilks	,590	5,414(a)	5,000	39,000	,001
Traza de Hotelling	,694	5,414(a)	5,000	39,000	,001
Raíz mayor de Roy	,694	5,414(a)	5,000	39,000	,001

Los resultados multivariados indican que existen diferencias entre las medias de las ciudades y para ver entre que ciudades utilizaremos los test post –hoc.

Para ver entre que medias de velocidad del dinero entre ciudades existe diferencia hacemos el test de comparación por pares.

Test Post Hoc de Comparaciones por pares

Medida: Velocidad

(I) factor1	(J) factor1	Diferencia entre medias (I-J)	Error típ.	Significación(a)	Intervalo de confianza al 95 % para la diferencia(a)	
					Límite superior	Límite inferior
1BCN	2	4,331(*)	1,249	,001	1,812	6,851
	3	3,749(*)	1,431	,012	,863	6,636
	4	1,065	1,454	,468	-1,866	3,996

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en
España durante el decenio 1998-2007

	5	2,208	1,295	,096	-405	4,820
	6	2,739(*)	1,230	,031	,258	5,220
2LYO	1	-4,331(*)	1,249	,001	-6,851	-1,812
	3	-,582	,881	,512	-2,359	1,195
	4	-3,266(*)	1,062	,004	-5,409	-1,124
	5	-2,123(*)	,577	,001	-3,287	-,959
	6	-1,592(*)	,528	,004	-2,657	-,528
3MAR	1	-3,749(*)	1,431	,012	-6,636	-,863
	2	,582	,881	,512	-1,195	2,359
	4	-2,684(*)	1,151	,024	-5,006	-,363
	5	-1,541	,906	,096	-3,369	,287
	6	-1,010	1,049	,341	-3,126	1,106
4MAD	1	-1,065	1,454	,468	-3,996	1,866
	2	3,266(*)	1,062	,004	1,124	5,409
	3	2,684(*)	1,151	,024	,363	5,006
	5	1,143	1,107	,307	-1,089	3,375
	6	1,674	1,178	,163	-,702	4,051
5BER	1	-2,208	1,295	,096	-4,820	,405
	2	2,123(*)	,577	,001	,959	3,287
	3	1,541	,906	,096	-,287	3,369
	4	-1,143	1,107	,307	-3,375	1,089

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

	6	,531	,688	,445	-,857	1,919
6ROM	1	-2,739(*)	1,230	,031	-5,220	-,258
	2	1,592(*)	,528	,004	,528	2,657
	3	1,010	1,049	,341	-1,106	3,126
	4	-1,674	1,178	,163	-4,051	,702
	5	-,531	,688	,445	-1,919	,857

El concepto de burbujas y en especial la última acaecida en muchas economías occidentales y países emergentes antes del 2007 han tenido muchos autores buscando cual eran las herramientas más indicadas para su control en este sentido existe amplia literatura (Bernake, 2010 y 2012), (Bernake et al., 1999), (Schiller, 2003), (Schiller and Case, 2003), (Olivier 2010), (Posen, 2006), (Roubini, 2006), (Amat, 2009), (Bueno, 2005), (Bernardos, 2007), (Posen, 2006), (Panagopoulos and Prodromos, 2008), (Wheaton, 1999) y (Chen and Roulac, 2007) entre otros que abogan por diferentes medidas. El control del crédito es ampliamente generalizado y los mecanismos que se plantean varían. Creemos que existe un paso previo en el que se debe clarificar si en un sector existe una burbuja con una amplia batería de índices o ratios que las detecten y a partir de allí se deben de tomar las medidas de control pertinentes.

En medias observamos que entre Madrid y Barcelona no existen estadísticamente diferencias (p valor 0.468) como es mayor a 0.05 no rechazamos la hipótesis de que son iguales. Con Berlín las diferencias tampoco son muy altas, fruto de la vorágine inversora que hubo en ese mercado debido a sus crisis y abaratamiento de

oportunidades. Madrid es diferente del resto de ciudades menos BCN y Berlín, pero también es parecido a Roma. La adaptación de la Ecuación de Fisher al mercado inmobiliario de oficinas nos lleva a unos datos que implican una agrupación de ciertas ciudades que corresponden a una realidad, durante esos años Madrid, Barcelona tuvieron niveles de inversión de oficinas altísimos. En Berlín los precios bajaron tanto que hubo muchísima rotación de activos. La adaptación de la fórmula nos ha permitido describir que Madrid, Barcelona y Berlín tenían un comportamiento parecido, por lo que esta adaptación nos lleva a conclusiones coherentes. El análisis estadístico nos ha confirmado las diferencias de medias entre ciudades y por tanto **validamos la primera hipótesis, habiendo alcanzado los Objetivo principal y Objetivo Secundario nº 2.**

6.2 Hipótesis 2ª

En media, estas inversiones no fueron realizadas siguiendo criterios de rentabilidad. (Mayor retorno y menor riesgo)

El objetivo es ver cómo el mercado español no estaba tan correlacionado con otros mercados y que a pesar de que sus rentabilidades eran bajas (fruto de la burbuja) daba lugar a la diversificación. Es muy difícil conocer la verdadera razón o razones de una inversión, pero el hecho que no se atiende al 100% a la rentabilidad abre la puerta a la posible diversificación.

Hemos utilizado para el análisis dos bases de datos de dos orígenes diferentes. La primera es la base de datos de los retornos de las empresas inmobiliarias cotizadas en Estados Unidos, Europa, España. La segunda base de datos es la facilitada por Thompson Reuters sobre el riesgo país de los bloques económicos países anteriores con datos del CMA, Credit Market Analysis.

No se pudo conseguir que la base de datos de “riesgo país” fuera la que realiza Euromoney, pues es la que relaciona un mayor número de variables y es la más utilizada en el sector financiero internacional.

Se ha realizado la media de riesgo país de todos los países de la UE (excepto España), de España y de Estados Unidos.

ANALISIS VARIABLES RETORNO

De las variables retorno nos interesan estudiar para cada zona dos cosas: por un lado el valor medio del retorno en cada zona, y por otro lado la volatilidad de dicho retorno (desviación standard). En los datos descriptivos (tabla 14) a nivel descriptivo vemos

diferencias tanto en las medias como en las desviaciones standard. Para comprobar estas afirmaciones debemos realizar un test estadístico para cada caso.

Eichholtz et al (1996) concluyeron, que los retornos inmobiliarios están influenciados por diferencias continentales. Aunque en nuestro estudio hemos tenido resultados diferentes. Ya que las correlaciones entre España y USA son mayores que las de España con Europa y Europa con USA (ver tabla 16). Según Hoesli (2004),

para que una diversificación sea efectiva, debe ser intercontinental ya que las correlaciones dentro de un mismo continente suelen ser mayores, además la tendencia indica que las correlaciones tienden a ser mayores así como las economías se integran más internacionalmente.

Sharpe (1966, 1975) concluye que invertir en activos en el extranjero reduce el riesgo del portfolio (el denominador del ratio de Sharpe) sin necesidad de sacrificar el retorno esperado, (el numerador del ratio de Sharpe).

Hemos transformado los retornos en tantos por uno para su análisis estadístico.

Tabla 14: Media y desviación típica de las variables retorno

País	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
USA Return	32	-,2319	,1685	,029	,08
EU Return	32	-,1579	,1683	,032	,09
SPAIN Return	32	-,3764	,2958	,041	,16
N válido (según lista)	32				

Hemos realizado un test de LEVENE para ver si existen diferencias en la volatilidad. Es un test que se utiliza para comprobar si existen diferencias entre varianzas (o desviaciones standard equivalente para los resultados de los test). Si el test rechaza la igualdad de varianzas también rechaza la igualdad de desviaciones standard.

Tabla 15: Test de Leven para la volatilidad del Retorno

Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
5,822	2	93	,004

Rechazamos la igualdad de varianzas (o desviaciones standard).

El test de LEVENE confirma que hay diferencias en las desviaciones estándar y por tanto en la volatilidad. Esto nos permite afirmar que en España la volatilidad de los retornos es mayor.

¿Son las medias diferentes?

Hemos utilizado un test de medidas repetidas (ANOVA de medidas repetidas) con el factor país.

Se rechaza la prueba de esfericidad de Mauchly, para comprobar diferencias entre varianzas de variable “diferencia” 2 a 2 (países/zonas). Por lo tanto no existe igualdad de varianzas de la variable retorno en los distintos países/zonas y por tanto hemos utilizado los contrastes multivariados

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Evaluamos las diferencias con los resultados multivariados que indican que no hay diferencias de medias, (p valor 0.878) por lo tanto el retorno en los tres países era muy similar.

ANÁLISIS VARIABLE RETORNOS

Prueba de esfericidad de Mauchly

Medida: MEASURE_1

Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Chi-cuadrado aprox.	gl	Significación	Epsilon(a)		
	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser
factor1	,443	24,410	2	,000	,642	,658	,500

El test de esfericidad de Mauchly rechaza la igualdad de varianzas de las variables retorno diferencias 2 a 2 países y por lo tanto hemos de utilizar el test de contrastes multivariados que no requiere del supuesto de igualdad de varianzas.

Test de Contrastos multivariados (b)

Efecto		Valor	F	Gl de la hipótesis	Gl del error	Significación
factor1	Traza de Pillai	,009	,131(a)	2,000	30,000	,878
	Lambda de Wilks	,991	,131(a)	2,000	30,000	,878
	Traza de Hotelling	,009	,131(a)	2,000	30,000	,878

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Raíz mayor de Roy	,009	,131(a)	2,000	30,000	,878
-------------------	------	---------	-------	--------	------

La significación es 0,878 para todos los test. Los test multivariados nos indican que no existen diferencias de medias de retorno en los distintos países.

La volatilidad en los retornos concretamente en España mucho mayor que en las otras dos zonas, por tanto indica un mayor riesgo. Y las medias no son diferentes, lo cual indica que el retorno de la inversión era similar en las tres zonas.

ESP= 0,161 > USA= 0,087 >.

Tabla 16: Matriz de correlaciones de las variables retorno de Europa, USA y España.

	USA	ESPAÑA	EUROPA
USA	1		
ESPAÑA	0,73	1	
EUROPA	0,52	0,61	1

La correlación es mediana-alta lo que indica una tendencia parecida en los mismos países. Es posible que entre Europa y España también se explique por el hecho de que en la base de datos de los retornos de los mercados públicos europeos se encontraba incluida España. Paralelamente el grado de correlación entre España y USA es muy alto. Ambas economías eran fruto de una burbuja inmobiliaria durante el mismo periodo de tiempo.

ANÁLISIS VARIABLES RIESGO

De las variables riesgo también nos interesan estudiar, para cada zona, dos cosas: por un lado el valor medio del riesgo en cada país/zona, y por otro lado la volatilidad de dicho riesgo país/zona (desviación standard). En la tabla (17), a nivel descriptivo vemos diferencias tanto en las medias como en las desviaciones standard (USA 16, EU 19, ESP 22), donde el riesgo en España es mayor. Para comprobar la diferencia de medias debemos realizar un test estadístico.

Tabla 17: Media y desviación típica de las variables Riesgo País

País	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
USA Risk	32	14,00	22,00	16,03	1,97
EU Risk	32	18,50	20,62	19,48	,50
Spain Risk	32	21,00	25,00	22,46	1,07
N válido (según lista)	32				

¿Son las medias diferentes?

Usamos un test de medidas repetidas (ANOVA de medidas repetidas) con el factor país.

Realizamos un test de LEVENE para ver la volatilidad del riesgo país e implica que sí existen diferencias Significación=0 < 0,05.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Tabla 18: Test de Levene. Prueba de homogeneidad de varianzas

Risk

Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
11,129	2	93	,000

La volatilidad del riesgo país es diferente en las diferentes zonas.

Prueba de esfericidad de Mauchly.

Efecto intra-sujetos	W de Mauchly	Chi-cuadrado aprox.	GI	Significación	Epsilon(a)		
	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser	Huynh-Feldt	Límite-inferior	Greenhouse-Geisser
factor1	,589	15,893	2	,000	,709	,733	,500

Se rechaza la prueba de esfericidad de Mauchly, y por tanto evaluamos las diferencias con los resultados multivariados que indican que claramente hay diferencias de medias, significación= (p valor 0), por lo tanto el riesgo en los tres países era muy diferente y en España mayor.

Utilizamos el test de contrastes multivariados que no requiere del supuesto de igualdad de varianzas.

Contrastes multivariados

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Efecto		Valor	F	GI de la hipótesis	GI del error	Significación
factor 1	Traza de Pillai	,931	202,419(a)	2,000	30,000	,000
	Lambda de Wilks	,069	202,419(a)	2,000	30,000	,000
	Traza de Hotelling	13,495	202,419(a)	2,000	30,000	,000
	Raíz mayor de Roy	13,495	202,419(a)	2,000	30,000	,000

Todos los test son iguales e indican significación $0 < 0,05$.

Bardhan et al. (2008) probaron a través de un análisis factorial múltiple que los retornos inmobiliarios descendían así como una economía se iba internacionalizando cada vez más. La globalización y la creciente integración económica y financiera internacional han afectado a los retornos (reduciéndolos) del sector inmobiliario internacionalmente, aunque han hecho a su vez crecer esos mercados. De esta forma los retornos inmobiliarios mayores se podrán dar en aquellas economías que sean más cerradas. En España durante el periodo de estudio el sector inmobiliario institucional fue abriéndose cada vez más, aunque no a niveles de USA o algunos países de la UE. No obstante, a similares retornos no dejó de afluir capital inversor en el sector inmobiliario institucional, probablemente fruto de la aceptación de las teorías de diversificación de Hoesli (2004), Baum (2008), Wheaton (1989), Mueller (1992).

El estudio de Bardhan et al. (2008), según indican sus autores, fue el primer estudio en centrarse en la relación explícita entre las medidas económicas de la globalización y los retornos inmobiliarios.

No obstante, nuestros resultados contradicen los estudios de Chen y Hobbs (2003), donde argumentan que el tamaño de la economía de un país afecta positivamente la

actividad inversora inmobiliaria ya que les hace menos vulnerables a turbulencias internacionales que a los países pequeños, en este caso España tenía una actividad inversora significativa para el tamaño de su pequeña economía.

Mueller (1992) afirma que en el orden de las preferencias con un ajuste de retornos/riesgo, la estrategia inversora se debe basar en factores puramente económicos, y dentro de estos, finalmente seguir una estrategia geográfica. La creación de empleo sería la piedra angular de la diversificación de las inversiones inmobiliarias a excepción de un factor como pudiera ser el exceso de oferta o sobre edificación en un mercado. Probando la existencia de una mejor frontera de eficiencia (Markovitz, 1952) durante periodos de altos y bajos dentro de un ciclo inmobiliario completo. Con lo que el cambio de diversificación geográfica quedaba superado por el cambio de diversificación económico-geográfico, también como nosotros a través de un análisis de ANOVA y correlaciones entre grupos. En la misma línea de investigación se sitúan Lieser and Groh (2011), donde evidencian que el crecimiento económico, la rápida urbanización y la demografía emergente atraen inversiones inmobiliarias internacionales a un país. Esto último, es comparable a la estrategia de algunos fondos que adquirieron activos en España por factores puramente macro-económicos (la economía española experimentaba un crecimiento acelerado, el desempleo era bajo).

En su trabajo con Mac Gregor en 2000, Hoesli concluyó que las inversiones inmobiliarias se correlacionaban poco con las acciones y los bonos y que un mínimo de un 15% debería ser invertido en activos inmobiliarios en una cartera con activos diferentes. Hoesli utiliza un análisis ANOVA y matrices de correlaciones para demostrar sus hipótesis. Nosotros hemos utilizado similares metodologías.

No es que España no tuviera razones de diversificación geográfica, que sería óbice para que hubiera habido una inversión menos voluminosa. Según los autores anteriores fue por motivos económicos.

La volatilidad del retorno concretamente en España es mucho mayor que en las otras dos zonas indica un mayor riesgo y las medias no son diferentes, lo que indica que el

retorno de la inversión era similar en las tres zonas. Los criterios de rentabilidad y riesgo indican que a un mismo nivel de riesgo se escogerá aquella inversión con mayor retorno, o a mismos retornos se escogerá aquella inversión con menor riesgo y no ha sido así, porque a mismos retornos se ha seguido invirtiendo en España, donde había mayor riesgo. Por lo tanto, **queda validada la hipótesis 2ª y se han alcanzado los objetivos Principal y Secundario nº 4.**

6.3 Hipótesis 3ª

El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el número, (hipótesis 3.1), y volumen económico (hipótesis 3.2), y en metros cuadrados (hipótesis 3.3) de las inversiones realizadas por empresas de internacionales.

Hipótesis 3.1:

El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el número de operaciones de inversión inmobiliaria realizadas por empresas de internacionales.

Tabla 19: Número de operaciones de inversión terciaria realizadas entre 1998 y 2007

	Frecuencia	Porcentaje válido	Porcentaje acumulado
Válido 0= No Oficina	167	53,2	53,2
1=Alguno Sí	129	41,1	94,3
2= Los dos Sí	18	5,7	100,0
Total	314	100,0	

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Número de transacciones:

	Número	%	Standard Deviation
No Oficina en España	167	0.532	0,034
Comprador o vendedor con oficinas en España	147	0.468	0,034

Test: ¿Es 53.2% significativamente diferente a 46.8%? i.e. ¿Se pueden realizar más o menos transacciones cuando no se tienen oficinas de representación en España?

Resultado: z-test statistic = 0.475, p-value = 0.634

Conclusión: Debido a que el p-value es mayor que 0.05, concluimos que no existe diferencia significativamente en el número de transacciones sin tener oficinas en España vs. ,que la tuvieran alguno de los dos, (comprador o vendedor internacional), o los dos.

De las 314 operaciones de compraventa de edificios de oficinas y centros comerciales contamos con 167 operaciones en las que el vendedor o el comprador (ambos) no tenían una oficina en España en el momento de la transacción inmobiliaria. Esto representa un porcentaje del 53,2 % de las operaciones realizadas y analizadas, y prácticamente se igualan los porcentajes con respecto a que la tenían uno de los dos 129, (41,1% del total de operaciones) o que la tenían ambos 18, (5,7% del total de operaciones), por lo que la **hipótesis 3.1 no puede ser validada.**

Hipótesis 3.2:

El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el volumen de inversión inmobiliaria realizada en Euros por empresas de internacionales.

En el análisis de las transacciones por importe en miles de euros, las 167 transacciones anteriores representan un volumen económico equivalente a €K8.037.478 sobre un total de €K13.144.065, lo que da lugar a un porcentaje mayor 61,1%. El porcentaje aumenta probablemente porque los operadores locales pueden tener acceso a operaciones más detalladas y complejas. Algunos grandes fondos inmobiliarios internacionales operan en Europa desde sus países de origen. Son muchos los fondos que solo actúan, o abren oficina local una vez adquiridos desde el extranjero los inmuebles de gran tamaño.

Volumen de inversión en transacciones:

	Media (€)	Standard Deviation
No oficina en España:	39.635.066	48576520
1 o más oficinas en España:	34.048.490	28531099

Test: ¿Es 39.635.066 significativamente diferente de 34.048.490? I.e.,¿Son en conjunto las transacciones mayores en volumen económico cuando el comprador o el vendedor internacionales tienen oficinas en España?

Result: t-test statistic = 1.0406, p-value = 0.299

Conclusión: Como el p-value es mayor que 0.05, concluimos que no existe diferencia estadística significativa en el valor de las transacciones realizadas por empresas inmobiliarias internacionales sin oficina de representación en España vs. Aquellas en que uno o los dos tienen oficinas en España. El análisis demuestra que tampoco eso es significativo, ya que los fondos internacionales sin oficina local son más activos en volumen económico (61,1%), que aquellos que no la tienen por lo que **la hipótesis 3.2** tampoco queda validada.

Tabla 20: Operaciones de inversión terciaría en España durante 1998-2007 en Euros.

0= No oficina de representación en España por entidad extranjera (ni comprador ni vendedor)

1= Al menos uno de los dos, (comprador o vendedor), tenía oficina de representación en España.

2= Los dos, (comprador o vendedor), tenían oficina de representación en España.

<u>Resúmenes de casos</u>				
Importe (miles €)	0	1	2	Total
N	167	129	18	314
Suma €	8.037.478	4.360.656	745.931	13.144.065
Media €	48.129	33.804	41.441	41.860
Máximo €	800.000	200.000	90.152	800.000
Mínimo €	481	3.065	12.000	481

Hipótesis 3.3:

El hecho de tener una estructura, (oficina de representación con empleados), en España aumenta significativamente el volumen de inversión inmobiliaria realizada en metros cuadrados por empresas de internacionales.

Tabla 21: Operaciones de inversión terciaría en España durante 1998-2007 en m2.

	0	1	2	Total
Número de Casos	141	125	18	284
Suma m2	1.885.037	1.122.449	204.343	3.211.829
Máximo m2	108.805	45.000	18.340	108.805
Mínimo m2	350	1.300	2.882	350

Metros cuadrados

	Media (m2)	Standard Deviation
No oficina en España	13.658.413	15637.12
1 o más oficinas en España	9.889.466	8136.560

Result: t-test statistic = 2.178, p-value = 0.031

Conclusión: Como el p-value es menor que 0.05, concluimos que sí que existe diferencia significativa en el tamaño (m²) con no tener oficinas de representación en España vs. Que el comprador o el vendedor internacional la tuviesen o los dos. Cuando ninguna de las dos empresas internacionales tiene oficina de representación, el tamaño de las inversiones o activos es mayor, con lo cual valida lo contrario de nuestra hipótesis.

En cuanto al volumen en m² del aumento de las operaciones con inversores o desinversores internacionales sin oficina local, es de un 58% con lo cual tampoco queda validada la **hipótesis 3.3**.

En las tres sub hipótesis hemos alcanzado los objetivos Objetivo Principal y Objetivo Secundario nº 5.

No obstante el análisis anterior y sus resultados sigue existiendo la percepción general en el mercado que el hecho de tener una estructura en España favorece el número de operaciones. Tal y como se observa en las respuestas de los entrevistados en la pregunta 9 del cuestionario tipo likert, donde la pregunta número 9 enunciaba lo siguiente:

Pregunta 9 ¿Crees que el hecho de mantener una estructura en aquellos países donde invertisteis favorece una mejor calidad y cantidad en las inversiones? Si no es vuestro caso ¿crees que es algo importante/esencial?

Disagree 1-2-3-4-5 Agreed.

Y las respuestas fueron las siguientes:

Tabla 22: Respuesta a la pregunta 9 del cuestionario.

Estadísticos		Pregunta 9
		Estructura en España
N	Válidos	25
	Perdidos	1
Media		4,24

La mayoría de los encuestados aprueba el conocimiento local para las adquisiciones inmobiliarias (media de 4,24 sobre una escala de 5). Quizás la pregunta estaba mal enfocada ya que suelen confundirse los términos en cuanto a que se pone en la misma cesta cualquier transacción, y a su mayoría se la denomina inversión inmobiliaria. La mayoría de fondos inmobiliarios no adquieren terrenos para su promoción inmobiliaria, si no que adquieren edificios de oficinas o centros comerciales total o parcialmente alquilados. Estos edificios proporcionan una rentabilidad, y al margen de no ser productos homogéneos sí que los “benchmarks” o índices de rentabilidad y ubicación, así como los ratings de calidad de sus inquilinos suelen estar bastante estandarizados. Ello simplifica bastante el proceso de adquisición de un inmueble ya construido, y que se vende al mejor postor, este éste último en Londres, Paris o Frankfurt. Un simple viaje en avión resuelve una o varias visitas al inmueble. Una batería de abogados y consultores locales analizan el inmueble jurídica, económica y estratégicamente. Su

posterior administración queda en manos (normalmente) del bróker que ha presentado la operación, con lo que los aspectos locales se resuelven externalizadamente a nivel local, sin tener que contar con una oficina de representación y los gastos que ello conlleva. Esto ha sido una de las características que han representado una novedad en el periodo de estudio. En cierto tipo de inversiones (las que acabamos de mencionar), no es necesario disponer de oficinas locales para cierto volumen de inversión de acuerdo con las etapas de internacionalización de empresas de la Escuela de Uppsala, (Johanson and Valhe, 1977 y 2009) y (Calderón et al., 2007) (Lopez-Duarte y Gracia-Canal, 1998), donde las empresas en una etapa inicial de negocios optan por articularse a través de empresas socias en el extranjero hasta conocer en mayor profundidad el mercado y haber alcanzado una cifra de negocios aceptable. Queda recorrido para que los márgenes de los fondos se contraigan fruto del continuo crecimiento de éstos y deban adoptar estrategias de mayor riesgo como la promoción inmobiliaria, que no todos acometen y tengan que optar por una presencia internacional más extendida, abriendo sucursales en los países donde tengan inversiones e internalizar muchos servicios y procesos.

Cada vez son más los inversores que en aras a una correcta diversificación de sus carteras inmobiliarias recurren a esta fórmula, no exenta de riesgos, pero más fácil de manejar a nivel económico y estructural.

Sí que en situaciones de compras de otros tipos de activos: suelos para acometer edificaciones inmobiliarias (promoción inmobiliaria) o de activos de menor tamaño, el conocimiento local y las economías de escala, por tener una estructura local, hacen más necesarias las implantaciones locales. La promoción inmobiliaria es un apartado más complejo. Muchas veces corresponde a adquisiciones de suelos a distintos propietarios, a particularidades urbanísticas complejas, a regulaciones y aspectos locales que no solo cambian de país a país si no que dentro de un mismo país responden a diferentes legislaciones autonómicas. En ese sentido, y en muchos otros, la presencia local es algo significativamente a favor de conseguir un mayor número de proyectos a acometer. No obstante, la inversión inmobiliaria internacional ha adquirido una serie de patrones

comunes en la mayoría de países, como hemos visto con anterioridad en el marco teórico.

Las leyes tienen un carácter local y nacional marcado, pero al mismo tiempo intentan homogeneizarse, o al menos tienen una serie de parámetros de fácil traducción al entendimiento de los fondos internacionales inmobiliarios de inversión. Los consultores internacionales utilizan una serie de buenas prácticas comunes. El aumento de la inversión inmobiliaria internacional ha ido acompañada del crecimiento geográfico de consultores inmobiliarios internacionales, que son los “ojos y los oídos” locales para los fondos extranjeros.

7. CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN.

En esta tesis hemos alcanzado el objetivo principal del capítulo 2 realizando un exhaustivo recorrido por la inmobiliaria terciaria en España durante 1998 a 2007 (Objetivo principal), ahondando dicho conocimiento en el sector de los fondos inmobiliarios internacionales (Objetivo secundario 1). Hemos explorado las razones de las asimetrías de intereses con sus accionistas en estos vehículos de inversión (Objetivo secundario 3). Se han analizado las inversiones inmobiliarias cotizadas en España durante 1998 a 2007 encontrando razones diferentes a las de rentabilidad/riesgo confirmando los trabajos de Wheaton (1996) (hipótesis 2ª y Objetivo secundario 4). Hemos encontrado una nueva herramienta de medición de actividad a través de un nuevo parámetro la velocidad de las transacciones (Objetivo secundario 2 e hipótesis 1ª), adaptando la Ecuación de Fisher al mercado inmobiliario de oficinas en 6 ciudades europeas. Hemos concluido que en la inmobiliaria de empresa no es esencial la internacionalización a través de filiales para poder tener inversiones terciarias en diferentes países (Objetivo secundario 5 e Hipótesis 3.1, 3.2, y 3.3), en cuanto a volumen de inversión, de metros cuadrados y número de operaciones. Se ha realizado un estudio de la inversión inmobiliaria sostenible y detectado como al contrario que en EEUU y otros países en España se encuentra en un estado embrionario y al que se le da aun poca importancia dentro de lo relevante que es este asunto (Objetivo secundario 6). Por último hemos realizado una entrevista a 29 directivos del sector inmobiliario internacional en España para conocer algunas de sus opiniones sobre el mercado inmobiliario durante 1998 a 2007 (Objetivo secundario 7).

En cuanto a los resultados de las hipótesis, hemos observado que frente a las herramientas tradicionales de medición de actividad de mercados se precisan nuevos índices de medición. Precisamos medir con nuevos índices las potenciales burbujas en algunos mercados. Con la adaptación de la Ecuación Cuantitativa del Dinero desarrollada por Fisher (2011) al mercado de inversión de oficinas, en seis ciudades

diferentes hemos medido las velocidades del dinero en las transacciones inmobiliarias por trimestres. La velocidad del dinero, “ceteris paribus” ha sido una variable de medición para estudiar inflaciones. Nosotros la hemos adaptado al sector inmobiliario de empresa para estudiar la “inflación inmobiliaria” o creación de burbujas. La inclusión de más parámetros de medición, (desempleo, inflación, disponibilidad financiera, GDP,) adaptándolos dentro de dicha ecuación en un futuro, podrá hacer de dicha idea una herramienta de medición más sofisticada y eficaz como indicador de investigación de mercados inmobiliarios. Posen (2010) apuntaba en la necesidad de dotar a los reguladores financieros de una “caja de herramientas” mayor para controlar las burbujas. En este estudio hemos encontrado la viabilidad de una de ellas. Conociendo la velocidad del dinero en un sector empresarial es posible detectar indicios de una burbuja.

Las transacciones inmobiliarias internacionales son mayores y más frecuentes, la interconectividad de las economías locales es mayor y la distribución de los riesgos es global; es lógico que los estados y organismos económicos internacionales tomen medidas para atajar en lo máximo posible los excesos cometidos hasta el momento. La desregularización y la apertura de los mercados de capitales, así como la globalización tienen su lado positivo y el negativo. Hay que limitar y mitigar los aspectos negativos en la mayor medida posible.

Dentro de este escenario de la globalización del sector inmobiliario de empresa, hemos tenido un rápido crecimiento de los vehículos de inversión transnacionales, hemos tenido una desregulación financiera (o la regulación ha venido retrasada en cuanto a cambios en los escenarios), e integración financiera. Han aparecido nuevos instrumentos financieros como la titulación de activos y derivados inmobiliarios y se ha acelerado el circuito del riesgo.

Respecto a nuestra 2ª hipótesis, en el mercado de inmobiliaria de empresa, durante el periodo de estudio no se siguieron estrictamente criterios de rentabilidad/riesgo, a

mismo riesgo las inversiones deben buscar mayor rentabilidad, o a igual rentabilidad el menor riesgo. Pudiendo éstas inversiones haber sido acometidas por diversas razones en las que podría encontrarse la diversificación. La diversificación como forma de reducir el riesgo global de una cartera de inversiones es una forma de estrategia más. Mueller (1992), afirma que una economía productiva afectaba la demanda de activos inmobiliarios terciarios, es decir la actividad económica lleva parejos el desarrollo de mercados inmobiliarios terciarios. En concreto la creación de empleo es uno de los factores que según Mueller favorecen el desarrollo de la inversión internacional. En España durante el periodo de estudio se crearon más de la mitad de los puestos de trabajo de la UE, este incremento del empleo dio paso a un mayor consumo de bienes mobiliarios, inmobiliarios y financieros que hicieron crecer vertiginosamente la actividad económica por lo que ha quedado probado que no fueron razones de rentabilidad/riesgo las que imperaron en la toma de decisiones en la inversión inmobiliaria internacional en España dentro de los mercados cotizados. Tras los trabajos de Hoesli (2004) y Eichholtz (1996), el proceso de diversificación de grandes carteras de inversión afectó al sector inmobiliario, principalmente de empresa.

En cuanto a la tercera hipótesis la estrategia de la ventaja en costes, puede funcionar en un mercado de inversión inmobiliaria internacional donde el hecho de adquirir inmuebles desde un país a otro no requiere expandirse a través de redes de oficinas de representación internacionales, que representan una mayor estructura de costes fijos. Dicha estrategia de ser competitivos en costes permite a algunos fondos de inversión inmobiliaria internacional el acceso a mercados extranjeros articulándose a través de consultores inmobiliarios internacionales. Lo que les garantiza estándares comunes de información y servicio en diferentes economías a estos vehículos de inversión. De esta forma se cumplen los postulados de las etapas secuenciales de internacionalización expuestas por Johanson and Valhe 1977 y 2009 de la Escuela de Uppsala. No obstante, ello no impide que existan las asimetrías que representan los costes de agencia entre consultores e inversores de los fondos y los gestores de éstos últimos Objetivo Secundario 4. Así mismo, existen algunos fondos de inversión inmobiliaria que no solo

optan por una diversificación geográfica de sus inversiones, sino también de sus estructuras funcionales y de recursos humanos, ello puede ser debido a una estrategia de imagen y representatividad que no está siempre reflejada en sus resultados.

Las grandes transacciones inmobiliarias internacionales no tienen por qué seguir las pautas comunes de internacionalización de las empresas industriales. Éstas normalmente operan abriendo sucursales, distribuidoras representativas o transferencias de tecnología desde el origen al país destino. Al contrario cada vez más, y debido probablemente a los márgenes con los que trabajan, pueden apoyarse en empresas de servicios locales con carácter internacional y no ser necesaria la apertura de sucursales en el exterior. Ello es un claro indicador de que es un mercado en sus albores y que dispone aún de recorrido para seguir creciendo.

Dentro de la estructura y funcionamiento de estos fondos, y del marco teórico que ha sustentado su creación y desarrollo, tendrá una importancia crucial el desarrollo de políticas de inversión responsable. Así como la importancia sobre su futuro el hecho de ser respetuosos con el medio ambiente y de reducir los costes de agencia en el sector.

Las crisis inmobiliarias suelen ser cíclicas y afectan según diversos estudios a un periodo de entre 5 y 7 años; un ejemplo lo tenemos con la crisis de principios de los años 90 que acabó en el año 96-97. La diferencia de las crisis inmobiliarias con otros tipos de crisis es la falta de liquidez y su fuerte exposición del sector bancario. La explosión de una burbuja inmobiliaria tiene un mayor calado aún. Nunca en nuestro país quebraron y tuvieron que ser rescatadas tantas instituciones financieras a la vez. Ni se destruyeron tantas empresas, puestos de trabajo y familias desahuciadas de sus hogares por causas financieras.

El 75% de las inversiones extranjeras directas internacionales han sido en operaciones de fusiones o adquisiciones, (UNCATD World Investment Report, 2008), esto es una orientación hacia la compra de activos existentes y no a la generación de activos nuevos, lo que indica que ha sido un proceso mayormente orientado a la concentración empresarial que a la creación de valor.

Pero mientras el sector financiero ayuda a dicha concentración empresarial, el sector inmobiliario crea valor y añade valor. Las cifras de empleo en sectores como el inmobiliario o la construcción, al menos en nuestro país, casi siempre han sido altas y algunas de las empresas españolas constructoras son líderes mundiales.

También en España confluyeron una serie de factores que acrecentaron la burbuja de la inmobiliaria de empresa. Es difícil probar una burbuja, cuando de por sí no existe una definición exacta de esta última en el mundo económico. A pesar de ello, numerosos analistas y académicos concluyen que sí la hubo, al menos, en el sector residencial.

En el sector de la inmobiliaria de empresa también hubo una burbuja, al juntarse los beneficios del sector inmobiliario residencial con los flujos de capitales del exterior, queriendo invertir sobre el mercado terciario a la vez.

LIMITACIONES

Limitaciones en la obtención de información de fuentes primarias:

Puede existir cierto sesgo pues algunos de los entrevistados tomaron decisiones durante el periodo de estudio de esta tesis, que podrían hoy en día no tener sentido económico en cuanto a su viabilidad por fundamentales. También han existido cambios organizativos en muchas empresas y ha sido difícil encontrar disponible toda la muestra.

Limitaciones en la obtención de la información de fuentes secundarias

Limitaciones en la base de datos de a la primera hipótesis

La empresa CBRE en España se negó a facilitar la información necesaria y se consiguió la misma información desde su central en Londres tras una reunión en persona en sus oficinas. A pesar de que el periodo de estudio es desde 1998 a 2007, que fueron los años de la expansión del sector inmobiliario en España, la base de datos fidedigna comenzaba en el año 2003 hasta el 2013. Debido a que la intención era adaptar una fórmula económica clásica a un mercado inmobiliario (en este caso el de oficinas en diferentes ciudades europeas) hemos creído suficiente dicha información ya que el objetivo era la adaptabilidad de una fórmula.

Limitaciones de la base de datos de la segunda hipótesis

Respecto a la segunda hipótesis el EPRA facilitó en Bruselas la información y base de datos necesaria. Los retornos de los mercados inmobiliarios han sido mensuales mientras que los datos riesgo país eran anuales o semestrales según el caso. Las informaciones sobre el riesgo país no tienen la exactitud que ofrece un mercado público y sus variaciones son en base a unos criterios y variables preestablecidos que se publican con una mayor cadencia. Además, en los retornos de la Unión Europea estaban incluidos los retornos españoles y no ha sido posible aislarlos.

Limitaciones de la base de datos de la tercera hipótesis

Algunos consultores no han querido colaborar activamente en proporcionar información de mercado que es la base de su facturación de honorarios vía la intermediación y la consultoría. Sólo la empresa JLL en Madrid accedió al comienzo de escribir esta tesis a facilitar la información para la validación de la hipótesis 3ª. Se depuró la base de datos de la empresa en cuanto a: 1: la información no podía darse en su totalidad, ni darse nombres de las empresas a menos de que ello fuera “in situ”, 2: dicha información debía ser contrastada con otras fuentes secundarias y primarias para no malograr los resultados.

Cambios organizativos en la empresa JLL resultó posteriormente una falta de apoyo en esta investigación.

Las limitaciones principales han sido la obtención de las bases de datos. Al ser el sector inmobiliario un sector que no goza de la transparencia de otros activos, la información y el análisis de ésta última revisten directamente en los beneficios de las consultoras, que principalmente se basa en la intermediación de activos y no en la consultoría. Parte de la información se ha conseguido en el extranjero y firmando documentos de confidencialidad.

Tampoco las bases de datos de las consultoras muestran toda la información posible ya que muchas transacciones en las que las consultoras están involucradas forman parte de estrictos acuerdos de confidencialidad.

Igualmente no existen series históricas estrictamente fiables antes de principios de los años 2000, ello es debido a que en nuestro país el sector de la inmobiliaria de empresa y la residencial estaban prácticamente unidas y la consultoría era vista como algo que hacía perder valor a dichas empresas en vez de ganarlo.

FUTURAS LINEAS DE INVESTIGACIÓN

Una vez establecida la adaptación de la Ecuación Cuantitativa del Dinero de Fisher al mercado inmobiliario de oficinas en 6 ciudades europeas, ésta adaptación podría probarse en mercados que actualmente den indicios de formación de burbujas.

La adaptación de un modelo complejo en cuanto a la medición de posibles burbujas en un sector es algo necesario. Un número mayor de variables pueden añadirse a la adaptación de la Ecuación Cuantitativa del Dinero realizada en este estudio para abordar la complejidad del mercado inmobiliario desde una perspectiva rigurosa. Sobre la cual puedan apoyarse desde los legisladores a las empresas inmobiliarias para evitar posibles excesos de falta de prudencia a la hora, tanto de acometer inversiones como de financiarlas.

Se precisa una reflexión sobre el valor de uso del sector de inmobiliaria de empresa. Es uno de los lugares más importantes para lograr mejoras en la sostenibilidad. En España la inversión inmobiliaria socialmente responsable y la inversión inmobiliaria sostenible se encuentran en un periodo inicial en el que es importante recabar información y conseguir estandarizar y regular dichas prácticas sostenibles en el sector.

Las nuevas formas de entender el sector inmobiliario de empresa como un medio de aportación de valor social (salud laboral de sus inquilinos, edificios descontaminantes, edificios “verdes” y de nulo consumo energético), posiblemente serán las que adopten los futuros líderes del sector. En este sentido, existe verdadera carencia de trabajos académicos al respecto fuera de los estudios técnicos o arquitectónicos y no bajo una perspectiva global.

La continuación del análisis decenal del sector inmobiliario de empresa, desde una perspectiva académica y agregada, podrá dotar de una imagen más completa de este sector a sus estudiosos y participantes. Muchos estudios de consultoría carecen del rigor científico necesario, y están enfocados a la perpetuación del arbitraje inmobiliario como

fin principal de las consultoras. Hace falta una reflexión más profunda y objetiva al respecto sin caer en el exceso, o bien de optimismo, o de pesimismo.

La reducción de la exposición al riesgo inmobiliario por parte de los bancos que promulgan los nuevos acuerdos de Basilea, transformará notablemente en los futuros años el sector inmobiliario. Será necesario un nuevo ejercicio de reflexión histórica al respecto.

BIBLIOGRAFÍA

- Adam, S. (2006): “*Why Central Banks Should Not Burst Bubbles*”. International Finance 9:1.
- Addae-Dapaah, K. (2006): “*Real Estate Portfolio Diversification by Sources of Return*”.
- Addae-Dapaah, K. (2010): “*Industrial Real Estate Investment. Does the contrarian strategy work?*”
- Alheit, P. - Roskilde (1995): *Education, Culture and Modernization: Contributions to the First International Summer School "Adult Education, Culture and Societal Change"*, Anogia/Crete. Adult Education Research Group, Roskilde University Centre. Denmark.
- Allen, F. - Santomero (1998): “*The Theory of Financial Intermediation*”, Journal of Banking and Finance 21, pp. 1461-1485.
- Alonso et Al. (2005) “*Financial Decisions and Growth opportunities: A Spanish firm's Panel Data Analysis*”. Journal of Applied Financial Economics, 15, pp. 391-407.
- Amat, O. (2009): “*Euforia y Pánico: Aprendiendo de las Burbuja*”, (3ª Ed.) Bresca (Profit Editorial).
- Apeseche, F. (2009): *Today's Real Estate Private Equity Funds: Why a Successful Long Term Alignment Exists Between Investors and Sponsors*.
- Arditti, F. (1974): “*A note on discounting the components of an income stream*”, The Journal of Finance, July.

Asociación Luxemburguesa de Fondos de Inversión Inmobiliarios (2010): *Luxembourg Real Estate Funds*.

<http://www.alfi.lu/>

Assenmacher-Wesche et Al. (2008): “*Can Monetary Policy really be used to stabilize asset prices?*” Vox.

Atisreal (2002 y 2004): *Informe Mercado Inversión* .

Balin, Bryan J. (2008): “*Basel I, Basel II and Emerging Markets: A Nontechnical Analysis*.”

Banier, C. – Fecht, F. –Tyrell, M. (2007): “*Open-end real estate funds in Germany- genesis and crisis*.” Discussion Paper. Deutsche Bundesbank Series2: Banking and Financial Studies N° 04.

Barclay, M. et Al. (1995): “*The maturity Structure of Corporate Debt*”, Journal of Finance 50, pp. 609-631.

Basle (1994): “*Basle Capital Accord: the treatment of the credit risk associated with certain off-balance-sheet items*”, Committee on Banking Supervision.

Basle (2014): “*A Brief History of the Basel Committee*”, Committee on Banking Supervision.

Baue, B. (2006): “*The Growth of Green Building Funds*”. Sustainability Investment News, Nov 30th.

Baum, A. (2008): “*Unlisted Property Funds: supplying capital to developing property markets?*”.

Baum, A. (2012): “*Have property funds performed?*”, A ULI Europe Policy and Practice Committee Report.

Baum, A. (2013): “*The role of financial leverage on the performance of core, value-add and opportunistic private equity real estate funds*”. Preprint submitted to the Journal of Portfolio Management 1-Feb-13.

Bellod Redondo, J. F. (2007): “*Crecimiento y especulación inmobiliaria en la economía española*”, Universidad Politécnica de Cartagena, Publicado en “Principios” N°8.

Bergheim, S. (2007): “*Spain 2020 – The Success Story Continues*”, Deutsche Bank Research, September.

Bernake, B. (2012): “*Bernanke Denies Fed Rate Policy Caused Housing Bust*”.
<http://blogs.wsj.com/economics/2012/03/22/bernanke-denies-fed-rate-policy-caused-housing-bust/>.

Bernake, Gertler - Gilchrist. (1999): “*The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*”, Handbook of Macroeconomics, vol. 1.

Bernanke, B. (2010): *At the Annual Meeting of the American Economic Association*, Atlanta, Georgia, January 3.
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>.

Bernanke, B. S. - Blinder, Alan S. (1992): “*The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*”, American Economic Review 82 (4), pp. 901–921.

Bernardos G. (2007) “*Como invertir con éxito en el mercado inmobiliario*” Ed. Netbiblo.

Bhagwati, J. (2005): “*En defensa de la globalización: El rostro humano de un mundo global*”, Editorial Debate, Edición: 001 (13 de mayo).

Bhattacharya, S. - Thakor A. (1993): “*Contemporary banking theory*”, Journal of Financial Intermediation, 3 2-50.

Black, F. - Scholes, M. (1975): "*The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns*", Journal of Financial Economics.

Black, F. (1972): "*Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*", Journal of Business, 45, 444-455.

Borísov, Z. - Makárova (1965): *Diccionario de economía política*, <http://www.eumed.net/cursecon/dic/bzm/r/rentabilidad.htm>.

Bosak, A. – Mayer, B. - Vogel (2007): *Real Estate Asset Management*. Ed. Europolis. Vienna, Austria.

Bowen, H Mc Coy (2007): "*The Dynamics of Real Estate Capital Markets*". Urban land Institute Washington D.C.

Bradford et Al. (1999): "*Global Real Estate Markets: Cycles and Fundamentals*" Yale University.

Bradham, A. – Eldestein, R. – Tsang, D. (2008): "*Global Financial Integration and Real Estate Security Returns*", Real estate Economics. Vol.36, Issue 2, pp. 285-311.

Brealey, R. A. – Myers Stewart, C. (1988): "*Principles of Corporate Finance*", McGraw-Hill, nº1, January.

Brigham, E. (1969): "*The Cost of Capital to Small Firms. The Financing of Small Business: A Current Assesment*", I. Pfeffer (Ed.) Mac Millan Company, New York, Chapter 5.

Brounen et Al. (2006): "*Transparency in the European Non –Listed Real Estate Funds market*", Journal of Real Estate Portofolio Management, vol. 13, nº 2, pp. 107-117.

Brueggeman, W. & A.H. Chen & T.G. Thibodeau, (1992): "*Some Additional Evidence on the Performance of Commingled Real Estate Investment Funds*", Journal of Real Estate Research, American Real Estate Society, vol. 7(4), pp. 433-448.

Bueno E. (2005): *“Estrategias en el sector Inmobiliario”*, Ed. Diaz de Santos. Madrid 2005.

Buetow, Gerald (2001): *“Monetary Policy Implications”*. The Real Estate Asset Allocation Decision.

Calderón – Cervera – Turbijellas – Fayos (2007): *“Selección del modo de entrada en un mercado internacional: valoración de las capacidades empresariales, la estrategia empresarial y la percepción de los problemas de la internacionalización”*, Tribuna de Economía, Nº 839.

CalPERS (2008): *Real Estate Partners Reduce Power Use - New Green Fund Established*, Press Release, June 17.

Case, K. E. – Shiller, R. J. (2003): *“Is There a Bubble in the Housing Market?”* Brookings.

CBRE, International Investment Outlook (2008-9-10):

<http://www.cbreglobalinvestors.com/Pages/default.aspx>.

Cerón Cruz, J.A. (2008): *“Crisis financieras internacionales, teorías explicativas y propuestas de reforma del Sistema Monetario: el caso de las subprime”*.

Chen J. - Hobs P. (1998): *Global Real Estate Risk Index*. The Journal of Portfolio Management, vol. 29, nº 5: pp. 66–75DOI: 10.3905/jpm.2003.3.

Cheng P. - Roulac S.E. (2007): *“Measuring the Effectiveness of Geographical Diversification”*, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 13, No. 1, pp. 29-44.

CISDM (2006): *“The Benefits of Real Estate Investment”* Update. Massachusetts Amherst University.

CORENET and JLL, Green buildings Survey

http://www.joneslanglasalle.com/ResearchLevel1/JLL_Perspectives_on_Sustainability_CRE_2008-2009_Final.pdf.

Cummings, J. - Ellis, K. (2011): *Risk and return of illiquid investments: A trade-off for superannuation funds offering transferable accounts*, Australian Prudential Regulation Authority Working Paper.

Cushman and Wakefield, International Investment Atlas, 2008-2009-2010-2011.
<http://www.cushmanwakefield.es/en-gb/research-and-insight/2014/international-investment-atlas-summary>.

Davidson, M. L. (1972): *Univariate versus multivariate tests in repeated-measures experiments*. Psychological Bulletin, Vol 77(6), 446-452.

De Witt, D.P.M. (2008): *Real Estate Portfolio Management Practices of Pension Funds and Insurance Companies in the Netherlands: A Survey*, Journal of Real Estate Research, (1996) 11, 2, pp. 131-14.

DEGI Research (2008): *Real Estate FOCUS*, "Green buildings, green washing and future green values", October.

Di Clemente, R. V. - Burnham (1995): *Policy Rules Shed New Light on Fed Stance*, Economic and Market Analysis: Monetary Policy Update, Salomon Brothers.

DiPasquale, D. – Wheaton, W. (1992): *"The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework"*, Real Estate Economics, American Real Estate and Urban Economics Association, vol. 20(2), pp. 181-198.

Dirk, P.M. (1996): *Real Estate Diversification Benefits*.

Drury, G. (2009): *"Environmental Finance. Green Profit"*. SIMI, March, pp.05-13.

Dugdale, J. P. (2007): *European Property Funds*, Freemans Guide to European Property.

Dugdale, P. (2005): *White Paper on Real Estate Funds* SJ Berwin Co.

<http://www.app.org.uk/workshops/18/impact-of-stamp-duty-land-tax-on-partnerships>.

Dugdales, J. P. (2005): *Real State Funds, Working Paper*, Berwyn Co.

Dumrauf (2004): *Métodos de valuación de empresas basados en comparables (“múltiplos”)*

<http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/>.

Echainz, P. “*Vivir al estilo Kyoto*”, La Vanguardia Magazine 3-05, pp.68-69.

Edelen, R. (1998): *The Wharton School, University of Pennsylvania*, Philadelphia, Risk Management and the Corporate Real Estate Portfolio, American Real Estate Society Annual Meeting, 2002.

Edelen, R. (1999): “*Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds*”, Journal of Financial Economics 53 (1999), pp. 439-466.

Edelen, R. (2010): “*Revisiting the Case for Global Real Estate Securities. Examining the Long-term Evidence*”, ING Clarion Real Estate Securities.

Edelen, R. (2010): “*The Role of Listed Real Estate in an Income Portfolio*” ING Clarion Real Estate Securities.

EDHEC (2005): *Risk and Asset Management*, Research Centre, “*The right place for alternative betas in hedge fund performance: an answer to the capacity effect fantasy*”.

Edwards, V. - Ellison (2004): “*Corporate Property Management. Aligning real estate with business strategy*”. Blackwell Publishing.

Eichholtz, M.A. (1996): “*Does International Diversification Work Better for Real Estate than for Stocks and Bonds?*”, Financial Analysts journal.

Eichholtz, P.M.A. - Huisman, R. - Koedijk, K. – Schuin, L. (1998): “*Continental Factors in International Real Estate Returns*”, Real Estate Economics, 26, 493-509.

Eichholtz, P. et Al (2008): “*Doing Well by Doing Good?*”, Green Office Buildings.

Eisenhardt, K. (1989): “*Agency Theory: An Assesment and Review*”. Academy of Management Review, vol. 14, nº 1, pp. 57-74.

Elton, E. – Gruber, M. (1977): “*Risk Reduction and Portfolio Size: An Analytical Solution*”, The Journal of Business 02/1977; 50(4): 415-37.

Erce, A. – Gutiérrez, S. (2011): “*El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis*”, Banco de España 90 Boletín Económico.

Evan, W.M. & R.E. Freeman (1988): “*A Stakeholder Theory of The Modern Corporation: Kantian Capitalism*”, T.L. Beauchamp and N.E. Bowie (eds.), Ethical Theory and Business, 3^a ed. (Englewood Clifs).

Fabozzi, F. - Focardi S. – Jonas, C. (2010): *Investment Management after the Global Financial Crisis*, The Research Foundation of CFA Institute.

Fabozzi, F. – Schiller, R. et Al. (2010): “*Property Derivatives for Managing European Real-Estate*”, European Financial Management, vol. 16, pp. 8–26, January.

Farhi, E. –Tirole, J. (2012): *Bubbly Liquidity*. Review of Economic Studies, Oxford University Press, vol. 79(2), pages 678-706.

Farrás, L. (2009): “*Viviendas sin malos humos*”, La Vanguardia 8-05, p. 31.

Fisher Irving. (1911): “*The Purchasing Power of Money*” The Mac Millan Co. New York 1922.

<http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshPPM.html>.

Flores Ruiz, D. - Barroso González, M. (2009): “*Análisis de la competencia en la actividad turística*”. Septem Ediciones, Oviedo.

Fotopoulos, T. (1994): *“The crisis of the growth economy, the withering away of the nation-state and the community-based society”*.

Frank, P. (1996): *“Today’s Real Estate Private Equity Funds, Why a successful long term alignment exists between investors and sponsors”*.

Freeman, R. E. - Evan, W. M. (1990): *Corporate governance: A stakeholder interpretation*, The Journal of Behavioral Economics, 19 (4), pp. 337-359.

Froot, K. - Scharfstein, S. – Stein, J. (1993): *“Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”*, The Journal of Finance Vol. 48, No. 5 (Dec.), pp. 1629-1658.

Froyen, R.T. (1990): *Macroeconomics, Theories and Policies*, Third Edition, Mc Millan.

Fuerst F. and McAllister P. (2011): *Green Noise or Green Value? Measuring the Effects of Environmental Certification on Office Values*. Journal of Real Estate Economics V39 1: pp. 45–69.

Fung, W. and Hsieh, D. (2003): *“The risk in hedge fund strategies: alternative alphas and alternative betas, extract from Managing the risks of alternative investments”*.

Galeano, E. (1997): *Open Veins of Latin America: Five Centuries of the Pillage of a Continent* – January 1.

<http://multiworldindia.org/wp-content/uploads/2010/05/eduardo.pdf>.

Gallardo, F. - Lamothe, P. - Méndez, M. (2010): *Herramientas de gestión de riesgos basadas en modelos de simulación para carteras de activos inmobiliarios*. Análisis Financiero n° 112, pp. 06-17.

Gallinelli, F. (2004): *“What Every Real Estate Investor needs to Know about Cash Flow”*, Mac Graw Hill, New York.

García, M. (2007): *Deconstruyendo la burbuja: expectativas de revalorización y precio de la vivienda en España*, Papeles de economía española, ISSN 0210-9107, nº 109, pp. 44-75.

Garrigan, R. - Parsons J. (1997): *“Real Estate Investment Trusts. Structure, Analysis and Strategy”*, Mac Graw Hill.

Gavira, M. (2009): *“Reindustrializar con energías renovables”*, La Vanguardia, 12-04, p. 2.

Gedalovich - Shapiro (1998): *Management Ownership Effects: Evidence from 5 Countries*. Strategic Management Journal, vol. 19, pp. 533-553.

Gelter, D. – Miller, N. (2001): *“Commercial Real Estate .Analysis and investments”*, Southwestern publishing.

Gerald, W. – Buetow (2001): *“The Real Estate Asset Allocation Decision: Monetary Policy Implications”* Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 7 nº 3.

Gibson, A. (2002): *“Risk Management and Corporate Real Estate Portfolio”*.

Giliberto, M.S. (1990): *Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate Returns*. Journal of Real Estate Research, 5:2, pp. 59-63.

Giovannini, A. – Jorion, P. (1989): *“The Time Variation of Risk and Return in the Foreign Exchange and Stock Markets”*, The Journal of Finance, vol. 44, Issue 2, pp. 307–325, June.

Gómez-Bezares, F. - Angel Larrínaga, M.A. (1998): *Diversificación Internacional de Riesgos Análisis Financiero*, nº 74, pp. 10-17.

Gómez-Bezares, F.- Larrínaga, M. A. (1998): *“Aproximación gráfica a la diversificación internacional de riesgos”*, Publicado en Análisis Financiero, nº 74, pp. 10-17.

González, L. (2006): *Banco de España. II Seminario sobre Basilea II Validación de modelos avanzados en el Pilar 1*. Madrid, 14 al 17 de noviembre.

Greenspan, A. (1997): *Remarks at 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University*, Stanford, California, September 5.

Gurkaynak, R. (2005): *Econometric Test of Asset Price Bubbles: Taking Stock*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington.

Hakansson, Nils (1971): "On Optimal Myopic Portfolio Policies, With and Without Serial Correlation of Yields", *Journal of Business*, vol. 44, nº 3, pp. 324-334.

Hakansson, Nils (1974): *Convergence to Isoelastic Utility and Policy in Multiperiod Portfolio Choice*, *Journal of Financial Economics*, 1, nº3, pp. 201-224.

Harvard, T. (2002): "Investment Property Valuation Today". *Estates Gazette*, Oxford.

Harvey, J. - Cheigh, J. (2011): "The Truth About Real Estate Allocations Part II: Evaluating Risk and Return", *Insight* September, Coheen and Steerns.

Herring, R. and Wachter (2002): "Bubbles in Real Estate Markets". Zell/Lurie Real Estate Centre.

Hoesli, M. - MacGregor, B. D. (2000): *Property Investment—Principles and Practice of Portfolio Management*, Harlow: Longman, Chapter 10.

Hoesli, M. (2004): "International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier", University of Geneva.

Hoesli, M. (2004): *International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier?* University of Geneva.

Hoyt, H. - Siegel, L. (1984): "Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments", *AREUEA Journal*, Vol. 12, No. 3.

Hoyt, H. (1933): *One Hundred Years of Land Values in Chicago*, University of Chicago Press.

Hoyt, H. (1960): "*The Urban Real Estate Cycle -- Performances and Prospects*", Urban Land Institute Technical Bulletin 38, Washington, D.C., June.

Hoyt, H. (1960): *The Urban Real Estate Cycle - Performances and Prospects*, Urban Land Institute Technical Bulletin 38, Washington, D.C., June.

Hudgins, M. (2009): *New Growth in Green Real Estate Funds?* Jan 6, King Sturge, Sustainable report EPSM.

Huratdo, R. (2011): *Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias*. Observatorio de Divulgación financiera. Nº 5 Junio 2011.

Huynh, H. – Feldt, L.S. (1970): "*Conditions under which mean square ratios in repeated measurements designs have exact F-distributions*", J. American Statistical Association, 65(332): 1582-1589.

Hyang, K. (2008): *Extreme returns and value at risk in international securitized, Real estate markets. Investors and the assessed performance of open-end mutual funds*.

IESE Business School Working Paper No. 868.

IESE Business School Working Paper No. 935, June 17.

INREV / ANREV / NCREIF Fund Manager 2006-2009 Survey:

<https://www.inrev.org/library/publications/208-inrev-anrev-fund-manager-survey>.

International Monetary Fund, World Economic Outlook 2008-2009-2011:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/01/>.

Internationalization Process: *A Note on the Uppsala Internationalization Process Model*". Management International Review, 46(2): 165-178.

IPD Real Estate 2008-2009:

<https://www.msci.com/real-estate>.

IPD, Funds Classification 2006:

<https://www.msci.com/search>.

Jeanne, O. (2010): “*Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach*”.

Jensen, M. - Meckling, W. (1976): *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, 3 (4), pp. 305-60.

Jensen, M. C. (1986): “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, American Economic Review, American Economic Association, vol. 76 n°.2, pp. 323-329.

Jhonson, S. (2013): *Shariah funds offer responsible investing*, Financial Times, Feb. 24, <http://www.ft.com/cms/s/0/aab6dd18-79e1-11e2-9dad-00144feabdc0.html>.

Jhonson, S.: *Sharia Compliant Funds Offer Responsible Investment*.

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/aab6dd18-79e1-11e2-9dad-00144feabdc0.html>.

JLL, Global Real Estate Capital (2008):

<http://www.jll.com/gmp>.

Johanson, J. & Vahlne, J.-E. (2009): “*Commitment and Opportunity Development in the Internationalization Process: A Note on the Uppsala Internationalization Process Model*”. Management International Review, 46(2): 165-178.

Johanson, J. - Vahlne, J.E. (1977): “*The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing foreign market commitments*”, Journal of International Business Studies, 8 (1): 23-32.

Jones Lang Lasalle (2008): *Global Real Estate Capital*.

Jones, Lang Lasalle (2006): *Global Real Estate Capital, More Markets, More competition*, March. Paper on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings.

Kashyap, R. - Rajan - Stein (2008): *“Rethinking Capital Regulation”*, Harvard University.

Kimbal, D. (1996): *Financial Services & Financial Institutions, Value Creation in Theory and Practice*, Prentice-Hall.

Kinsey, M. (2010): *“Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences”*, Global Institute.

Kohen - Santomero (1980): *“Regulation of bank capital and portfolio risk”*, Journal of Finance 35, pp. 1235–1244.

KPMG, Simi March 2008, State of the Investment Management Industry in Europe
<http://www.kpmg.com/ZA/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Financial-Services/Documents/EuropeSIMI-mar-2008.pdf>

Krugman, P. (2010): *“Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap”: A Fisher-Minsky-Koo approach”*, Eggertsson (NY Fed), Princeton.

Lafraya, C. (2009): *“El Gobierno Prima La Banca con los Nuevos Fondos Inmobiliarios”* La Vanguardia .Enero 24, p.63.

Lamb, K. (2007): *The Emergence of Global Real Estate*, Investopedia.

Laposa, S. - Alford - Trifilo (2005): *Global real estate funds -trends and issues*, The Lëtzebuenger Journal.

Legrain, P. (2003): *“In Defense Of Globalization, Why cultural exchange is still an overwhelming force for good”*, The International Economy.

Levi, M. (2010): *International Finance*, 5th Edition Routledge.

Levitt, R. (2009): "*Individual and Community Action to reduce Earth's carbon footprint*", p.16, London Summit G-20, April 2nd, Official Press Release.

Lieser, K. - Groh (2011): "*The Attractiveness of 66 Countries for Institutional Real Estate Investments: A Composite index approach*".

Lieser, K. - Groh, A. (2011): "*The Determinants of International Commercial Real Estate Investment*". IESE B.S. Working Paper 935.

Lieser, K., Groh (2011): "*The Determinants of International Commercial Real Estate Investment*".

Lopez-Duarte, C. - Garcia-Canal, E. (1998): "*La estructura de propiedad de la inversión directa en el exterior*". Investigaciones Económicas . Vol. XXII (1), 19-44

López, F. (2001): "*Selección de Portafolios de Mínima Varianza cuando están Expuestos a Diversos Factores de Riesgo: Nota Técnica*", Contaduría y Administración, Oct.-Dic., nº 203.

López, J. L. (1997): "*Análisis de los fondos inmobiliarios españoles primeros pasos, primeros problemas*", Universidad de Alicante. Servicio de Publicaciones.

Maher, M. - Andersson, T. (2000): *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*.

Markovitz, H. (1952): *Portfolio Selection: The Journal of Finance*, vol.7, nº1, Marzo, pp. 77-91.

Martinez, A. - Torrent M. (1997): "*Los Fondos de inversión Inmobiliaria y el Plan de Viviendas.*" Actualidad Financiera.

Martinez, A. J. (2009): "*Economía Ecológica, pensar otro futuro*", La Vanguardia Culturales, 11 Marzo.

Mascareñas, J. (2012): *Gestión de Carteras I: Selección de Carteras*, Universidad Complutense de Madrid.

Mateos B. (2012): *“La Verdad sobre el Mercado Inmobiliario Español”*. Editorial Manuscritos

McConnell, J. J. - Servaes, H. (1995): *“Equity ownership and two faces of debt”*, Journal of Financial Economics 39, pp. 131-157.

Merton, R. (1972): *“An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier”*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.VII,Nº.4,Sept., pp. 1851-1872.

Michael, E. (1992): *“Capital Choices: Changing The Way America Invests In Industry”*, Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley, vol. 5(2), pp. 4-16.

Mill, J. (2008): *Principios de Economía Política*, Ed Síntesis.

Modigliani, F. - Miller, M. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic review, 68 (3), pp. 261-97.

Modigliani, F. - Miller, M. (1963): *“Corporate income taxes and the cost of capital: a correction”*. American Economic Review 53 (3), pp. 433-443.

Modigliani, F. - Pogue (1973): *“A study of market line investment performance fees”*.

Modigliani, F. (1997): *“Risk-Adjusted Performance”*. Journal of Portfolio Management (Winter): 45-54.

Montañés, J.B. (2009): *“La sostenibilidad fija sus status, del Protocolo de Kioto a la esperanza del efecto Obama”*, Expansión, 30 de Abril, p. 6.

Morgan, J.P (2007): *European REIT development*, European Equity Research, Sept 4th.

Mueller G. (1992): *Refining Economic Diversification Strategies for Real Estate Portfolios*. Journal of Real Estate Research: 1993, Vol. 8, No. 1, pp. 55-68.

Mueller, G. & Pevnev, A. (1999): *Real Estate Rental Growth Rates at Different Points in the Physical Market Cycle*, Journal of Real Estate Research, vol. 18,nº 1.

Myers, SC (1977): *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics 5, pp. 147-175.

Naredo, J.M. (2009): *La cara oculta de la crisis. El fin del boom inmobiliario y sus consecuencias*, Revista de Economía Crítica, pp. 118-133.

NAREIT-IPD-GPR.

<https://www.reit.com/data-research>

NBER Working Paper nº 11728, “*Bank Lending, Real Estate Bubbles and Basel II*”.

Newbold, P - Carlson, W.L - Thorne, B. (2007): *Statistics for Business and Economics*. Pearson . Education, 6th edition.

Newell, G. - Webb, J. (1996): “*Assessing Risk for International Real Estate Investments*” The Journal of Real Estate Research, 11, 2, 103-115.

Noguer, M. (2010): “*The Impact for Spain of the New Banking Regulations proposed by the Bassel Committee*”, Servei d'Estudis de La Caixa, Working Paper, nº1.

Opt't, H. (1999): “*European Property Markets, Composition and Performance*”, May.

Organización Mundial del Turismo (2008): *Barómetro del Turismo Mundial*, vol. 6, nº 1, Enero.

Panagopoulos, Y. - Prodromos, V. (2008): “*Bank Lending, Real Estate Bubbles and Basel II*”, Discussion Paper Nº 98. Centre for Planning and Economic Research, Athens, Greece.

Pelaez, N. (2009): “*Trabajadores de cuello verde*”, La Vanguardia 26 de Abril.

Piserra, J. (2004): "*Fondos Alemanes a la baja*", Expansión Inmobiliario, Abril 21, p.54.

Pivo, G. - Fisher (2008): *Investment Returns from Responsible, Property Investments: Energy Efficient, Transit-oriented and Urban Regeneration*, Office Properties in the US from 1998-2008.

Pivo, G. (2005): *Responsible Property Investing*.

Pivo, G. (2008): *Responsible property investment criteria developed using the Delphi Method*.

Porter, M. (1985): *Estrategia Competitiva. Técnicas para el Análisis de los Sectores Industriales y la Competencia*. CECSA, Mexico.

Porter, M. (1990): "*The Competitive Advantage of Nations*". New York The Free Press.

Posen, A. (2006): *Why Central Banks Should Not Burst Bubbles?*, Institute for International Economics Working Paper Series.

Price Waterhouse Coopers and Urban Land Institute (2008): *Emerging Trends in Real Estate 2008*. Global Capital Trends, January 2008.

Property Funds Research. January 2008

<http://www.propertyfundsresearch.com/publications.aspx>.

Raghuram, G. (2005): *Has Financial Development Made the World Riskier?*.

Research and Markets Real Estate - Global Outlook 2009.

http://www.researchandmarkets.com/reports/342305/real_estate_global_outlook_pos-0

Restrepo E. *La entrevista como técnica de investigación social: Notas para los jóvenes investigadores*. Instituto de Estudios Sociales y Culturales, Pensar. Universidad

Javeriana (2010). <http://www.nam-wan.net/restrepo/documentos/entrevista.doc>

Risk magazine (2004): *Will weight of money push down alpha returns?* pp. 77-79.

Rosen, S. (1974): *Prices and Implicit Markets: Product Differentiation in Pure Competition*, The Journal of Political Economy, vol. 82, Issue 1 (Jan.-Feb.), pp. 34-55.

Rottke, N. (2002): *“Using Opportunistic Investment Strategies: An Agency Theory Based Analysis”*, Real estate Management Institute, June.

Rouanet, H. - Lepine, D. (1970): *“Comparison between treatments in a repeated measures design: ANOVA and multivariate methods”*. British Journal of Mathematical and Statistical Psychology, 23, 147-163.

Roubini, N. (2006): *Why Central Banks Should Burst Bubbles*, Stern School of Business, NYU, International Finance 9:1.

RREEF, Aplha 2008.

<http://www.rreefpropertytrust.com/Newsroom.html>

RREEFF Research (2008): *Globalization and Global Trends in Green Real Estate Investment*, nº 64, September.

Ruiz, F. - González, B. (2011): *Comportamiento del Turismo Internacional en Tiempos de Crisis Económicas*, Trabajo presentado en III Premio de Economía Mundial “José Luis Sampedro”.

Sala-i-Martín (2006): *“Globalización y Reducción de la Pobreza”*, Quarterly Journal of Economics, May, vol. 121, nº, pp. 2:351-397.

Satyajit, D. (2007): *“Perfect Storms” Beautiful & True Lies In Risk Management*.

Schachter, B. (1997): *“An Irreverent Guide to Value at Risk”*, Financial Engineering News 1, nº. 1 (August 1997), reprinted in Risks and Rewards, March 1998, 17—18.

Schacter, B. - Butler (1998): *Estimating value-at-risk with a precision measure by combining kernel estimation with historical simulation*.

Schiller, R. (2003): *“From efficient markets hypothesis to behavioral finance”*, Journal of Economic perspectives, 17, pp. 83-104.

Schneider, M. (2000): *When Financial Intermediaries are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership*, Journal of Management and Governance 4, pp. 207-237.

Scholes, M. - Williams, J. (1977): *Estimating betas from no synchronous data*, Journal of Financial Economics, vol. 5, issue 3, pp. 309-327.

Scholz, H. - Wilkens, M. (2005): *"A Jigsaw Puzzle of Basic Risk-adjusted Performance Measures"*, The Journal of Performance Measurement, March.

Sharma, A. (1997): *"Professional as Agent: Knowledge Asymmetry in Agency Exchange"*, Academy of Management Review 22 (3), pp. 758-798.

Sharpe, W. (1963): *"A Simplified model for portofolio analysis"*, Management Science, IX, January, pp. 277-293.

Soler, M. (1997): *"Los Fondos de Inversión Colectiva Inmobiliaria en España"*, Actualidad Financiera, Marzo.

Solnik, B. et Al. (1996): *International market correlation and volatility*. Financial Analysts Journal; Sep/Oct; 52, 5; Global pg. 17.

Sovereign Wealth Funds Institute. *Sovereign-wealth-quarterly*, 2010
<http://www.swfinstitute.org/product/sovereign-wealth-quarterly-q3-y-2010/>

Spangler, T. (2011): *Islamic Funds - Sharia Law and Investment Structures*
<http://www.forbes.com/sites/timothyspangler/2011/04/05/islamic-funds-sharia-law-and-investment-structures/>.

Stevenson S. (2003): *International Real Estate Security Diversification: Empirical Evidence using Mean-Variance Spanning Test*. Paper presented at the Pacific-Rim Real Estate Society Annual Conference, Brisbane, Australia. January 19-22.

Stevenson S. (2003): *The Long-Term Advantages to Incorporating Indirect Securities in Direct Real Estate Portfolios*, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol. 7, nº 1.

Stiglitz J. E. (2002): *Globalization and Its Discontents* New York,

Stiglitz, J.E. (1985): *Credit Markets and the Control of Capital*, Journal of Money, Credit and Banking, 17(2), p133-52.

Stucklin, M. (2006): *Spanish Property Bubble*, *Spanish Property Insight*, <http://www.spanishpropertyinsight.com/market/spanish-property-bubble.htm>.

Suarez, J. Luís (2005): *Indirect Investment in Real Estate: Listed Companies and Funds*, IESE. WPNº 602, July.

Taleb, N. (2007): *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Nueva York, Random House.

Taylor, J. - Bogdan, R. (2014): *Introducción a los métodos cualitativos de Investigación*, Editorial Paidós.

Taylor, John B. (1992): *"Discretion versus Policy Rules in Practice"*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, pp. 195-214.

The Economist (2009), April 4th: *"The Grass is always greener. Saving the planet and creating jobs maybe incompatible"*.

The Economist (2009), March 14th: *"Sins of Emission"*, p. 26-27.

The Economist (2009), March 14th: *"Climate Change: A sinking feeling"*, p. 72.

The Economist Technology Quarterly (2008) December 6th, *"How green is your network?"*, p.6.

The Economist, April 17th 2010, *House Prices, You can't Keep'em down*, pg 70.

The economist, Dec 20th, “*The Beauty of Bubbles*”, pp. 107-109.

The Economist, July 24th 2010, *Agents of Change*, pg 64.

The Economist, June 5th 2010, A winding Path to Inflation, pg.82.

The Economist, May 8th 2010, *Home improvements*, pg 74.

The Research Foundation of CFA Institute (2010).

Thompsen, S - Pedersen T. (2000): “*Ownership structure and economic performance in the largest European companies*”, Strategic Management Journal, vol. 21, pp. 689-705.

Tobin, J. (1969): *A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 1, n° 1, Feb., pp. 15-29, Published by: Ohio State University Press.

Torto, R. - Wheaton, W. (1989): *Income and Appraised Values: A Reexamination of the FRC Returns Data*. Real Estate Economics, Volume 17, Issue 4, pp. 439–449.

Umberto, E. (2006): “*Como se Hace una Tesis*”, Ed. Gedisa, Barcelona.

UN (2009): “*UN Rapport says World Population of 3bn today expected to reach 5bn by 2030*”.

UNCATD *World Investment Report* (2008):

http://unctad.org/en/Docs/wir2008_en.pdf

United Nations (2006): *The way it might be without action on global warming*.

<http://www.un.org/climatechange/blog/2014/12/thats-way-might-without-action-global-warming/>

Valle, S. (2009): “*El Gobierno espera 3.340 millones por la subasta de derechos de emisión*”, Expansión, 1-05, p. 8.

Vallejo, G. – Fidalgo, A. – Fernandez, P. (1998): “Efectos de la no esfericidad en el análisis de diseños multivariados de medidas repetidas” *Anales de Psicología* 1998, vol. 14, nº 2, 249-268.

Vatenfall - Mackinsey (2007): *Pathways to a Low carbon economy*.

Villareal, J.D. (2008): *Administración financiera II*

<http://www.eumed.net/librosgratis/2008b/418/La%20Teoria%20Moderna%20de%20Portafolio.s.htm>

Vink, D. - Thibeault, A. (2008): *An Empirical Analysis of Asset-Backed Securitization*.

Vos E. & Forlong, C. (1996): *The Agency Advantage of Debt Over the Lifecycle of the Firm*.

W.W. Norton - Company, Shariah-compliant funds (2009): A whole new world of investment., PWC Working Paper.

Wattson, W. (2008): *Global Alternatives Survey*, June,

<http://www.efinancialnews.com/share/media/downloads/2008/06/2451030374.pdf>

Wheaton, W. (1999): *Real Estate “Cycles”*: Some Fundamentals. *Real Estate Economics* Volume 27, Issue 2, pages 209–230.

Wikipedia

http://en.wikipedia.org/wiki/World_energy_consumption

Williams Joseph, T. (1995): *What is Real Estate Finance?*, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol.19, Issue 1.

Woidtke, T. (2001): “Agents Watching Agents? Evidence from Pension Fund ownership and firm value.

World Economic, Outlook October (2007): *Globalization and Inequality International Monetary Fund*, December 11.

Wyren, R. (2008): "*10 Greener Cities*". Urban Land Green, Spring 2008, vol. 3, nº 1, pp. 40-44.

ANEXOS

ANEXO I-ANTECEDENTES HISTÓRICO – ECONÓMICOS

RESUMEN ECONÓMICO DE LOS AÑOS OBJETO DEL PERIODO DE ESTUDIO

1998

La crisis asiática del año anterior obligaba a revisar las cifras de crecimiento mundial esperadas alrededor del 4%, y que alargó del mismo modo la recesión japonesa. Aumenta el comercio mundial y la “nueva economía” predica la posibilidad de una elevada tasa de crecimiento, pleno empleo y estabilidad de precios, gracias a:

1-La globalización que ha introducido las practicas del libre mercado en casi todos los países y la disminución de los costes de transporte.

2-La revolución que han presentado las tecnologías de la información y las bajadas de sus costes, permitiendo un salto decisivo en la asignación de recursos y por tanto de la productividad.

La perspectiva de la creación de la moneda única en 1999, sobre lo que no existen precedentes históricos sobre algo semejante, obliga España a mantener un límite del 3% del déficit público sobre el PIB, y garantiza un entorno económico estable.

Los tipos de los países de la unión monetaria deberán converger hacia el 4%.En 1997 el Banco de España recorto por seis veces desde el 6,25% hasta el 4,75%.Se crean 440.000 nuevos empleos.

La bolsa se encuentra en máximos, (con plusvalías del 40%), la economía en expansión. El empleo se va recuperando, el consumo aumentando y la inflación contenida en mínimos (2%), aunque bajan las exportaciones.

Los sectores eléctricos, comunicaciones, comienzan a liberalizarse.

El petróleo no ha experimentado subidas fuertes durante la década de los 90

1999

España presentó el plan de Estabilidad 1998-2002 a la Unión Europea. La construcción toma el relevo a la inversión en bienes de equipo.

El 1 de Enero la peseta queda ligada al Euro a un cambio de 166,386 finalizando 135 años de historia de nuestra moneda, dejando un periodo de transición de 3 años hasta la incorporación física de la nueva moneda.

La estabilidad propiciada por el Euro favorece la concentración de relaciones comerciales en la Eurozona. La debilidad del Euro favorece la exportación a países terceros.

Aumenta el empleo (600.000 nuevos puestos de trabajo) el consumo privado (+4,5%), se expande el crédito y continúan aunque en menor medida que en años precedentes los resultados bursátiles positivos (18,3%).

Continúan aumentado las importaciones frente a las exportaciones, el sector exterior merma como el año anterior un punto al crecimiento del PIB.

El déficit comercial se dispara al 5,5% del PIB.

Se dispara el gasto público pero se compensa por el aumento de ingresos.

La inflación repunta desde el 1,8% (1998) al 2,3%. Comienzan a subir los precios del petróleo.

El déficit por cuenta corriente aumenta del 0,3% (1998) al 1,7% del PIB (1999), aunque las expectativas son de que continuará el crecimiento económico.

El PP gobierna en España .La UE abre las puertas tras la cumbre de Helsinki a ampliar la UE a los países del este, de 15 estados podrá pasarse a 28.

2000

Deterioro del Euro, alza del precio del petróleo y repuntes inflacionarios (4%). El PIB creció hasta un 4,1%. Se recuperan las exportaciones, pero el IBEX baja un 21%.

El petróleo ha triplicado su precio desde los 10\$ el barril en 1998 hasta los 30\$ en 2000.Si bien a precios constante se sitúa a la mitad del coste de mediados de los 80.

Estalla la “Burbuja de los punto.com” y el NASDAQ baja un 50% en unos meses.

La vivienda en España sigue su tendencia alcista a pesar de la desaceleración que se dio a finales del año 2000. Siendo España uno de los países con mayor proporción de propiedad sobre la residencia principal (85%).

Los presupuestos públicos han facilitado ayudas a la compra y promoción de viviendas. Los expertos advierten de la excesiva generación de nuevas viviendas situando la demanda necesaria en 350.000 viviendas año y en 2000 ya se están generando 500.000 anuales, aumentando un 9% respecto a 1999. El sector inmobiliario se sitúa como refugio de la inversión ante el descenso de las rentabilidades de los fondos de inversión y el perfil negativo de la bolsa. En pocos años se ha conseguido pasar de unos tipos hipotecarios del 16% al 5,5%.

El porcentaje de la renta familiar que se destina para financiar la vivienda supera la media europea. El crecimiento de la demanda ha sido espoleado por la expansión al crédito de la vivienda que ha llegado a suponer casi la mitad de la cartera de préstamos de las entidades financieras, multiplicándose por 4 en 10 años.

Sin embargo el aumento del stock de viviendas no se corresponde a un aumento demográfico y nuestro país alcanza el record europeo de porcentaje de viviendas secundarias y desocupadas.

El empleo se sitúa en cifras record (656.000 nuevos empleos) la tasa de paro en las cifras más bajas de los últimos 20 años (14%). El endeudamiento público en la senda de la consolidación fiscal.

El BCE sube paulatinamente los tipos hasta situarlos en el 4,1%.

El crecimiento del PIB USA se encuentra en el 4,1%.

El siguiente gráfico refleja la situación de los últimos años. Se comienza a hablar de burbuja inmobiliaria

Gráfico 71: Evolución precios vivienda e IPC (1995-2001)

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS VIVIENDAS E IPC

Variación interanual

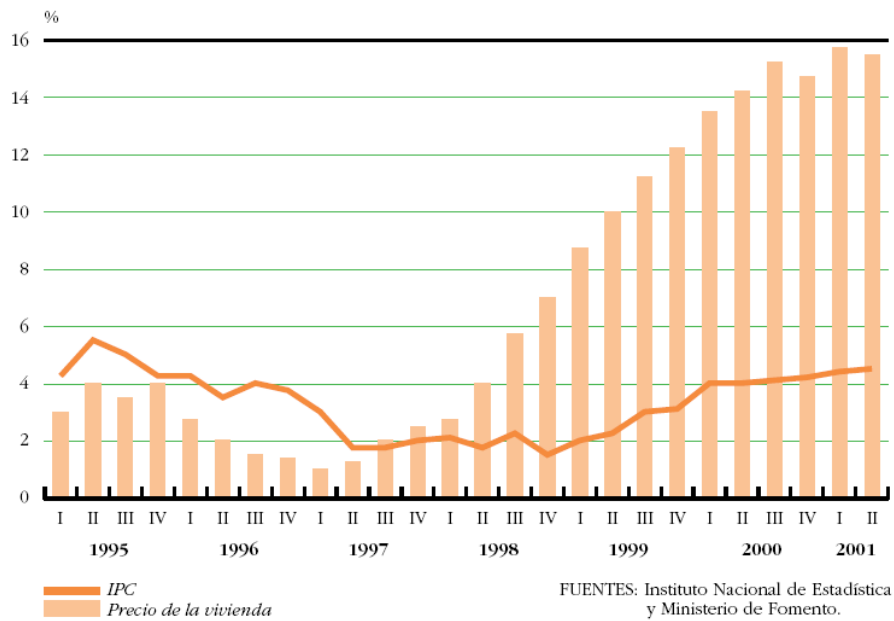
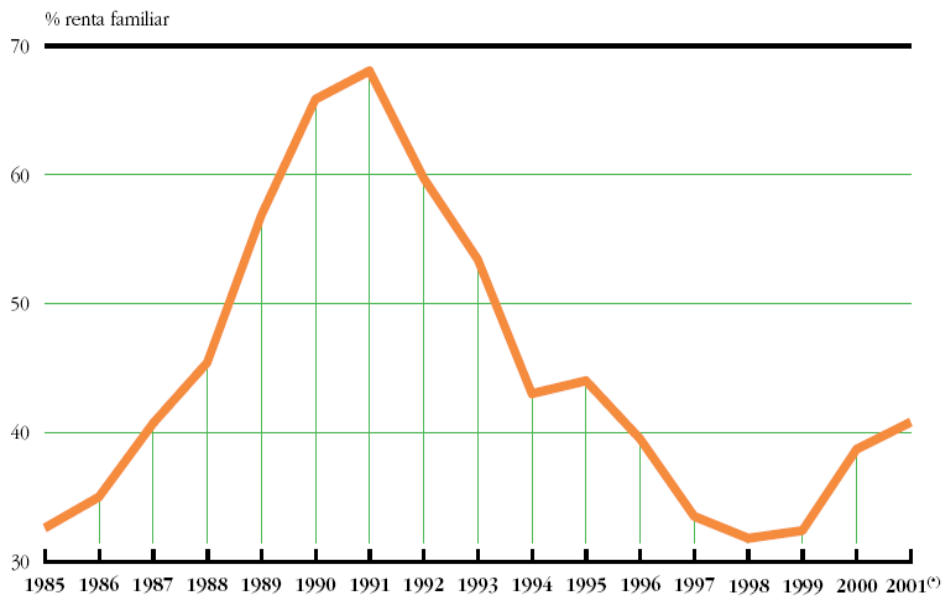


Gráfico 72: Nivel de esfuerzo familiar para acceder a una vivienda

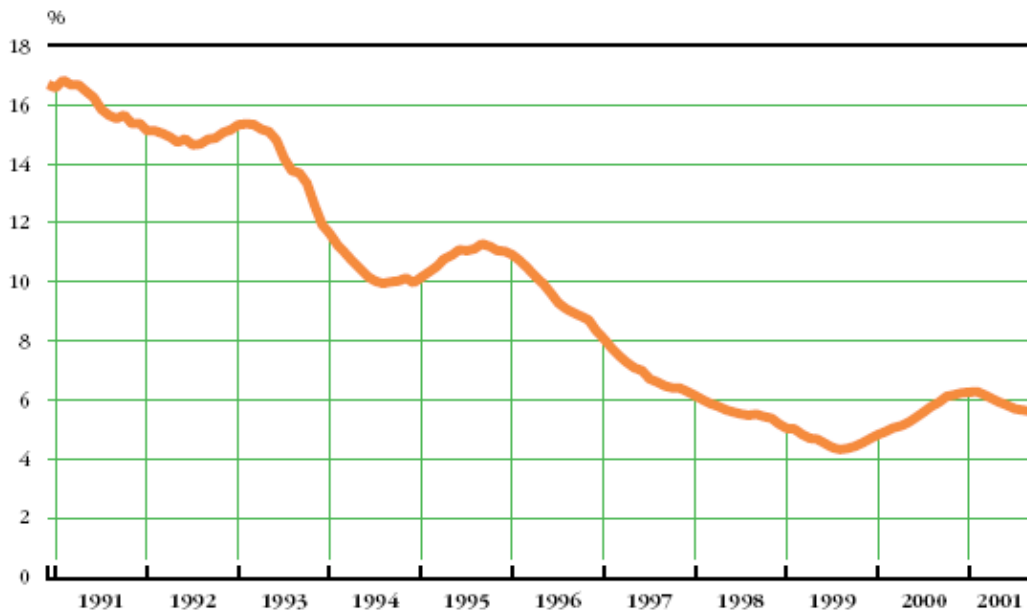
EVOLUCIÓN DEL ESFUERZO BRUTO PARA ACCEDER A UNA VIVIENDA



NOTA: (*) Los datos de 2001 corresponden a la situación en el mes de septiembre.
FUENTES: Ministerio de Fomento, Encuesta de Salarios del INE, Banco de España

Gráfico 73: Histórico tipos hipotecarios

TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

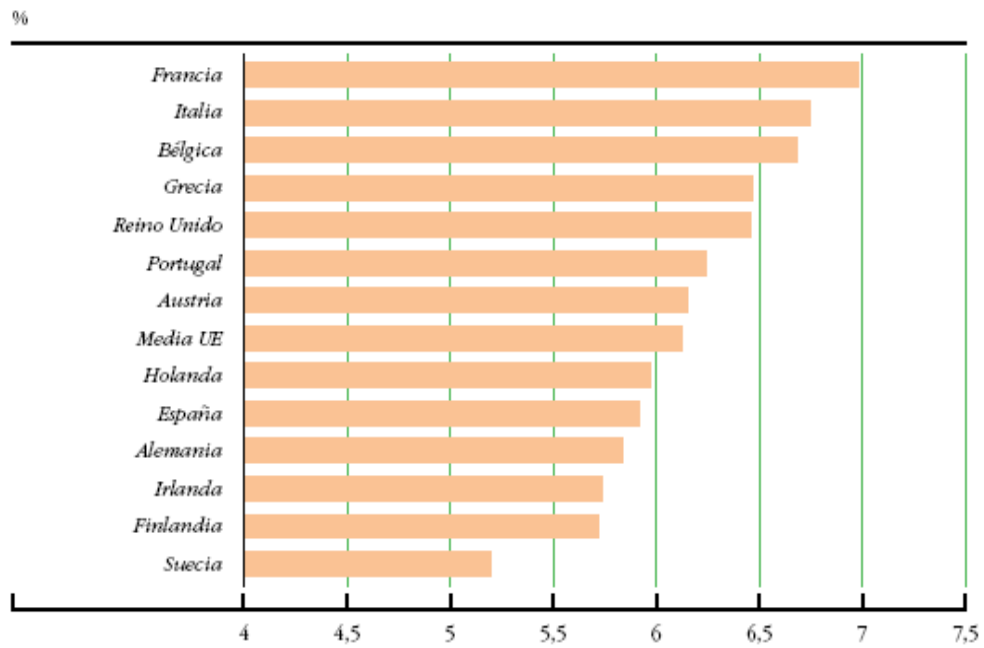


FUENTE: Banco de España.

Gráfico 74: Comparativa europea de tipos hipotecarios

TIPOS HIPOTECARIOS EN EUROPA

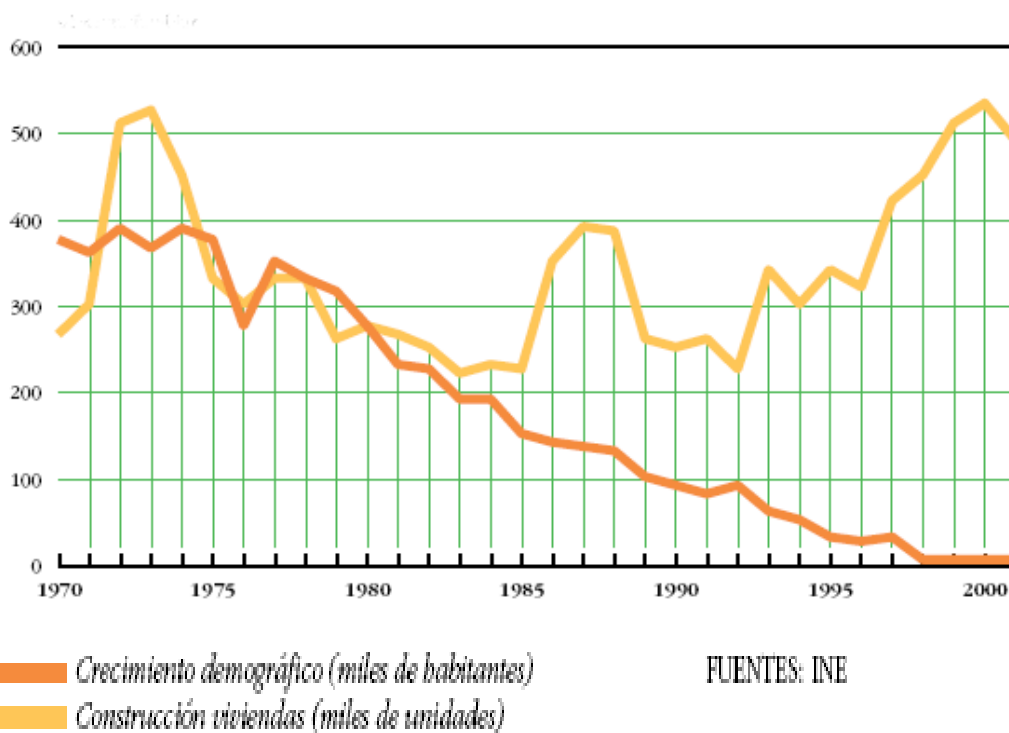
Junio 2001



FUENTE: Banco Central Europeo.

Gráfico 75: Comparativa incremento de oferta inmobiliario y crecimiento demográfico

BOOM INMOBILIARIO, DECLIVE DEMOGRÁFICO



2001

La recesión mundial que podía haber causado la crisis de las telecom parece haberse desvanecido a finales del año.

En España desciende la inversión empresarial pero aumenta el consumo privado. Expansión fiscal agresiva en USA, bajan los tipos al 1,75%. Europa ha tocado fondo. Elevada sincronización monetaria en USA, Japón y Europa.

Atentados contra las Torres Gemelas en Nueva York, el Dow Jones y el IBEX en mínimos. USA ataca e invade Afganistán.

El BCE baja los tipos al 3,25% por cuarta vez en el año. La FED baja los tipos por 11 veces durante el año hasta llegar al 1,75%.

Argentina suspende pagos de su deuda externa, una de las mayores de la historia del capitalismo moderno.

España, el paro baja en 2,5 bps, pero se modera la creación de empleo, 240.000 nuevos puestos de trabajo.

Contención de precios global, incremento de la productividad en USA.

El BCE advierte que vigilará con atención el agregado monetario amplio M3 y la FED (Greenspan advierte que eso no será una referencia para ellos). Los tipos entre EU y USA mantienen un acercamiento diferencial, el bono alemán y el americano casi se tocan.

El turismo en España se desacelera pero es concorde con el descenso a nivel mundial.

El crédito a empresas y familias sube un 12 por ciento. Morosidad a la baja.

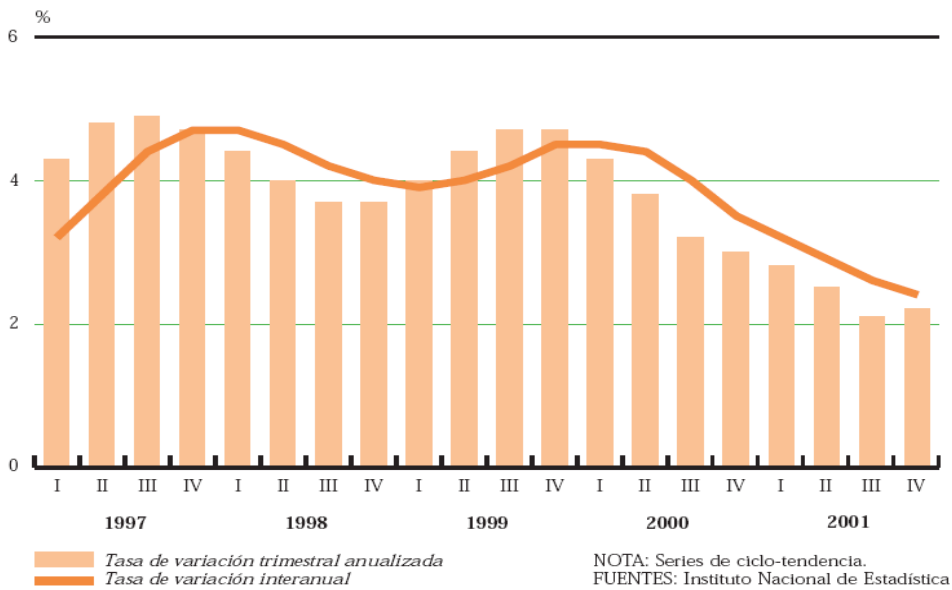
La necesidad de financiación de la economía española disminuye hasta el 1,9) del PIB y el déficit publico desaparece después de más de un cuarto de siglo.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Gráfico 76: Histórico PIB español 1997-2001

EL CRECIMIENTO DEL PIB CONTINUÓ DESACELERÁNDOSE EN 2001

Tasas de variación real



Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Gráfico 77: Histórico sector industrial Vs Construcción.

LA INDUSTRIA SE PARA PERO LA CONSTRUCCIÓN SIGUE CRECIENDO

Tasas de variación sobre el mismo trimestre del año anterior a precios constantes de 1995

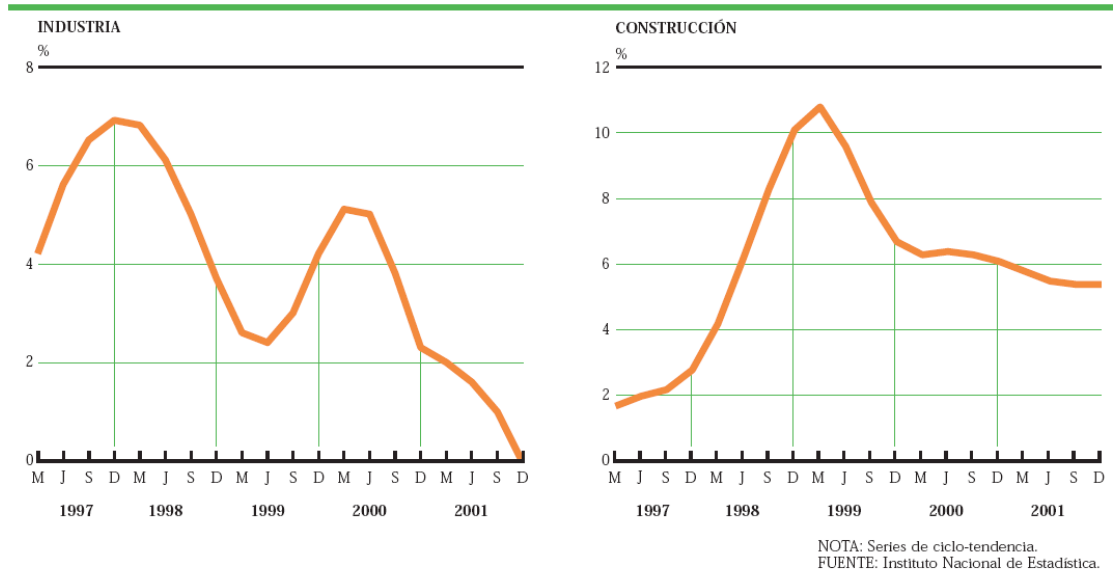
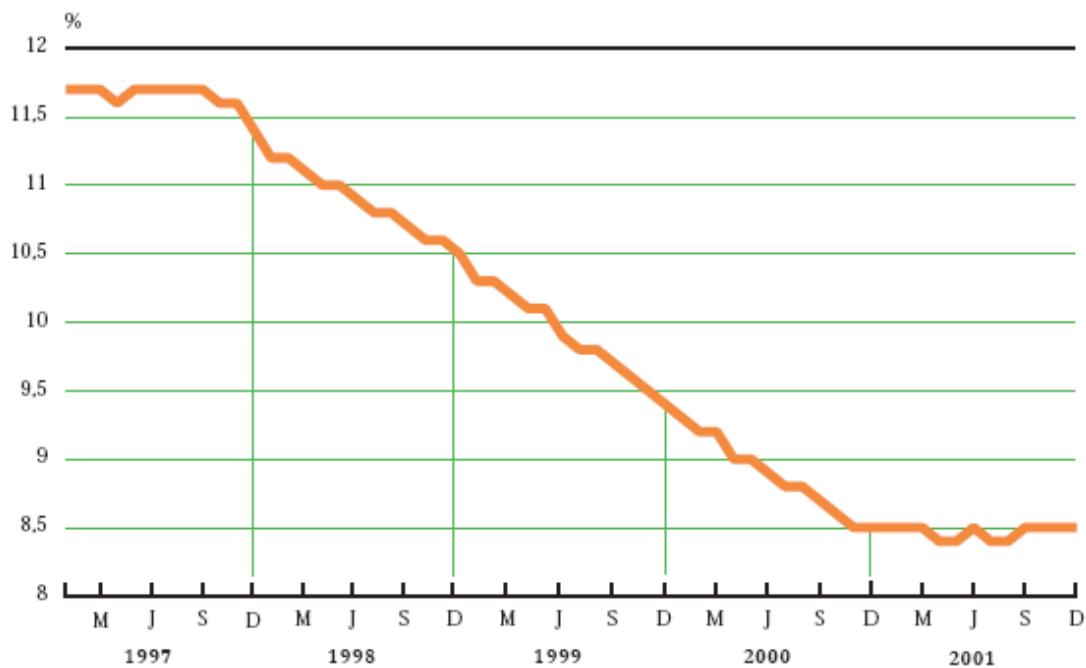


Gráfico 78: Tasa de paro sobre población activa

LA REDUCCIÓN DEL PARO SE DETIENE EN LA ZONA DEL EURO

Tasa de paro sobre la población activa



FUENTE: Eurostat.

2002

Los ingresos por turismo decrecen un 8% debido a la recesión alemana, el nuevo tipo de cambio con UK (introducción del Euro) y a los atentados contra las torres gemelas.

La construcción continuó creciendo a un ritmo del 4,5%. Aumenta la inflación y nuestra economía pierde competitividad frente a la UE.

Aumenta el crédito bancario por encima del 12% y el crédito hipotecario en un 19%. El precio de las viviendas creció un 17% frente al 15,8% del año anterior. La caída de los tipos de interés no compensa el alza de los precios.

Importante corrección en el IBEX que pierde un 28,1% respecto al final de 2001.

El superávit de la seguridad social permitió reducir el déficit público. La Comisión Europea continua alertando sobre los riesgos de la economía española que comprometen la sostenibilidad del sistema de pensiones, altas tasas de paro, rigidez y baja movilidad laboral e inflación y un lento progreso de la productividad en España.

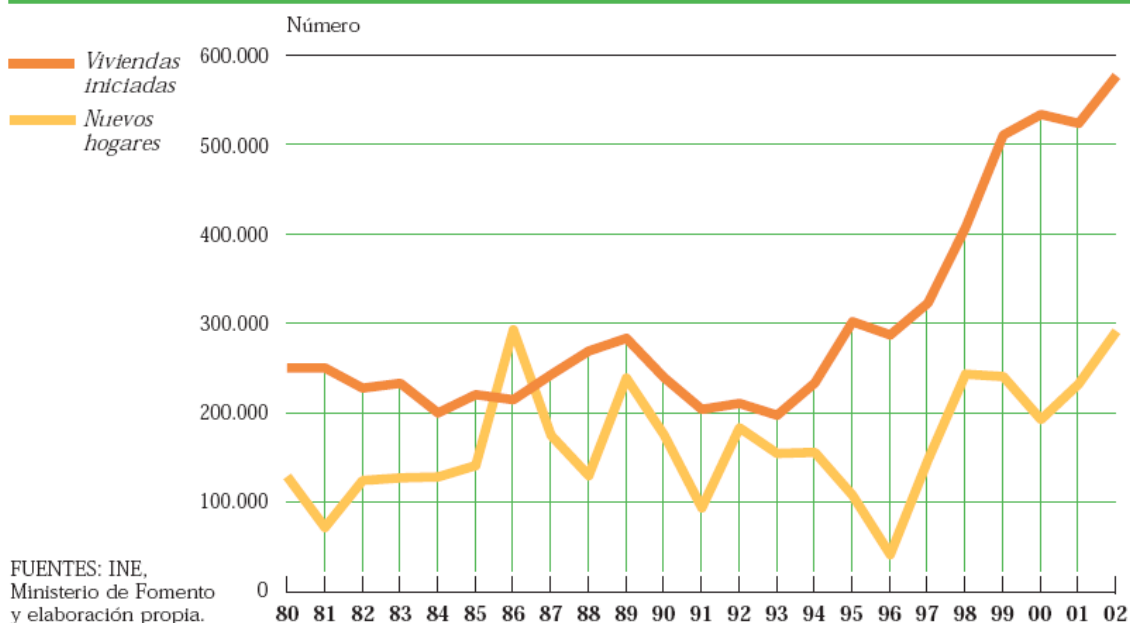
Sigue el incremento de construcción de viviendas al año (600.000).

Los precios han aumentado un 91% desde 1997. Los “baby boomers” de los 60, la inmigración y el aumento laboral femenino, la demanda exterior, (efecto euro), falta de alternativas inversoras, (desde la caída de la bolsa en el 2000), y el aumento del crédito, son las principales causas de creación de nuevos hogares que se sobrepasa con el número de viviendas construidas; aunque la inercia del sector parece que garantizará la continuación de la actividad. La inversión extranjera tanto la institucional, (fondos inmobiliarios), como la de extranjeros que adquieren su segunda residencia en España, empujan los precios al alza y continua la tendencia expansiva en las costas españolas.

Gráfico 79: Nuevos hogares versus nuevas viviendas iniciadas

APARECE UN DESFASE ENTRE LAS VIVIENDAS INICIADAS Y LOS NUEVOS HOGARES

Total anual



2003

La construcción supone el 15% del PIB en España y la inversión en construcción supuso el 60% del conjunto de la formación bruta de capital. La demanda del sector público supuso el 22% de la producción del sector.

El 11% del empleo nacional se dedicaba a la construcción.

La edificación residencial crece un 5% y supone el doble que la no residencial lo cual indica una gran parte está dedicada al sector terciario, (oficinas, logística, comercial, etc.).

Los precios residenciales crecen un 17,5%, se han doblado en los últimos 5 años.

Continúa aumentando la inversión extranjera. Los tipos de interés medios de los préstamos para adquirir una vivienda han llegado a los mínimos del 3,7% de media. Aumenta el endeudamiento de los hogares.

Los niveles de ahorro se encuentran en mínimos, pero las entidades financieras esperan compensar esta falta de ahorro a través de nuevos y flexibles instrumentos hipotecarios que han ido apareciendo en el mercado.

La financiación del sector de la construcción representa el 53,3% del saldo crediticio total.

El petróleo toca los 30\$/barril. Débiles mejoras de la economía en Francia, Italia y Alemania. USA, que continua con los tipos al 1%, y Asia tiran de la economía mundial que crece al 4,5%, se espera igual crecimiento (FMI) para el 2004. Japón crece al 3%.

Alemania comienza a salir de la recesión siendo además el primer contribuidor europeo y España el primer beneficiario de los fondos europeos, pero la UE comienza a mostrar enormes déficits públicos -2,6%.

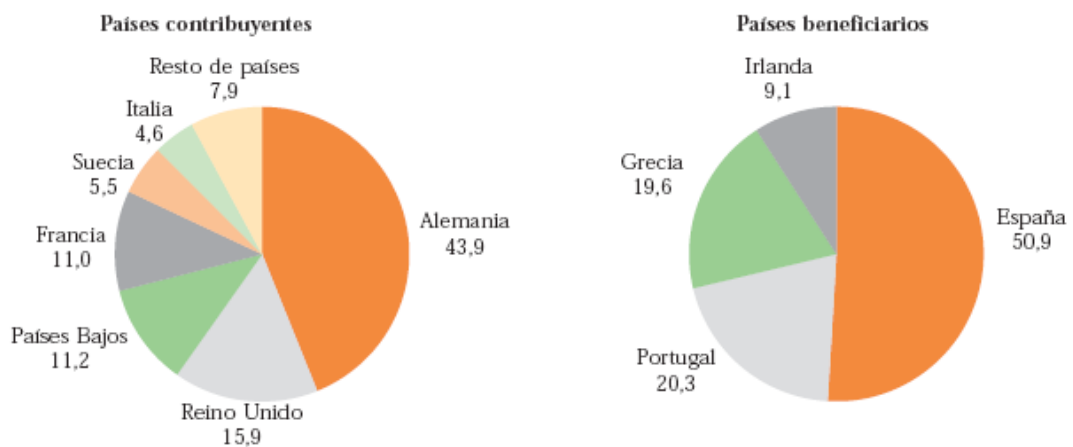
En España el índice de producción industrial se pone en números rojos y el empleo en servicios crece un 4,7%, interanual.

Gráfico 80: Movimientos de capital con la UE

FLUJOS FINANCIEROS NETOS CON LA UE

Año 2003

Porcentaje del total



Fuente : Comisión Europea

2004

La Unión Europea incorpora 10 nuevos países

Nuevo gobierno en España tras los atentados del 11 de marzo. Los tipos de interés aplicados a los créditos en mínimos históricos, feroz competencia interbancaria.

El petróleo en escalada alcanza 38,9\$ barril, máximo desde 1990.

USA crece al 5%, China participa en el 25% del comercio mundial. El precio de las materias primas ha aumentado un 33% en mayo respecto al año anterior, y la economía mundial crece al 4,5%.

España ha venido perdiendo competitividad exterior y eso se nota en el permanente déficit comercial. Tenemos el mayor ritmo de crecimiento hipotecario desde 1991, subiendo un 22% aproximadamente en 2004, incrementándose así mismo el crédito comercial, (13%), y los arrendamientos financieros, (14%).

La construcción atraviesa en 2004 su octavo año consecutivo de crecimiento. Desde la perspectiva de la demanda la inversión en construcción supuso el 60,6% de la inversión total. Siendo la demanda del sector público el 23% del total.

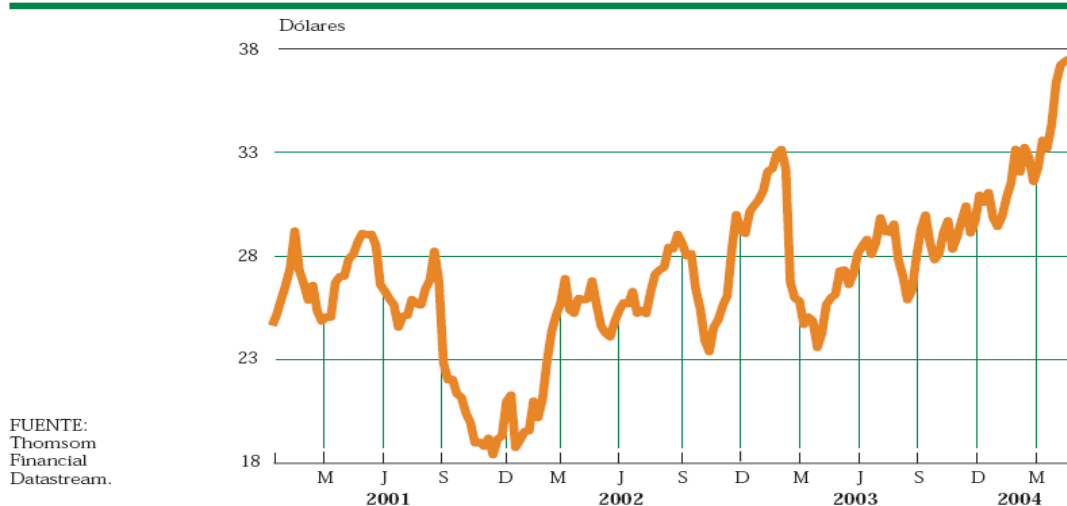
Los precios de la vivienda crecen por encima del 17%. La recuperación de la riqueza familiar constituye un factor impulsor de la demanda, (capacidad de endeudamiento, mejora bursátil y aumento de los salarios reales), junto a factores demográficos, (inmigración, divorcios, “baby boomers”), y sociales.

Los tipos de interés, (3%), se han situado por primera vez por debajo de la inflación, (3,4%), alargando el ciclo del mercado de la vivienda. La morosidad bancaria se halla en mínimos. El esfuerzo de las familias para atender el pago de hipotecas se sitúa en el 55,5% del salario medio.

La demanda extranjera comienza a decaer. La bolsa se revaloriza un 19,8%.

Gráfico 81: Histórico precios petróleo 2001-2004

LA TENSION GEOPOLITICA DISPARA EL PRECIO DEL PETRÓLEO
Cotización del barril de petróleo Brent a un mes



2005

En España el PIB comienza a subir al ritmo más elevado desde 2001. Ritmos expansivos en todos los sectores, (construcción, industria, servicios, turismo, etc.).

En los últimos 3 años se han creado 1,5M de empleos netos.

El IBEX en máximos al haber crecido un 40% durante el año.

Los tipos USA suben del 3% al 5,4%. En USA los precios de la vivienda bajan bruscamente y conviven con riesgos inflacionarios. China sostiene el dólar siendo el país con más reservas y deuda pública USA.

Los metales suben 74% y el barril de Brent toca los 68\$.

Dos tercios de la economía española deben ser financiados desde el exterior. La posición deudora de España pasa a ser el 47% del PIB.

La UE vive el mejor momento de la década, Alemania sale de la recesión. Con la ampliación de la UE España pierde la ayuda de los fondos estructurales europeos que han supuesto un total de 91.000€M y una aportación de media anual al PIB de un 0.8% desde la incorporación en 1985 al MCE.

El euro se ha recuperado desde su implantación y marca máximos históricos respecto al dólar.

España pierde competitividad y productividad que ya no puede ser compensada por depreciaciones del tipo de cambio.

España es uno de los países de la UE con mejores cuentas públicas. La recaudación de impuestos crece más que la economía 12,7% frente al 3.6 del PIB, y el Euribor se sitúa en nuestro país todavía por debajo de la inflación, (4%).

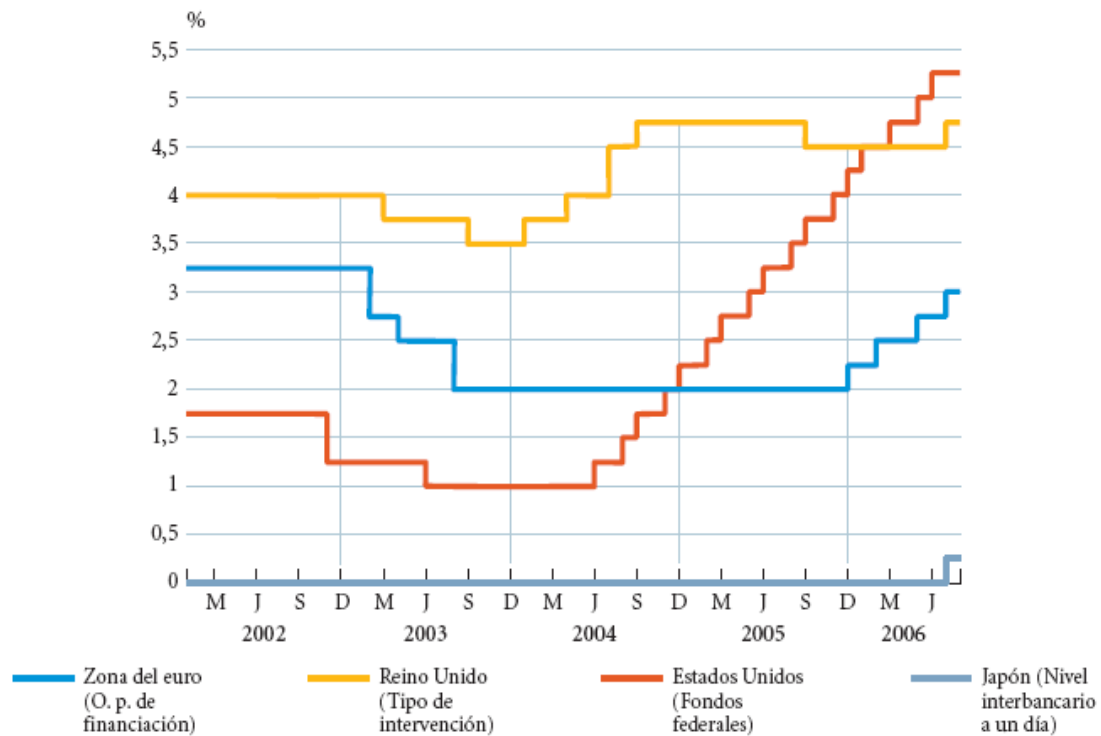
El precio por m² de la vivienda creció un 13,9% el menor crecimiento de los últimos 4 años. Se construyen 700.000 viviendas.

Los extranjeros residentes en España son 3,7M, el doble que en 2002.

Gráfico 82: Aumento tipos de interés internacionales 2002-2006

LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES ELEVAN SUS TIPOS DE INTERÉS

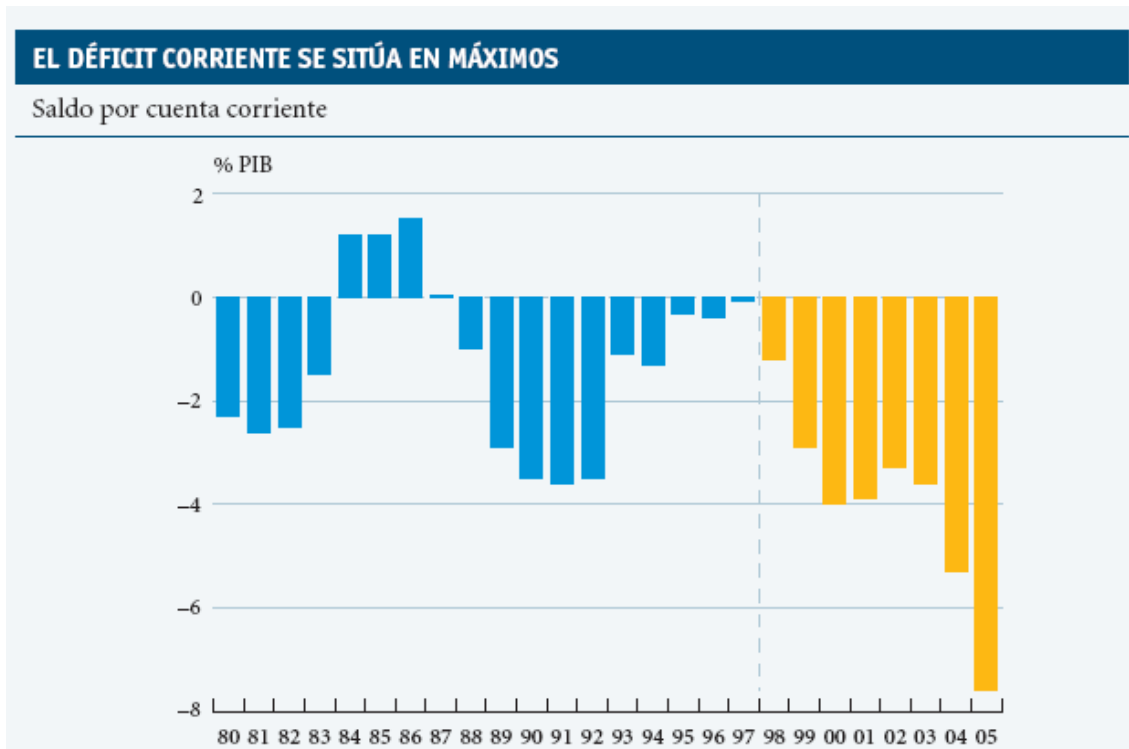
Tipos de interés de referencia de la política monetaria



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

Informe Mensual de La Caixa con datos de BBCC.

Gráfico 83: Histórico saldo por cuenta corriente



Fuente: Informe Económico de La Caixa con datos del FMI y Banco de España

2006

El BCE sube los tipos del 2% al 3,5%, pese a la baja inflación en la zona euro.

Alemania consolida su crecimiento. China sigue creciendo al 10%.

La FED sube los tipos desde el 1,48% al 5,25%.

El barril de Brent toca los 78,49\$.

Un análisis de la estrategia inversora de los Fondos Inmobiliarios Internacionales en España durante el decenio 1998-2007

Grandes desequilibrios en la economía española inflación y déficit exterior. Superamos la inflación del resto de la UE en un punto.

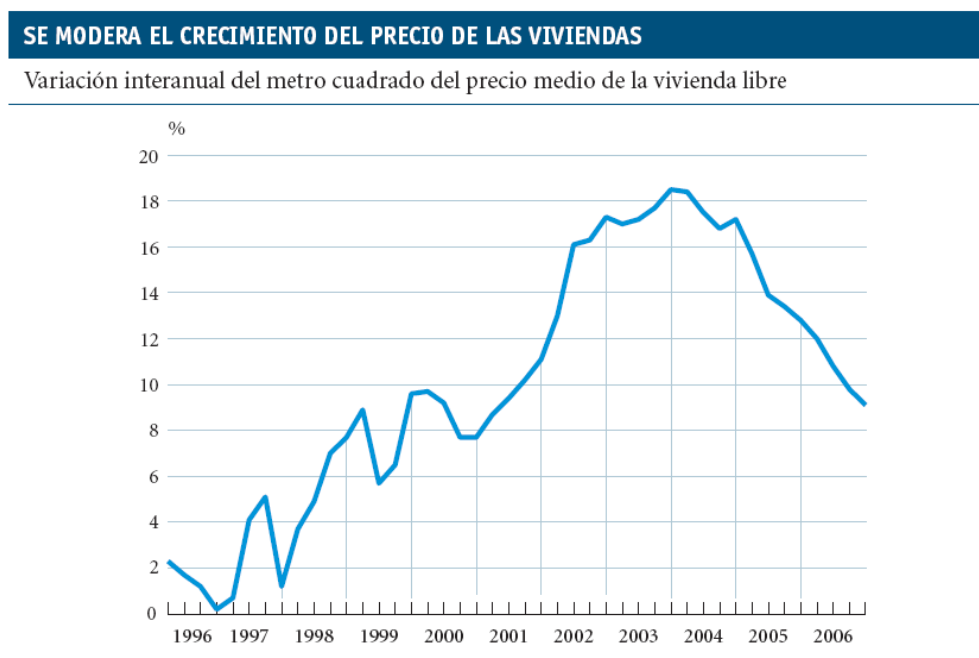
Llevamos 13 años de expansión económica. El IBEX sube un 31,8% a lo largo del año. La OCDE prevé un ritmo todavía expansivo de nuestra economía.

El aumento del precio por m² de la vivienda baja al 9,1%, (4 puntos menos que el año anterior).

Continúa aumentando la necesidad de financiación de las familias.

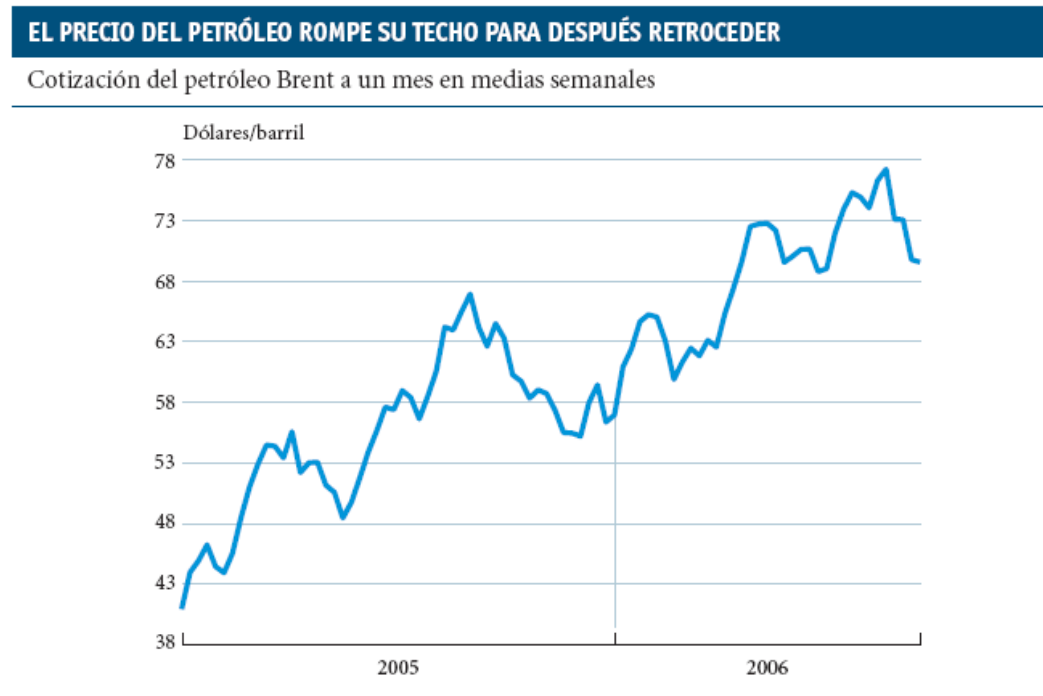
Vuelven los tipos de interés reales, es decir por encima de la inflación después de 4 años.

Gráfico 84: Histórico precios viviendas 1996-2006



Fuente: Informe Mensual de La Caixa con datos del Ministerio de la Vivienda

Gráfico 85: Aumento del precio del petróleo en 2005-2006



FUENTE: Thomsom Financial Datastream.

Fuente: Informe Mensual de La Caixa con datos de TFD

2007

La UE se amplía a 27 estados y la Eurozona a 13.

9 de Agosto BNP Paribas suspende 3 fondos de inversión, por imposibilidad de valorar los activos subyacentes y calcular su valor liquidativo. Se destapa el escándalo de las hipotecas basura y sus derivados.

En Junio el volumen de los derivados de crédito era de \$45 billones, y el PIB de EEUU de \$13,8 billones.

El Ibex ha seguido subiendo a lo largo del año 12,7%.

En noviembre las bolsas mundiales se desploman. Los metales corrigen a la baja y el petróleo también. Aunque el barril de Brent ha tocado el máximo de su historia en 95,45\$.

La inflación en España al alza 4,1%.

La FED reduce tipos hasta el 4,25%. El euro en máximos respecto al dólar 1,48.

Los bancos centrales de EEUU, BCE, UK, Suiza y Canadá anuncian un plan de acciones coordinadas para inyectar liquidez en los mercados interbancarios y evitar turbulencias financieras, pero no consiguen calmar totalmente a los mercados.

Aumenta la volatilidad en las bolsas, en las divisas y en la capacidad de conseguir financiación en todo el mundo. Prácticamente desaparece el crédito promotor.

El superávit del estado en España es aún el 2,5% del PIB.

Todavía nadie sabe lo que va a pasar ni la magnitud de una crisis que solo se podrá conocer tras superarla.

**ANEXO II-CUESTIONARIO A LA MUESTRA DE LA INVERSIÓN
INMOBILIARIA INTERNACIONAL EN ESPAÑA DURANTE 1998-2007**

Pregunta 1 ¿Cuándo empezaron usted o su empresa a detectar un cambio de ciclo en el mercado inmobiliario residencial? Es decir cuando veáis que no tenía sentido desde un enfoque basado en fundamentales?

a) 2002 b) 2003 c) 2004 d) 2005 e) 2006 f) 2007 g) 2008.

Pregunta 2 ¿Cuándo creáis que vendría un cambio de ciclo en la inmobiliaria de empresa?

a) 2002 b) 2003 c) 2004 d) 2005 e) 2006 f) 2007 g) 2008.

Pregunta 3 ¿Por qué? En que parámetros os basabais?

a) Oferta y demanda y ratio de ocupación.

b) Fundamentales.

c) Comparativos de mercado.

d) Sobreoferta.

e) Otros.

Pregunta 4 ¿Qué medidas tomasteis?

a) Dejamos de invertir.

b) Comenzamos a vender.

c) Diversificamos a otros mercados/productos.

Pregunta 5 ¿Utilizabais algún modelo dinámico o econométrico de análisis sobre vuestra cartera de inversiones? Y si es así, cuál era?

- a) Valor en Riesgo.
- b) Modelos de árboles de decisión.
- c) Creditmetrics.
- d) Matriz de BCG.
- e) Ratios.
- f) Fat Tail distribution.
- g) Ninguno.
- h) Otros.

Pregunta 6. En el mercado de oficinas - ¿Por qué motivos invertíais solo en Barcelona y Madrid frente a otras ciudades tipo medio y con excepción de los centros comerciales?

- a) Liquidez del mercado.
- b) Existencia de información histórica.
- c) Existencia de transacciones internacionales.
- d) Otras.

Pregunta 7:¿ Motivos de vuestras inversiones en aquella época?

- | | |
|------------------------------------|---------------------------------|
| a) Rentabilidad. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) Diversificación. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Tamaño Operación. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| d) Edificios emblemáticos/calidad. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

Pregunta 8: ¿Alrededor del año 2000 hubo un fuerte repunte de la inversión inmobiliaria (residencial y empresa) cuál era el motivo de formación de dicho repunte?

- | | |
|--|---------------------------------|
| a) Crisis de las Telecom. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) Bajadas de tipos de interés. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Relajación crediticia. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| d) Beneficios empresariales. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| e) Beneficios bancarios. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| f) Mala supervisión del Banco de España. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

Pregunta 9: ¿Crees que el hecho de mantener una estructura en aquellos países donde invertisteis favorece una mejor calidad y cantidad en las inversiones? Si no es vuestro caso ¿crees que es algo importante/esencial?

Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo

Pregunta 10: ¿En qué sub sectores crees que los precios aumentaron a mayor velocidad?

- | | |
|-------------------------|---------------------------------|
| a) Industrial. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) High street. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Oficinas. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| d) Centros comerciales. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| e) Hoteles. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| f) Residencial. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

Pregunta 11: ¿Qué tipo de valores fueron predominantes en términos de adquisiciones en vuestra empresa?

- | | |
|--|---------------------------------|
| a) Value Growth (market). | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) Rental Growth (fundamental). | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Yield/rentabilidad (fundamental) . | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| d) Ubicación o singularidad del inmueble (iconos).
(Ej. El único centro comercial de una ciudad). | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| e) Green Building/edificios sostenibles | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

Pregunta 12- ¿Fue el crecimiento del mercado de derivados uno de pilares sobre los que se impulsó tanto el crédito disponible? y ¿qué nivel de importancia le dais a la titulación de activos durante el periodo 1998-2007?

Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo

Pregunta 13 ¿Cuáles son en su opinión las causas o responsables de las transacciones inmobiliarias realizadas en España durante 1998-2007, por debajo o ligeramente por encima de otros activos de riesgo-cero?

- | | |
|--------------------------------|---------------------------------|
| a) Exceso de crédito bancario. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) La burbuja residencial. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Incentivos fiscales. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

Pregunta 14: Bajadas en los tipos de interés comprimieron las rentabilidades esperadas por los inversores, por lo que los costes de financiación más baratos no significaban mayores ganancias

Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo

Pregunta 15. ¿Qué parámetros eran los principales para otorgar o que se os otorgase un crédito bancario en condiciones más ventajosas?

- | | |
|---------------------------|---------------------------------|
| a) Debt service ratio. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| b) Precio del activo. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| c) Renta disponible. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| d) Tamaño de empresa. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| e) Empresa diversificada. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |
| f) Empresa cotizada. | Desacuerdo 1-2-3-4-5 De acuerdo |

ANEXO III-EMPRESAS QUE HAN FACILITADO BASES DE DATOS

Ver:

- www.cbre.com “CBRE es líder mundial en servicios inmobiliarios. Cuenta con más de 300 oficinas en más de 50 países”.
- www.epra.com “La rápida aparición y crecimiento en las que figuran los regímenes de propiedad y REIT de todo el mundo, y el impacto más general de la globalización, presentan desafíos únicos para EPRA. Subrayan la necesidad de una voz eficaz, coherente y con los recursos necesarios para la industria europea de cotización pública de empresas inmobiliarias.

Las actividades EPRA reflejan su misión de promover, desarrollar y representar al sector inmobiliario público europeo.”

- www.ipd.com “IPD es un proveedor líder de prestaciones, bases de datos, y análisis de riesgo, proporcionando inteligencia crítica para el negocio de bienes inmuebles para los propietarios, gerentes, corredores, prestamistas.”
- www.jll.com “Consultoría inmobiliaria expertos en oficinas, valoraciones, industrial, retail, consultoría, residencial, arquitectura. Con más de 200 años operando en el mercado inmobiliario, JLL trabaja para las mejores compañías del mundo y gestiona más de 180 millones de m² a nivel mundial. Cotiza en La Bolsa de Nueva York bajo las siglas JLL.”

Gracias a su amplia cobertura geográfica, JLL atiende las necesidades de los clientes desde sus oficinas situadas estratégicamente en más de 1.000 ubicaciones en todo el mundo, en 70 países de los cinco continentes.

- www.financial.thomsonreuters.com/Datastream Professional
Portal que integra la investigación económica, la estrategia con activos cruzados, y el análisis macroeconómico.

Los 5 organismos y empresas anteriores han facilitado parte de esta información, bajo un estricto acuerdo de confidencialidad y que ciertas informaciones resulten omitidas; excepto en el caso de Thompson Reuters que es una base de datos de acceso a sus clientes.