UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE MADRID

ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE ARQUITECTURA

**LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONAL VERSUS
LOS SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL. REPERCUSIONES
SOBRE LA ARQUITECTURA Y LA CIUDAD**

TESIS DOCTORAL

FRANCISCO JAVIER FERNÁNDEZ CLAVÉ

Arquitecto Superior por la ETSAM

(Plan 64) (Especialidades de Edificación y Urbanismo)

2019

**DEPARTAMENTO DE CONSTRUCCIÓN Y TECNOLOGÍA
ARQUITECTÓNICAS**

ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE ARQUITECTURA

**LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONAL VERSUS
LOS SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL. REPERCUSIONES
SOBRE LA ARQUITECTURA Y LA CIUDAD**

TESIS DOCTORAL

FRANCISCO JAVIER FERNÁNDEZ CLAVÉ

Arquitecto Superior por la ETSAM

(Plan 64) (Especialidades de Edificación y Urbanismo)

Directores de la Tesis:

D. JAVIER DE CÁRDENAS CHÁVARRI

Doctor Arquitecto

D. ALFONSO GARCÍA-SANTOS

Doctor Arquitecto

2019

Tribunal nombrado por el Sr. Rector Magfco. de la Universidad Politécnica de Madrid, el día.....de.....de 2019

Presidente:_____

Vocal: _____

Vocal:_____

Vocal:_____

Secretario:_____

Suplente:_____

Suplente:_____

Realizado el acto de defensa y lectura de la Tesis el día.....de.....de 2019

en la E.T.S.I. /Facultad.....

Calificación

EL PRESIDENTE

LOS VOCALES

EL SECRETARIO

AGRADECIMIENTOS

Para llevar a cabo el desarrollo y la conclusión de esta Tesis ha sido de enorme importancia el apoyo y la orientación que en todo momento me han brindado sus dos directores, el Dr. Javier de Cárdenas Chávarri y Dr. Alfonso García Santos, ambos catedráticos de universidad en la Escuela Técnica Superior de Arquitectura de la UPM, Departamento de Construcción y Tecnología Arquitectónicas (DCTA). Quiero agradecer sinceramente a ambos su eficaz dirección en todos los temas de orden académico, su disponibilidad para aclarar cuantas dudas han surgido a lo largo de este proceso, y para solucionar las dificultades con las que me he ido encontrando y muy especialmente su apoyo moral y su ánimo, sin cuyo soporte hubiera sido imposible llevar esta Tesis a su término.

Agradezco también al resto de profesores del DCTA y miembros de la Comisión de Doctorado por su apoyo, consejos, conferencias y otras actividades académicas organizadas dentro del programa de doctorado y que han sido de gran utilidad, a lo largo de los años en que he desarrollado este trabajo.

Mi agradecimiento igualmente para todo personal administrativo de la ETSAM y del DCTA y especialmente para Eva Delgado, secretaria del departamento, que me ha ayudado siempre facilitándome la información y auxiliándome en todos los trámites necesarios para llevar adelante esta Tesis.

Quiero también agradecer a mi mujer, Concha Fisac de Ron, su apoyo moral, sus ánimos en los momentos de desfallecimiento y su paciencia, aguantando sin vacaciones ni fines de semana durante los muchos meses que ha durado esta aventura y especialmente en su larga etapa final.

Igualmente les doy las gracias también a mis hijos, Carmen y Jaime por sus ánimos y sus consejos académicos, como doctorandos en sendas universidades de los Estados Unidos.

También quiero incluir en esta lista de agradecimientos a mi colaborador Ignacio Pons-Sorolla, que trabaja conmigo codo con codo en nuestra empresa JFC REAL y que ha tenido que suplir, en muchos momentos, con su esfuerzo, la reducción de mi dedicación profesional, a la que el trabajo de redacción de esta Tesis me ha sometido.

Doy también las gracias a los miembros del tribunal de prelectura y de lectura de la Tesis, cuyos nombres se mencionan en el inicio de este documento, por su aceptación de esta responsabilidad y por el tiempo y el interés dedicado a estudiar y valorar esta Tesis, así como también a los miembros suplentes por su disponibilidad para formar parte de ambos tribunales en caso necesario.

Por último, quiero también mostrar mi agradecimiento a todos aquellos amigos, miembros de la familia y compañeros de trabajo y profesión que, desde el principio y a lo largo de todo el trabajo de esta Tesis, me han animado y apoyado para llevarla adelante. Muchas gracias a todos.

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTOS	I
ÍNDICE GENERAL	III
RESUMEN	VIII
ABSTRACT	X
PREFACIO	1
0.1. INTRODUCCIÓN	1
0.2. HIPÓTESIS	1
0.3. OBJETIVOS	1
0.4. ESTADO DE LA CUESTIÓN	2
0.5. JUSTIFICACIÓN	3
0.6. METODOLOGÍA	4
1 INVERSORES Y VEHÍCULOS DE INVERSIÓN	9
1.1. ANÁLISIS Y CLASIFICACIÓN DE INVERSORES	9
1.1.1. Determinación de perfiles generales de inversores	9
1.1.2. Tipos de inversores institucionales	12
1.1.3. Encuadre de HNA en el contexto histórico de la previsión social	16
1.1.4. Inversión inmobiliaria vs inversión financiera. Evolución en el tiempo	21
1.1.5. Inversión inmobiliaria directa versus inversión inmobiliaria indirecta	25
1.1.6. Gráficos de evolución del origen de inversores inmobiliarios en España	26
1.2. ANÁLISIS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA	30
1.2.1. Tipos de vehículos. Fondos de inversión. Cartera de inversiones.	30
1.2.2. Clasificación por perfiles de inversión	36
1.2.3. Vehículos en relación con tipos de inversores	37
1.2.4. Estudio particular de los REITs o SOCIMIs	38
1.2.5. Referencia a las SICAV	45
1.2.6. Volúmenes de inversión inmobiliaria por tipos de vehículos en España	47
1.3. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONALES	50
1.3.1. Contexto histórico: nacimiento, causas y evolución	51
1.3.2. Diferencia con fondos oportunistas o especulativos	57
1.3.3. Criterios de inversión: riesgo / rentabilidad / liquidez / diversificación	58
1.3.4. Plazos de inversión y resultados de rentabilidad exigidos	60
1.3.5. Valores éticos de la inversión inmobiliaria institucional	66

1.4. GESTORAS DE FONDOS INMOBILIARIOS	70
1.4.1. Estructura y división de funciones. Cualificación profesional exigida	71
1.4.2. Fund Management versus Asset Management	73
1.4.3. Funciones del Banco Depositario	81
1.4.4. Garantías para los inversores. Parámetros de seguridad	82
1.4.5. Organigrama de funcionamiento de una gestora	84
1.5. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL CONTEXTO INTERNACIONAL	86
1.5.1. Aproximación a los <i>Spezial Fonds</i> alemanes	86
1.5.2. Fondos Institucionales en Holanda	88
1.5.3. Fondos Institucionales en Reino Unido	89
1.5.4. Fondos Institucionales en Francia	90
1.5.5. Fondos Institucionales en Países Nórdicos	91
1.5.6. Fondos Institucionales en Luxemburgo	92
1.5.7. Fondos Institucionales en USA y Canadá	95
1.5.8. Fondos Soberanos en Europa, América y Asia	95
1.5.9. Comparativa de volúmenes de inversión por países y evolución pasada	96
1.5.10. Causas de las diferencias de desarrollo entre los diversos países	101
1.6. ORIGEN, DESTINO Y FLUJOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y MERCADOS	102
1.6.1. Inversión institucional versus Inversión total	102
1.6.2. Segmentación por productos	102
1.6.3. Mercados emisores y receptores. Principales flujos	106
1.6.4. Previsiones de evolución futura	107
1.6.5. Mapas y diagramas de flujos de inversión	108
2 SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL	113
2.1. CONTEXTO SOCIAL	113
2.1.1. Pirámides de población	113
2.1.2. Edades de jubilación y vida laboral	115
2.1.3. Esperanza de vida	116
2.1.4. Tendencias en el contexto internacional. Ratio de Dependencia	118
2.1.5. Movimientos migratorios y su influencia	119
2.2. SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL	119
2.2.1. Sistemas de capitalización/ahorro y de reparto	119
2.2.2. Sistemas públicos versus sistemas privados	121
2.2.3. Rango e importe de coberturas	125
2.2.4. Análisis comparativo del contexto internacional	125
2.2.5. Ahorro privado/institucional y financiero/inmobiliario: Mapas y gráficos	133

2.3. ASPECTOS LEGALES Y FINANCIEROS	140
2.3.1. Influencia de la legislación vigente de aplicación	140
2.3.2. Contribución del sistema bancario y asegurador	141
2.3.3. Optimización de rentabilidad vs Incremento coste de previsión social	142
2.3.4. Evolución previsible y aconsejable	144
2.3.5. Soluciones viables para la previsión social	144
2.3.6. Coste político y como minimizarlo	145
3 PREVISIÓN SOCIAL VERSUS INVERSIÓN INSTITUCIONAL	147
3.1. REFLEJO EN EL DESARROLLO ECONÓMICO, EMPRESARIAL Y SOCIAL	147
3.1.1. Cifras de volumen de inversión institucional	147
3.1.2. Traducción al incremento de actividad económica	148
3.1.3. Proyección sobre el incremento del P.I.B.	149
3.1.4. Análisis de la generación de puestos de trabajo	149
3.1.5. Ecuaciones y funciones de relación. Gráficas	151
3.2. EFECTO SOBRE EL SECTOR INMOBILIARIO	154
3.2.1. Incremento del P.I.B. del sector inmobiliario y sectores sinérgicos	157
3.2.2. Incremento del volumen de trabajo para los profesionales inmobiliarios	158
3.2.3. Incremento del volumen de trabajo para los arquitectos	158
4 CONEXIONES CON LA ARQUITECTURA Y LA CIUDAD	161
4.1. INTERACCIONES CON LA ARQUITECTURA	161
4.1.1. Conexiones en aspectos artísticos y culturales	162
4.1.2. Conexiones en aspectos técnicos	162
4.1.3. Conexiones en aspectos económicos y sociales	163
4.1.4. Vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad	164
4.1.5. Efecto sobre la movilidad social y laboral	167
4.2. REPERCUSIÓN SOBRE EL PATRIMONIO ARQUITECTÓNICO	168
4.2.1. Reutilización del patrimonio arquitectónico	168
4.2.2. Rentabilidad económica versus rehabilitación / obsolescencia	169
4.2.3. Patrimonio activado <i>Asset</i> versus patrimonio <i>museizado</i>	171
4.2.4. Necesaria flexibilización normativa con criterios realistas	181
4.2.5. ¿Cómo lo hacen nuestros vecinos?	182
4.3. INTERACCIONES CON LA CIUDAD. REGENERACIÓN Y REVITALIZACIÓN	186
4.3.1. Recuperación de los centros urbanos	187
4.3.2. Intensificación y mezcla de usos	196
4.3.3. Revitalización del espacio público de convivencia	197

4.3.4. La Ciudad como reflejo de la actividad económica y de inversión	198
4.3.5. Las carencias de los nuevos barrios	199
4.4. EFICIENCIA Y SOSTENIBILIDAD	200
4.4.1. Eficiencia energética y ajuste a las necesidades y criterios de uso	200
4.4.2. Certificación medioambiental, social, reputacional y económica	202
4.4.3. Experiencia internacional: Mapa de desarrollo	204
5 ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN VIGENTE	205
5.1. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA	205
5.1.1. Ley 16/1985, del Patrimonio Histórico Español.	206
5.1.2. Ley 3/2013, de Patrimonio Histórico de la CAM	207
5.1.3. Ley 8/2013, de Rehabilitación, Regeneración y Renovación urbanas	209
5.1.4. Ley 4/2013, de Medidas de Fomento del Alquiler de Viviendas	210
5.1.5. Real Decreto Ley 21/2018, de Medidas Urgentes en Vivienda y Alquiler	212
5.2. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN EUROPEA DE APLICACIÓN	213
5.2.1. Directiva (UE) 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo	213
5.2.2. Objetivos 2020 Cambio Climático y Sostenibilidad Energética	213
5.2.3. Estrategia de Gestión de Rehabilitación energética edificios	214
5.3. ANÁLISIS CRÍTICO DE OTRA LEGISLACIÓN VIGENTE RELEVANTE	219
5.3.1. Ley 20/2015, Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Aseguradoras	219
5.3.2. Ajuste de la legislación a la realidad económico-social	219
5.3.3. Homogenización de la legislación a la luz de la regulación internacional	220
6 ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS	221
6.1. CAMBIO EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS A LA PREVISIÓN SOCIAL	221
6.1.1. Trasvase de recursos de los sistemas de reparto a los de capitalización	221
6.1.2. Asignación objetivo en línea con los países de nuestro entorno	222
6.2. EFECTOS DE ESTE CAMBIO DE ASIGNACIÓN EN LA INVERSIÓN INMOBILIARIA	223
6.3. LEGISLACIÓN A REDACTAR O MODIFICAR	224
6.3.1. Estabilidad y seguridad de la normativa. Simplificación y coherencia	226
6.3.2. Legislación sobre vehículos de inversión inmobiliaria	227
6.3.3. Legislación urbanística de ámbito estatal, autonómico y local	229
6.3.4. Legislación en materia de protección y conservación del patrimonio	231
6.3.5. Comisiones de protección de patrimonio	232
6.4. REPERCUSIÓN SOBRE LA PROFESIÓN DE ARQUITECTO	233
6.4.1. Ideas para la reestructuración del plan de estudios	233
6.4.2. Nuevos campos de actividad profesional	235
6.5. PROPUESTAS DE FUTURO	238

7 CONCLUSIONES	239
8 PROPUESTA DE NUEVAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	241
9 DIFUSIÓN DE RESULTADOS	243
9.1. ARTÍCULOS ENVIADOS Y PONENCIAS EN CONGRESOS INTERNACIONALES	243
9.2. ARTÍCULOS ENVIADOS A REVISTAS INDEXADAS ACEPTADOS	244
9.3. ARTÍCULOS PREPARADOS PARA ENVÍO A REVISTAS INDEXADAS JCR	244
9.4. OTRAS ACCIONES DE DIFUSIÓN PREVISTAS	244
FUENTES DE INFORMACIÓN	247
BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS	251
ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS	275
NOTAS	279

RESUMEN

La reducción de la natalidad, el alargamiento de la esperanza de vida y la tardía incorporación al mundo laboral, unidos al aumento del gasto sanitario, hacen necesario incrementar el ahorro destinado a la previsión social y optimizar su gestión.

El cambio paulatino del sistema público de pensiones, basado en el *Criterio de Reparto* piramidal, a sistemas públicos o privados, basados en el *Criterio de Ahorro* a largo plazo, aumentará aún más el volumen de recursos, que habrán de invertirse de forma eficiente. Los *Sistemas de Ahorro* hacen posible invertir las aportaciones de los partícipes a largo plazo y obtener rentabilidad, creando una importante actividad económica, frente a los *Sistemas de Reparto* que consumen inmediatamente todas las aportaciones en pagar las prestaciones de los pasivos y no generan ahorro ni inversión.

Los inversores institucionales son entidades que agrupan colectivos orientados a alcanzar objetivos de previsión social, dotándolos de la estructura adecuada y proporcionándoles los servicios necesarios para gestionar sus inversiones. Entre otros cabe citar: compañías de seguros, fondos y planes de pensiones y mutualidades.

Estos inversores suelen tener un perfil *Core* o *Core Plus* enfocado hacia inversiones con riesgo reducido y rentabilidad baja o moderada a largo plazo, evitando actuaciones especulativas. Sus valores éticos están en línea con los criterios de Responsabilidad Social Corporativa (RSC) y de sostenibilidad medioambiental. Este perfil se adecúa perfectamente a los requerimientos de la inversión en rehabilitación del patrimonio y regeneración urbana.

Su distribución de inversiones entre el ámbito financiero y el inmobiliario ha ido variando a lo largo de la historia, dependiendo de las circunstancias económicas de cada etapa, si bien ha tenido dos características definitorias: la parte destinada al sector financiero ha sido siempre mayoritaria, pero la porción invertida en el inmobiliario ha seguido una senda creciente, debido a su baja correlación con otras clases de activos, [Craft, T.,2005]¹.

La necesidad de mantener el patrimonio arquitectónico en condiciones adecuadas ha puesto de manifiesto la gran cantidad de recursos precisos. Sólo con el concurso de las Administraciones Públicas, resultaría imposible llegar a cubrir una mínima parte de esta labor de recuperación. Es imprescindible concitar la intervención de la iniciativa privada, haciendo atractivas estas actuaciones. En toda esta cuestión el papel de los inversores institucionales y del inmenso volumen de fondos que gestionarán será muy relevante.

Aprovechar de manera eficaz la disponibilidad de estos capitales crecientes para orientarlos hacia la revitalización del patrimonio y la regeneración urbana tendrá que pasar por una reconsideración de los criterios de protección del patrimonio y su forma de aplicación (*Protección Sostenible*). Ello deberá permitir una mayor flexibilidad, tanto en las actuaciones como en los cambios de uso necesarios, con nuevos criterios que preserven los valores urbanos y arquitectónicos esenciales, al objeto de reinventar estos edificios y dotarlos de la necesaria utilidad social y rentabilidad económica, para que los inversores institucionales, decidan desarrollarlos.

Todo ello contribuirá a recuperar y reutilizar el patrimonio urbano obsoleto, creando una intensa actividad y nuevos puestos de trabajo, en particular para los profesionales inmobiliarios y para los arquitectos.

La puesta en marcha de actuaciones de colaboración público-privada (*Public-Private Partnership PPP*), para encauzar estas inversiones institucionales hacia proyectos de rehabilitación del patrimonio cultural y de regeneración urbana, será un eficaz instrumento para potenciar estas actuaciones.

ABSTRACT

Natality decrease, lengthening of the life expectancy and late integration into the labour market, together with the rising of health expenses, make necessary to increase the amount of savings allocated to social prevision as well as to optimise its management.

The Gradual change from public pension systems, based on pyramidal *pay-as-you-go* (PAYGO or PAYG) *criteria*, to private or public systems duly *funded* on assets and based on *Long-Term Savings Criteria*, will increase even more the amount of resources to be invested in an efficient way. *Funded* systems are able to make long term investments of participant contributions, creating an important economic activity, while *PAYGO* systems spend immediately all received contributions for paying the benefits to pensioners and so that do not generate any savings to invest.

Institutional Investors are entities which group together collectives oriented to reach certain social prevision targets, providing them with the adequate structure and furnishing the necessary services to manage their investments. Among them, insurance companies, mutual labour unions and pension funds can be mentioned.

These investors use to have a *Core or Core Plus* profile, focused on very conservative investments, low risk level and reduced or moderate return to long term, avoiding a speculative behaviour. Their ethical principles are in line with the Corporate Social Responsibility (CSR) and environmental sustainability (SRB) criteria. This profile is perfectly adapted to the heritage recycling and urban regeneration requirements.

Their investment split between the financial and real estate fields has being varying along the history, depending on economic circumstances of each period, although it has always been characterised by two defining trends: the portion allocated to the financial sector has ever been the majority, but the part invested in real estate has followed a growing path, due to its low correlation with other asset classes, [Craft, T.,2005]².

Exigency of keeping architectural heritage in adequate conditions has brought to light the huge amount of necessary means. Just with the support of Public Administrations, it would become impossible to cover a minimum fraction of this recovery task. It is indispensable to provoke the intervention of private initiative, making more attractive those actions. In all this matter, institutional investors role, due to the enormous growing volume of funds under their management, will become more and more relevant

Taking advantage, in an efficient way, of those growing capitals availability to orient them towards heritage revitalisation and urban regeneration, will require necessarily a deep reconsideration of the heritage preservation criteria as well as their interpretation (*Sustainable Preservation*). This will have to permit a higher flexibility in the interventions, as in the necessary change of uses, with new criteria to preserve their urban and architectural essential values, in order to reinvent these buildings, by providing them with the adequate social utility and economic profitability. This way, institutional investor will decide to participate in their refurbishment.

This will contribute to recovery and recycling of urban heritage already obsolete, creating an intense activity and lots of new jobs, particularly in the real estate sector as well as for the architects.

The start-up of *Public-Private Partnership PPP* operations, to canalize institutional investments to cultural heritage refurbishment and urban regeneration projects, could represent one of the more efficient instruments to get both fields duly connected.

PREFACIO

0.1. INTRODUCCIÓN

La evolución de las pirámides de población hace cada vez más necesario incrementar el volumen de ahorro destinado a la previsión social, con el consiguiente desarrollo de la inversión inmobiliaria institucional. La adecuada gestión de estos capitales contribuirá a recuperar y reutilizar el patrimonio arquitectónico obsoleto, dando lugar además a una potente regeneración urbana.

Se analiza la relación entre la inversión inmobiliaria institucional que procede de los sistemas de previsión social, tales como fondos de pensiones, compañías aseguradoras, mutualidades laborales, etc. y la regeneración y reutilización del patrimonio arquitectónico, dotándolo de nueva vida y utilidad para el conjunto de la sociedad.

En líneas generales, la Tesis Doctoral que se propone engloba dos grandes epígrafes:

- Análisis de las relaciones existentes entre el mundo de la inversión inmobiliaria de carácter institucional y sus interacciones con los sistemas de previsión social actuales y futuros y, en un sentido más amplio, de sus efectos sobre el desarrollo económico y social de nuestro país en comparación con los de su entorno.
- Estudio del papel que la Arquitectura y los Arquitectos están llamados a interpretar en este contexto, así como de sus correspondientes derivadas sobre la evolución de la ciudad y de su centro urbano y sobre el proceso de reutilización y revitalización del patrimonio arquitectónico.

0.2. HIPÓTESIS

Es posible demostrar que existe una correlación entre la modernización de los sistemas de previsión social y el aumento de la inversión inmobiliaria institucional, que producirá una regeneración urbana con reutilización del patrimonio arquitectónico, ampliando el campo profesional de los Arquitectos.

0.3. OBJETIVOS

Los objetivos generales de la Tesis propuesta se enfocan en las siguientes cuestiones:

- Demostrar que la necesaria transformación de la previsión social, pasando del sistema de reparto al de ahorro/capitalización, en línea con su evolución en los países de nuestro entorno, producirá un incremento muy significativo de la inversión inmobiliaria institucional a largo plazo.

- Hacer patente la importancia del desarrollo de la inversión inmobiliaria institucional, como elemento generador de estabilidad y rendimiento que permita asegurar la sostenibilidad de los sistemas de previsión social en el futuro.
- Constatar la incidencia positiva de este fenómeno sobre la regeneración de la ciudad, la reutilización del patrimonio edificado obsoleto y la incorporación de los criterios de eficiencia y sostenibilidad.
- Como corolario, se dejará constancia de la influencia de este tipo de inversión en la recuperación de la actividad económica general, con la consiguiente generación de empleo y particularmente en la del sector inmobiliario, que se traducirá en una mayor carga de trabajo para los profesionales del sector y especialmente para los arquitectos, con la aparición y consolidación de nuevas formas de ejercicio profesional.
- Por último, se analizará la adaptación de la legislación vigente de aplicación para facilitar e impulsar este proceso.

Los objetivos específicos de la Tesis que se propone y que se desarrollan en detalle en los capítulos 1 al 5, son los siguientes:

1. Analizar los tipos y perfiles de inversores. Vehículos de inversión
2. Estudiar los sistemas de previsión social: pensiones, seguros de vida y salud
3. Determinar la relación entre previsión social e inversión institucional
4. Establecer las conexiones de ambos con la Arquitectura y la Ciudad
5. Analizar de forma crítica la legislación vigente

Tras alcanzar estos objetivos, se procederá a la fase de análisis e interpretación de resultados, que se recoge en el capítulo 6, haciendo especial énfasis en:

6. Constatar el cambio en la asignación de recursos a la previsión social
7. Definir los efectos de este cambio de asignación en la inversión Inmobiliaria institucional
8. Proponer la legislación a redactar o modificar
9. Evaluar la repercusión sobre la profesión de Arquitecto

Finalmente, y tras el capítulo de conclusiones, se completará la Tesis con la propuesta de nuevas líneas de investigación y/o ampliación y el plan de difusión de resultados.

0.4. ESTADO DE LA CUESTIÓN

Para estudiar el estado de la cuestión, se han analizado cerca de 850 referencias que se han clasificado por medios de publicación y de acuerdo con los temas fundamentales relacionados con esta Tesis.

Se ha podido constatar que existe una amplia documentación compuesta por multiplicidad de estudios, análisis e informes sobre los diferentes aspectos que abarca esta Tesis, pero no se ha llevado a cabo, hasta la fecha, un trabajo profundo de análisis e investigación, para determinar las relaciones entre ellos y establecer los parámetros de sensibilidad y los umbrales de reacción que permitan predecir las consecuencias que los

cambios en alguna de dichas áreas pueda producir sobre las otras, cuantificando los efectos en función de la amplitud de esas variaciones.

TEMA	REVISTAS		PAPERS		BIBLIOGRAFÍA		CONFER Y CONG		ART. PRENSA		ASOCIACIONES		ORG. PÚBLICOS		NORMATIVA		TOTAL	
MACROECONOMÍA	1	1,8%	0	0,0%	11	7,1%	0	0,0%	5	1,8%	2	3,8%	6	31,6%	0	0,0%	25	3,0%
SIST. PREV. SOCIAL/PENSIONES	3	5,3%	19	11,4%	42	26,9%	0	0,0%	75	27,7%	5	9,6%	9	47,4%	11	42,3%	164	19,4%
INVERSIÓN INSTITUCIONAL	12	21,1%	28	16,8%	21	13,5%	0	0,0%	10	3,7%	18	34,6%	1	5,3%	5	19,2%	95	11,2%
INMOBILIARIO	27	47,4%	79	47,3%	68	43,6%	87	89,7%	145	53,5%	22	42,3%	1	5,3%	5	19,2%	434	51,4%
RELAC. INV. INSTIT. E INMOB.	0	0,0%	33	19,8%	0	0,0%	0	0,0%	10	3,7%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	43	5,1%
ARQUITECTURA Y URBANISMO	10	17,5%	3	1,8%	1	0,6%	2	2,1%	1	0,4%	1	1,9%	0	0,0%	1	3,8%	19	2,2%
EFICIENCIA Y SOSTENIBILIDAD	0	0,0%	0	0,0%	12	7,7%	1	1,0%	0	0,0%	3	5,8%	1	5,3%	2	7,7%	19	2,2%
PATRIMONIO	4	7,0%	5	3,0%	1	0,6%	7	7,2%	25	9,2%	1	1,9%	1	5,3%	2	7,7%	46	5,4%
TOTAL	57	100,0%	167	100,0%	156	100,0%	97	100,0%	271	100,0%	52	100,0%	19	100,0%	26	100,0%	845	100,0%

MACROECONOMÍA	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
SIST. PREV. SOCIAL/PENSIONES	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
INVERSIÓN INSTITUCIONAL	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
INMOBILIARIO	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
RELAC. INV. INSTIT. E INMOB.	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	BIBLIOGRAFÍA	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
ARQUITECTURA Y URBANISMO	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
EFICIENCIA Y SOSTENIBILIDAD	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA
PATRIMONIO	REVISTAS	PAPERS	BIBLIOGRAFÍA	CONFER Y CONG	ART. PRENSA	ASOCIACIONES	ORG. PÚBLICOS	NORMATIVA

EXISTE	
NO EXISTE	

DISTRIBUCIÓN POR MEDIOS

DISTRIBUCIÓN POR TEMAS

Fig. 1 – Estado de la Cuestión. Referencias analizadas y clasificación

Fuente: elaboración propia

Por lo tanto, existe un vacío de conocimiento en esa materia que esta Tesis tiene por objeto cubrir y desarrollar.

Al final del documento se especifican en detalle las Fuentes de Información y la Bibliografía consideradas.

0.5. JUSTIFICACIÓN

La conveniencia y oportunidad de esta Tesis se fundamenta en la necesidad de analizar las variables que se describen a continuación y determinar las relaciones entre ellas, con el fin de canalizar los recursos generados, de forma adecuada para producir unos efectos económicos y sociales óptimos.

Se trata de un estudio muy transversal que conecta áreas de conocimiento y realidades sociales muy diferentes, pero entre las que existen correspondencias muy destacadas y en las que este doctorando ha adquirido una larga y extensa experiencia profesional.

Los elementos objeto de este análisis son los siguientes:

- Evolución de los parámetros poblacionales en el mundo occidental. Modernización de la sociedad: tasa de natalidad, esperanza de vida, prolongación del periodo de formación previo a la incorporación laboral y sus consecuencias demográficas: pirámides de población.
- Replanteamiento y racionalización de los actuales sistemas de previsión social, a fin de recuperar su viabilidad presente y garantizar la futura: nuevas bases del *Estado del Bienestar*.
- Optimización de procedimientos de gestión de recursos económicos asignados a la protección social.
- Redistribución de los capitales invertidos y optimización de sus retornos.
- Generación de actividad económica y traducción en la creación de empleo.
- Reutilización del patrimonio arquitectónico obsoleto y regeneración urbana.
- Adecuación de la legislación vigente y necesidad de nueva normativa, así como reconsideración de la actuación de la Administración Pública.
- Reorientación y ampliación del campo profesional de los arquitectos.

Los resultados y conclusiones obtenidos en esta Tesis permitirán encauzar convenientemente los recursos generados por estos cambios sociales, de modo que contribuyan a mejorar el bienestar social, a través de la revitalización del patrimonio arquitectónico y de la ciudad, con su corolario de creación de actividad económica y empleo.

Este doctorando considera que estos efectos positivos justifican ampliamente el interés de la Tesis que se ha realizado.

0.6. METODOLOGÍA

Para llevar a cabo el desarrollo de la Tesis planteada, se ha optado por la siguiente forma de organización metodológica, estructurada en fases, objetivos, actividades e hitos.

La Tesis se estructura en las cinco grades fases siguientes:

- A) INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO
- B) ANALISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS
- C) CONCLUSIONES
- D) PROPUESTA DE NUEVAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN/AMPLIACIÓN
- E) DIFUSIÓN DE RESULTADOS

A) INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO

OBJETIVO 1: Tipos y perfiles de inversores. Vehículos de inversión

1 Análisis y clasificación de inversores

<u>Actividad 1:</u>	Determinación de perfiles generales de inversores
<u>Actividad 2:</u>	Tipos de inversores institucionales: Fondos de Pensiones, Cías Seguros, Mutualidades, etc.
<u>Actividad 3:</u>	Encuadre de la Hermandad Nacional de Arquitectos en el contexto histórico de la previsión social en España
<u>Actividad 4:</u>	Inversión inmobiliaria versus inversión financiera. Evolución en el tiempo
<u>Actividad 5:</u>	Inversión inmobiliaria directa versus inversión inmobiliaria indirecta: fondos y otros vehículos de inversión
<u>Hito 1:</u>	Gráficos comparativos de los países de nuestro entorno

2 Análisis de Vehículos de inversión inmobiliaria

<u>Actividad 1:</u>	Tipos de vehículos. Fondos de inversión
<u>Actividad 2:</u>	Clasificación por perfiles de inversión
<u>Actividad 3:</u>	Vehículos en relación con tipos de inversores
<u>Actividad 4:</u>	Estudio particular de los REITs o SOCIMIs
<u>Actividad 5:</u>	Referencia a las SICAV
<u>Hito 2:</u>	Volúmenes de inversión inmobiliaria por tipos de vehículos en España y contexto internacional. Gráficos

3 Fondos institucionales de inversión inmobiliaria

<u>Actividad 1:</u>	Contexto histórico: nacimiento, causas y evolución
<u>Actividad 2:</u>	Diferencia con fondos oportunistas o especulativos y filosofía de actuación.
<u>Actividad 3:</u>	Criterios de inversión: relaciones y diagramas Riesgo / rentabilidad / liquidez / diversificación
<u>Actividad 4:</u>	Plazos de inversión y resultados de rentabilidad exigidos
<u>Hito 3:</u>	Valores éticos de la inversión inmobiliaria institucional

4 Gestoras de fondos inmobiliarios

<u>Actividad 1:</u>	Estructura y división de funciones. Cualificación profesional exigida.
<u>Actividad 2:</u>	Fund Management versus Asset Management
<u>Actividad 3:</u>	Funciones del Banco Depositario
<u>Actividad 4:</u>	Garantías para los inversores. Parámetros de seguridad. <i>Reporting</i> y control de los inversores
<u>Hito 4:</u>	Organigrama de funcionamiento de una gestora.

5 Análisis comparativo del contexto internacional: diferentes regulaciones

<u>Actividad 1:</u>	Aproximación a los <i>Spezial Fonds</i> alemanes
<u>Actividad 2:</u>	Fondos Institucionales en Holanda
<u>Actividad 3:</u>	Fondos Institucionales en Reino Unido
<u>Actividad 4:</u>	Fondos Institucionales en Francia
<u>Actividad 5:</u>	Fondos Institucionales en Países Nórdicos
<u>Actividad 6:</u>	Fondos Institucionales en Luxemburgo
<u>Actividad 7:</u>	Fondos Institucionales en USA y Canadá
<u>Actividad 8:</u>	Fondos Soberanos en Europa, América y Asia
<u>Actividad 9:</u>	Comparativa de volúmenes de inversión por países y evolución pasada
<u>Actividad 10:</u>	Causas de las diferencias de desarrollo entre los diversos países
<u>Hito 5:</u>	Mapamundi de la inversión inmobiliaria institucional

6 Origen, destino y flujos de inversión inmobiliaria y mercados

<u>Actividad 1:</u>	Inversión institucional versus Inversión total
<u>Actividad 2:</u>	Segmentación por productos: oficinas, comercial, residencial, hotelero, logístico, dotacional e infraestructuras
<u>Actividad 3:</u>	Mercados emisores y receptores. Principales flujos
<u>Actividad 4:</u>	Previsiones de evolución futura
<u>Hito 6:</u>	Mapas y diagramas de flujos de inversión. Gráficos y curvas comparativos

OBJETIVO 2: Sistemas de previsión social: pensiones, seguros de vida y salud

1 Contexto social

<u>Actividad 1:</u>	Pirámides de población
<u>Actividad 2:</u>	Edades de jubilación y vida laboral
<u>Actividad 3:</u>	Esperanza de vida
<u>Actividad 4:</u>	Tendencias y evolución en el contexto internacional. Ratio de Dependencia
<u>Hito 1:</u>	Movimientos migratorios y su influencia

2 Sistemas de previsión social

<u>Actividad 1:</u>	Sistemas de capitalización y de reparto
<u>Actividad 2:</u>	Sistemas públicos versus sistemas privados
<u>Actividad 3:</u>	Rango e importe de coberturas
<u>Actividad 4:</u>	Análisis comparativo del contexto internacional
<u>Hito 2:</u>	Ahorro privado/institucional: Mapas y gráficos

3 Aspectos legales y financieros

<u>Actividad 1:</u>	Influencia de la legislación vigente de aplicación
<u>Actividad 2:</u>	Contribución del sistema bancario y asegurador
<u>Actividad 3:</u>	Optimización de rentabilidad versus Incremento coste de previsión social
<u>Actividad 4:</u>	Evolución previsible y aconsejable
<u>Actividad 5:</u>	Soluciones viables para la previsión social
<u>Hito 3:</u>	Coste político y como minimizarlo

OBJETIVO 3: Relación entre previsión social e inversión institucional

1 Reflejo en el desarrollo económico, empresarial y social

<u>Actividad 1:</u>	Cifras de volumen de inversión institucional
<u>Actividad 2:</u>	Traducción al incremento de actividad económica
<u>Actividad 3:</u>	Proyección sobre el incremento del P.I.B.
<u>Actividad 4:</u>	Análisis de la generación de puestos de trabajo
<u>Hito 1:</u>	Ecuaciones y funciones de relación. Gráficas

2 Efecto sobre el sector inmobiliario. Sistemas de previsión social versus inversión Inmobiliaria institucional

<u>Actividad 1:</u>	Incremento del P.I.B. del sector inmobiliario y de los sectores sinérgicos
<u>Actividad 2:</u>	Incremento del volumen de trabajo para los profesionales inmobiliarios
<u>Actividad 3:</u>	Incremento del volumen de trabajo para los arquitectos
<u>Hito 2:</u>	Nuevas actividades y destrezas. Prop Tech

OBJETIVO 4: Conexiones con la Arquitectura y la Ciudad

1 Interacciones con la Arquitectura

<u>Actividad 1:</u>	Conexiones en aspectos artísticos y culturales
<u>Actividad 2:</u>	Conexiones en aspectos técnicos
<u>Actividad 3:</u>	Conexiones en aspectos económicos y sociales
<u>Actividad 4:</u>	Vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad
<u>Hito 1:</u>	Efecto sobre la movilidad social y laboral

2 Repercusión sobre el patrimonio arquitectónico

<u>Actividad 1:</u>	Reutilización del patrimonio arquitectónico
<u>Actividad 2:</u>	Rentabilidad económica versus rehabilitación / obsolescencia
<u>Actividad 3:</u>	Patrimonio activado Asset versus patrimonio <i>museizado</i>
<u>Actividad 4:</u>	Necesaria flexibilización normativa con criterios realistas: "Puertas al Campo"
<u>Hito 2:</u>	¿Cómo lo hacen nuestros vecinos?

3 Interacciones con la Ciudad. Regeneración y revitalización urbanas

<u>Actividad 1:</u>	Recuperación de los centros urbanos
<u>Actividad 2:</u>	Intensificación y mezcla de usos
<u>Actividad 3:</u>	Revitalización del espacio público de convivencia
<u>Actividad 4:</u>	La Ciudad como reflejo de la actividad económica y de inversión
<u>Hito 3:</u>	Las carencias de los nuevos barrios

4 Eficiencia y sostenibilidad

<u>Actividad 1:</u>	Eficiencia energética y ajuste a necesidades y criterios de uso actuales de los edificios
<u>Actividad 2:</u>	Certificación medioambiental: valor social, comercial, reputacional y económico
<u>Hito 4:</u>	Experiencia internacional: Mapa de desarrollo

OBJETIVO 5: Análisis crítico de la legislación vigente**1 Análisis crítico de la legislación española de reciente promulgación**

<u>Actividad 1:</u>	Ley 16/1985, de 25 de junio, del Patrimonio Histórico Español
<u>Actividad 2:</u>	Ley 3/2013, de 18 de junio, de Patrimonio Histórico de la Comunidad de Madrid
<u>Actividad 3:</u>	Ley 8/2013, de 26 de junio, de Rehabilitación, Regeneración y Renovación urbanas
<u>Actividad 4:</u>	Ley 4/2013, de 4 de junio, de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado del Alquiler de Viviendas
<u>Actividad 5:</u>	Real Decreto Ley 21/2018 de 14 de diciembre de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Alquiler

2 Análisis crítico de la legislación europea de aplicación

<u>Actividad 1:</u>	Directiva (UE) 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2018
<u>Actividad 2:</u>	Objetivos 2020 Cambio Climático y Sostenibilidad Energética
<u>Hito 2:</u>	Estrategia de Gestión de Rehabilitación energética presentada por España a la UE

3 Análisis crítico de otra legislación vigente relevante

<u>Actividad 1:</u>	RDL 6/2004 Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, RDL 1/2002 Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones y RD 304/2004 Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones
<u>Actividad 2:</u>	Ajuste de la legislación a la realidad económico-social
<u>Hito 3:</u>	Homogenización de la legislación a la luz de la regulación internacional

B) ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS**OBJETIVO 6: Cambio en la asignación de recursos a la previsión social**

<u>Actividad 1:</u>	Trasvase de recursos de los sistemas de reparto a los de capitalización
<u>Actividad 2:</u>	Porcentajes de asignación objetivo en línea con los países de nuestro entorno y con la evolución de los parámetros de población y necesidades sociales

OBJETIVO 7: Efectos de este cambio de asignación en la inversión inmobiliaria institucional**OBJETIVO 8: Legislación a redactar o modificar**

<u>Actividad 1:</u>	Estabilidad y seguridad de la normativa. Simplificación y coherencia entre regulación estatal y autonómica
<u>Actividad 2:</u>	Legislación sobre vehículos de inversión inmobiliaria y seguros privados
<u>Actividad 3:</u>	Legislación urbanística, de ámbito estatal, autonómico y local
<u>Actividad 4:</u>	Legislación en materia de protección y conservación del patrimonio
<u>Hito 1:</u>	Comisiones de protección de patrimonio: composición, atribuciones y exigencia de responsabilidades

OBJETIVO 9: Repercusión sobre la profesión de Arquitecto

<u>Actividad 1:</u>	Ideas para la reestructuración del plan de estudios: nuevas áreas formativas necesarias
<u>Actividad 2:</u>	Nuevos campos de actividad profesional

C) CONCLUSIONES**D) PROPUESTA DE NUEVAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN Y/O AMPLIACIÓN.****E) DIFUSIÓN DE RESULTADOS**

CAPÍTULO

INVERSORES Y VEHÍCULOS DE INVERSIÓN

Durante esta primera fase de la investigación se ha procedido a analizar y clasificar los diferentes tipos de inversores, atendiendo a los diversos criterios habitualmente utilizados en el mercado, así como a un estudio de los diferentes vehículos y formatos de inversión más comúnmente empleados en el área inmobiliaria.

Se ha puesto especial énfasis en los fondos de inversión inmobiliaria de carácter institucional, objeto principal de este trabajo, realizando un estudio pormenorizado de los mismos, así como de las entidades gestoras, en sus diferentes aspectos de captación de capital y de gestión de activos.

Se completa este capítulo con un análisis comparativo de las diferentes legislaciones nacionales en aquellos países en los que esta industria ha tenido un mayor desarrollo, estableciendo las trayectorias y volumen de fondos correspondientes a los flujos de inversión transnacionales y transcontinentales.

1.1. ANÁLISIS Y CLASIFICACIÓN DE INVERSORES

Se trata de explorar los diversos tipos de inversores que actúan en el mercado, procediendo a su clasificación por la procedencia de sus fondos, perfil de riesgo/rentabilidad, estructura organizativa, duración en el tiempo, flexibilidad de entrada y salida, cotización en mercados organizados, etc.

1.1.1. Determinación de perfiles generales de inversores

- **Por la procedencia de sus fondos**, los inversores se clasifican en Privados y Públicos, dependiendo de si se circunscriben a un solo inversor particular o a un grupo reducido de inversores, sean estos personas físicas o jurídicas o si, por el contrario, el colectivo de inversores está formado por un gran número de individuos.

Cuando estos individuos no tienen vinculación entre sí ni características comunes el fondo se denomina simplemente Público. En otro caso y cuando se trata de colectivos orientados a la consecución de determinados objetivos y vinculados a

una entidad organizadora y gestora de las inversiones, reciben el nombre de Inversores Institucionales.

Entre los Inversores Privados se puede citar, a parte de las personas físicas, los siguientes:

- *Family Offices*: Entidades compuestas por grupos familiares.
- SII: Sociedades de Inversión Inmobiliaria.
- SICAVs: Sociedades de Inversión de Capital Variable.
- Compañías inmobiliarias no cotizadas en bolsa.
- Fondos de *Private Equity*: formados por grupos de inversores privados.

Como ejemplos de Inversores Públicos no institucionales pueden mencionarse:

- FII: Fondos Públicos de Inversión Inmobiliaria, normalmente gestionados por bancos y comercializados entre sus clientes.
- REITs: Real Estate Investment Trust. Son fondos de inversión inmobiliaria cotizados en bolsa y sujetos a determinados requisitos que se analizarán en detalle más adelante.
- SOCIMIs: Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria. Versión de los REITs adaptada a la legislación española.
- Inmobiliarias Cotizadas en Bolsa. Dentro de su división patrimonialista invierten sobre todo en oficinas y en centros comerciales, siendo su inversión residencial para alquiler muy reducida.

Aunque los citados Inversores Privados o Públicos actúen de forma organizada agrupados en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), a efectos de esta Tesis solo se consideran como Inversores Institucionales los incluidos en el siguiente párrafo.

De acuerdo con ello, en el grupo de los Inversores Institucionales, los más significativos serían:

- Compañías de Seguros, en sus diversas ramas y sectores.
- Mutualidades de Previsión Social.
- Fondos de Pensiones.
- Fondos Soberanos: Invierten recursos captados por los Estados.
- Entidades Financieras a través de diferentes Plataformas de inversión colectiva.

Estos inversores pueden actuar, a su vez de forma directa e individualizada o bien agrupados en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

- **Por su Perfil de Riesgo/Rentabilidad**, podrían distinguirse los siguientes escalones, partiendo de los más conservadores hacia los más arriesgados:

- **Core**: Riesgo reducido y muy delimitado/rentabilidad baja: Inmuebles situados en localizaciones *prime* (de primera categoría), alquilados en un 100% y a largo plazo con inquilinos muy solventes y en perfecto estado de conservación que no hace necesarias operaciones de reinversión, mejora o rehabilitación. Nivel de apalancamiento financiero bajo: *Loan to Value* LTV (deuda/inversión total) entre 0,0% (100 % capital propio o *equity*) y 50,0%. Según la clasificación de fondos de INREV (*European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles*), esta ratio no debe superar el 40%. Este tipo de fondos admitiría un porcentaje máximo de activos que no produzcan ingresos de un 15,0% y una exposición máxima de activos en fase de desarrollo o rehabilitación de un 5,0%. [INREV, 2012]³

- **Core Plus:** Admiten algo más de riesgo, pero restringido a pequeños porcentajes de *vacancy* (desocupación), contratos de arrendamiento algo más cortos y pequeñas operaciones de mejora o reparación. Aceptan localizaciones *prime* o *semi-prime*, pero no secundarias o periféricas. A cambio, buscan un plus de rentabilidad a través de la posibilidad de mejora de las condiciones iniciales en que el inmueble fue adquirido. LTV superior al 50% hasta un máximo del 65,0%. Según la citada clasificación de INREV el nivel de apalancamiento sería superior al 40,0%. [INREV, 2012]
- **Value Added** (Valor Añadido): Se enfocan hacia localizaciones mas secundarias o periféricas con perspectivas de mejora e inmuebles que se encuentren en situaciones arrendaticias menos favorables, con mayor desocupación y contratos de arrendamiento más cortos y/o que necesiten operaciones de rehabilitación o puesta al día más significativas. Se busca conseguir un reposicionamiento del edificio en el mercado que permita no sólo mejorar la rentabilidad derivada del arrendamiento, vía incremento de ocupación y subida de rentas por renegociación de contratos o sustitución de inquilinos, sino también generar un incremento del valor de mercado del inmueble (*Value Added*). Riesgo y rentabilidad moderados. LTV del 50,0% hasta el 75,0%. Según la mencionada clasificación de INREV el valor de LTV debería moverse entre el 40,0 y el 60,0%, aceptando un peso de activos no productivos en su cartera del 15,0 al 40,0% y una exposición a activos en desarrollo o rehabilitación del 5,0 al 25,0%. [INREV, 2012]
- **Opportunity** (Oportunidad): Su objetivo es la adquisición de inmuebles o *portfolios* (carteras) de inmuebles, que se encuentren en situaciones difíciles y requieran la solución de problemas significativos y que puedan comprarse con importantes descuentos sobre el valor de mercado que tendrían si se encontraran en una situación de explotación normal. El inversor oportunista dispone de los conocimientos y medios para solucionar estos problemas y obtener así una revalorización significativa de los activos. El riesgo asumido es elevado y por lo tanto la rentabilidad exigida también. LTV superior al 70,0% hasta el 90,0% o superior. Para INREV es suficiente que el LTV sea superior al 60,0%, el volumen de activos no productivos mayor del 40% y la exposición a inmuebles en desarrollo o rehabilitación por encima del 25,0% de su cartera. [INREV, 2012]
- **Development** (Promoción): El perfil de riesgo es el clásico de la promoción inmobiliaria que supone la adquisición de un suelo o edificio para rehabilitar, llevando adelante todo el proceso completo de proyecto, construcción y comercialización del nuevo inmueble. Los perfiles de riesgo varían dependiendo de la localización, uso del edificio, forma de comercialización, etc. En todo caso se trata del riesgo inherente a este tipo de actuaciones que siempre es de moderado a alto y por tanto la rentabilidad exigida va acorde con el mismo. LTV hasta el 90,0%.

PERFILES DE RIESGO/RENTABILIDAD

	Core	Core Plus	Value Added	Opportunity	Development
Riesgo vs Rentabilidad	Muy bajo / 4-6 %	Bajo / 6-8 %	Moderado/ 8-10 %	Alto / >15 %	Alto / >15 %
Localización activos	Prime CBD	CBD-Secund	Secund-Periferia	Sec-Satélite	-
Duración / Ocupación	Larga 100%	Media 80%	Alta desocupación	Vacío	Vacío
Capex / Reinversión	No	< 200 €/m ²	500-800 €/m ²	> 600 €/m ²	100 %
LTV Apalancamiento	< 50 %	< 65 %	< 75 %	Máximo	Máximo
Inversores	Instit. / FO	Instit. / Priv.	Instit. / Priv. Equity	Priv. Equity	Promotores

Fig. 2 – Perfiles de riesgo/rentabilidad

Fuente: elaboración propia

- **Atendiendo a su estructura, duración, flexibilidad de entrada y salida, cotización, etc.** cabe hablar de diferentes tipos de fondos y vehículos de inversión que se analizarán pormenorizadamente dentro del objetivo 2 de esta fase de la investigación. Baste por ahora mencionar algunos de los más significativos:
 - *Open/Closed* (Abiertos/Cerrados): según que los inversores puedan entrar o salir con mayor o menor facilidad y rapidez, es decir del grado de liquidez.
 - *Open-End/Closed-End*: según que la duración del fondo sea ilimitada o limitada y el capital sea ilimitado o fijo. Los *Open-End Funds* se definen generalmente como vehículos de vida y capital ilimitados, que agrupan a inversores que tienen la posibilidad de entrar o salir del fondo de una forma periódica, sujeta a una previa solicitud de aportación o rescate, lo que ofrece un cierto grado de liquidez a la inversión. Los *Closed-End* tienen un capital fijo y una duración limitada.
 - Estructuras específicas según las legislaciones nacionales aplicables, por ejemplo, los Fondos Especiales alemanes *Spezial Fonds*, las SICAV de Luxemburgo, etc.

1.1.2. Tipos de inversores institucionales: Fondos de Pensiones, Compañías de Seguros y Mutualidades

Se consideran como inversores institucionales aquellas entidades que agrupan colectivos de personas orientados a la consecución de determinados objetivos, generalmente relacionados con la previsión social, dotándolos de la estructura adecuada, dentro de la regulación establecida por la legislación vigente y proporcionándoles los servicios necesarios para gestionar adecuadamente sus inversiones.

Tal y como se ha indicado en el epígrafe anterior, cabe incluir los siguientes tipos:

- **Compañías de Seguros, en sus diversas ramas y sectores:** son todas aquellas entidades que tienen por objeto el aseguramiento de cualquier tipo de bienes y servicios, responsabilidad civil, etc. así como prestaciones de previsión social tales como seguros de vida, accidentes, incapacidad total o parcial, jubilación, etc.

Reciben contribuciones o aportaciones (primas) de sus asegurados que constituyen grandes capitales que deben ser invertidos de forma adecuada.

Tanto en su estructura organizativa, como en su gestión y características de sus inversiones, relación con sus asegurados, rendición y auditoría de cuentas, etc.,

deben sujetarse a la legislación vigente de aplicación en cada uno de los países en los que ejercen su actividad. En España, la principal normativa está constituida por la *Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*, BOE 168 de 15 de julio de 2015 desarrollada y complementada por el *Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*, BOE 288 de 2 de diciembre de 2015. Ambos sustituyeron a la anterior legislación, constituida por la *Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*, cuyo Texto Refundido se aprobó por Real Decreto Legislativo 6/2004 de 29 de octubre, BOE 267 de 05.11.2004.

En la vigente Legislación se regulan entre otros, de forma pormenorizada, los requisitos que deben cumplir los activos inmobiliarios objeto de inversión, de modo que sean válidos para ser afectados a la *cobertura de provisiones técnicas* de la compañía.

- **Mutualidades de Previsión Social:** son un tipo específico de compañías de seguros, orientadas a la previsión social de sus asegurados (mutualistas). En casi todas las ocasiones proceden de los sistemas de previsión social de colectivos profesionales, laborales o de trabajadores de una determinada empresa o entidad. Los asegurados, denominados mutualistas, son a la par propietarios de una pequeña participación en el capital de la mutualidad, que no tiene la condición de sociedad mercantil anónima o limitada, ni cotiza en mercados organizados.

Las prestaciones que ofrecen son básicamente: pensiones de jubilación, viudedad y orfandad, prestaciones por incapacidad total o parcial y temporal o indefinida, fallecimiento, asistencia médica o salud, seguros de accidentes, etc.

En nuestro país quedan muy pocas de estas entidades, a pesar de que en tiempos pasados fueron muy numerosas. Sin embargo, en los países del centro y norte de Europa y especialmente en Alemania, así como en los Estados Unidos, Australia, etc. constituyen un tejido de protección social muy rico y bien gestionado, no existiendo colectivo profesional o empresa mediana o grande que no disponga de este instrumento de previsión.

Algunas de estas mutualidades gozan, de acuerdo con la legislación, de la condición de alternativas a la Seguridad Social Pública, como es el caso de la Hermandad Nacional de Arquitectos o de la Mutualidad de la Abogacía, pudiendo sus mutualistas o afiliados elegir entre darse de alta en el Régimen Especial de Trabajadores Autónomos (RETA) de la Seguridad Social pública o afiliarse a la mutualidad. Las que gozan de este carácter alternativo deben recibir de sus mutualistas unas aportaciones que garanticen las prestaciones mínimas cubiertas por la Seguridad Social.

En otros casos, actúan únicamente como sistemas de previsión social complementarios a los de carácter público, conservando la compatibilidad de ambas prestaciones.

En líneas generales están reguladas por la misma legislación que las compañías aseguradoras, en particular en lo que respecta a la gestión de sus inversiones y características que deben cumplir los activos afectos a la cobertura de provisiones técnicas, si bien quedan afectadas por algunas particularidades específicas para este tipo de entidades.

- **Fondos y Planes de Pensiones:** son patrimonios que se constituyen por las aportaciones periódicas y/o extraordinarias de sus partícipes, bien de forma individual, bien como miembros de un determinado colectivo profesional o laboral que se integra en el fondo a través de un plan de pensiones.

Los capitales generados por las aportaciones realizadas más los rendimientos obtenidos por la inversión de los mismos, a través de diferentes instrumentos, se destinan a cubrir las prestaciones de jubilación, viudedad, orfandad, fallecimiento, incapacidad, etc. de sus partícipes y beneficiarios. La masa de ahorro formada por el capital más sus rendimientos puede recibirse mediante un pago único, al cumplirse los requisitos para su rescate, o bien mediante una cantidad periódica producida por el rendimiento del capital acumulado, de modo que no se produzca el consumo o disminución de este.

Normalmente los sistemas están diseñados de modo que las cantidades aportadas no pueden ser retiradas o rescatadas hasta que no se alcanza la edad de jubilación o se producen determinadas circunstancias que justifican la procedencia de su rescate, como por ejemplo una situación de desempleo prolongada, enfermedad o incapacidad, etc.

En la mayor parte de los casos, la capitalización de los fondos es *individual* para cada partícipe y depende de las cantidades aportadas y del perfil de riesgo/rentabilidad y de las modalidades de inversión elegidas.

En algunos de ellos, cuando se trata de planes de pensiones de empresas o entidades en que las aportaciones de todos los partícipes son iguales, o existen pactos de solidaridad interpersonal, la inversión y capitalización de los fondos se realiza de forma *colectiva*, aunque esta modalidad es cada vez menos habitual.

Muchas compañías en todo el mundo disponen de estos instrumentos de previsión social, de modo que todos sus trabajadores reciben, como parte de su paquete salarial, una aportación periódica a estos fondos, a través del correspondiente plan de pensiones, que es el instrumento que define y regula las cuantías de las aportaciones, formas de inversión y gestión, participación en los resultados y prestaciones que se recibirán al alcanzar el partícipe los requisitos establecidos.

En otras ocasiones, los fondos de pensiones son creados por instituciones especializadas, que reúnen los requisitos establecidos por la legislación vigente, tales como entidades financieras, compañías de seguros, mutualidades, etc., siendo sus partícipes pequeños inversores o ahorradores privados que deciden aplicar una parte de sus ingresos a mejorar su previsión social.

En ambos casos, estos fondos de pensiones deben estar gestionados por entidades especializadas, denominadas *gestoras*, que deben cumplir unos requisitos muy exigentes, establecidos por la legislación de cada país y sector, a fin de garantizar la seguridad de los fondos depositados por los partícipes. Suele ser también un elemento indispensable el depósito de los fondos en una *entidad depositaria*, que suele ser un banco, que garantiza estas aportaciones y controla la actuación de la gestora, como se explicará detalladamente más adelante.

Generalmente en todos los países, este tipo de instrumentos gozan de importantes exenciones y ventajas fiscales, a fin de complementar y mejorar los sistemas de protección social públicos e incentivar el ahorro y la previsión privada de los ciudadanos, mejorando la rentabilidad financiero-fiscal.

En España la legislación más relevante que regula estos instrumentos está constituida por la *Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones*, cuyo Texto Refundido se aprobó por Real Decreto Legislativo 1/2002 de 29 de noviembre, BOE 298 de 13.12.2002.

La gran ventaja de estos instrumentos de previsión social basados en el *sistema de capitalización*, frente a los que se apoyan en el sistema de reparto, es que en los primeros las prestaciones empiezan a recibirse muchos años después de haber realizado las aportaciones, lo que da lugar a la formación de una masa de ahorro que puede invertirse a largo plazo, lo que genera unos rendimientos que aumentan de forma muy considerable el capital acumulado.

Por el contrario, en los *sistemas denominados de reparto*, todas las aportaciones realizadas se consumen inmediatamente en pagar las prestaciones de los individuos que ya han generado el derecho a las mismas, funcionando como un sistema piramidal en el que las aportaciones de los partícipes que están en edad laboral activa se consumen totalmente en sufragar las prestaciones de los pasivos. De este modo no se genera ningún ahorro y por lo tanto no existe ninguna posibilidad de inversión ni de obtención de rendimientos, de modo que el sistema es económicamente mucho más ineficiente.

- **Fondos Soberanos:** son patrimonios creados por los Estados de diversos países para invertir los excedentes de los recursos captados, procedentes de la recaudación de impuestos, cotizaciones a sistemas de previsión social públicos, fondos de pensiones de funcionarios, explotación de recursos naturales, como gas, petróleo, etc.

Este tipo de fondos soberanos existen en países de gran tradición ahorro/inversora, como son los países nórdicos, Canadá, USA, etc. y también en países que acumulan grandes capitales procedentes de la explotación de sus riquezas naturales y en particular del petróleo, como los emiratos árabes, países del golfo, etc. y en ciertos países del área Asia-Pacífico, como Singapur, Hong Kong, etc.

Sus órganos de gestión son entidades públicas integradas en los organigramas estatales y sujetas a estrictos criterios de organización actuación y control, regulados por las diferentes legislaciones nacionales.

- **Entidades Financieras a través de diferentes Plataformas de inversión colectiva.** Tanto los bancos y cajas de ahorro, como las compañías de seguros y mutualidades, crean vehículos de inversión inmobiliaria colectiva con diferentes estrategias de inversión y perfiles de riesgo/rentabilidad, que ofrecen a sus clientes, a través de sus redes comerciales.

Estos vehículos o plataformas de inversión están también regulados por la legislación vigente de aplicación en cada país, que tiene como objetivo fundamental garantizar la seguridad y la correcta gestión de las inversiones y defender los derechos de los partícipes o inversores en estos fondos.

En España la legislación de referencia está constituida por la *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva*, BOE núm. 265, de 05/11/2003, así como por el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva*, BOE núm. 173, de 20/07/2012.

Perfil de los Inversores Institucionales. En general todos los inversores encuadrados en esta tipología se caracterizan por un perfil conservador y de aversión al riesgo *risk-averse*, aceptando en consecuencia rentabilidades moderadas o incluso reducidas. Sus requerimientos de inversión se enfocan hacia productos denominados *core* o *core plus*, tal como se han definido más arriba, en sectores como las oficinas y centros o locales comerciales, en zonas céntricas de las principales ciudades.

El periodo de inversión suele ser de medio a largo plazo y aunque tratan lógicamente de aprovechar los ciclos inmobiliarios, tienden a huir de inversiones cortoplacistas de carácter especulativo.

La normativa que los regula hace especial énfasis en garantizar una diversificación adecuada para limitar la concentración de riesgo, fijando el volumen y/o porcentaje máximo que cada activo puede representar en el conjunto de la cartera del fondo y procurando también la adecuada distribución geográfica de las inversiones, evitando su acumulación en una misma área.

También se establecen criterios que garanticen la adecuada liquidez de las inversiones, estableciendo límites máximos de volumen a los activos y regulando los procedimientos y plazos para que los inversores puedan deshacer sus posiciones.

Igualmente se limita el apalancamiento financiero máximo de cada inversión, no superando generalmente el 50% de *LTV* o *Loan to Value*, para evitar los riesgos derivados de un endeudamiento excesivo y la creación de rentabilidades financieras ficticias que no estén adecuadamente soportadas por el rendimiento real de la inversión desapalancada.

Otro aspecto que siempre contemplan estas regulaciones es la limitación del número máximo de vehículos o estructuras corporativas o societarias interpuestas entre el activo y el vehículo de inversión o los inversores. Así, se establece, por ejemplo, unos porcentajes máximos de inversión de la cartera del fondo a través de la adquisición de sociedades tenedoras de activos (*share-deals*) o de acciones de compañías inmobiliarias, acotando también el número máximo de sociedades interpuestas.

1.1.3. Encuadre de la Hermandad Nacional de Arquitectos HNA en el contexto histórico de la previsión social en España

La Hermandad Nacional de Arquitectos es una mutualidad de previsión social que goza del carácter de alternativa al Régimen de Trabajadores Autónomos (RETA) de la Seguridad Social. Esto quiere decir que aquellos arquitectos que ejerzan su profesión como profesionales autónomos, o sea, por cuenta propia, pueden optar entre darse de alta en el citado RETA o bien hacerlo en la Hermandad Nacional de Arquitectos.

Nace en el año 1944 como una entidad de previsión social obligatoria para los profesionales de la arquitectura. En aquella época, en la que todavía no existía el RETA de la Seguridad Social, los profesionales y en general los trabajadores por cuenta propia no disponían de un sistema de previsión social público. La Hermandad se crea, como otras muchas mutualidades profesionales y laborales, para cubrir este vacío y dotar de un

sistema de previsión social a estos colectivos, basado en la solidaridad entre sus miembros.

Se pone en marcha al amparo de la legislación vigente en la materia, constituida por la *Ley de 6 de diciembre de 1941 de Entidades de Previsión Social*, diferente de la normativa general que regulaba la actividad aseguradora, integrada hasta entonces por la vieja *Ley de 14 de mayo de 1908*, primer antecedente de la ordenación del seguro privado en España.

Esta antigua ley se basaba en el control previo de las aseguradoras y trataba de garantizar que no se produjesen actuaciones temerarias, pero llevaba consigo un importante constreñimiento de sus posibilidades de actividad, menoscabando el desarrollo de las empresas.

La *Ley de 16 de diciembre de 1954*, que la sustituyó, mantuvo los mismos criterios de control, pero sin aportar los medios para implementar las medidas de corrección pertinentes, reduciendo la eficacia de la vigilancia oficial.

Con objeto de implementar una nueva filosofía del control de solvencia de las entidades aseguradoras y arbitrar las medidas oportunas para estructurar, de modo adecuado, el mercado de seguros, en beneficio de una mayor competitividad y transparencia, se promulgó la *Ley 33/84 de 2 de agosto de Ordenación del Seguro Privado*, BOE 186 de 04.08.1984.

Esta regulación, se redactó teniendo en consideración la aparición de nuevas necesidades y conceptos en el aseguramiento de riesgos, la ampliación de las coberturas al ámbito internacional, la necesidad de contribuir a la unidad de mercado y las exigencias de adaptación, como consecuencia de la entonces inminente adhesión de España a la CEE.

La transcendencia de esta *Ley 33/84* se debió a que fue el punto de partida para la incorporación obligatoria de las mutualidades de previsión social al sector asegurador, obligándoles a observar prácticamente la misma normativa que a las compañías aseguradoras.

En cumplimiento de esa nueva normativa, HNA tuvo que pasar en 1988 del antiguo *sistema de reparto* al de *capitalización colectiva*, lo que le obligó a constituir el suficiente volumen de *provisiones técnicas* para cubrir las prestaciones futuras comprometidas con sus mutualistas.

Fue éste un doloroso y difícil proceso de ajuste que terminó con muchas de las mutualidades existentes hasta entonces, que fueron incapaces de generar los recursos suficientes para constituir esas *provisiones técnicas*, lo que derivó en su intervención por la Dirección General de Seguros y en su posterior liquidación.

Sin embargo, es muy importante resaltar que la Hermandad de Arquitectos fue de las pocas mutualidades que consiguió superar con éxito ese proceso, gracias a la fuerte revalorización experimentada por su importante cartera de inversiones inmobiliarias, que suponía un porcentaje importante de la inversión de sus activos.

En efecto, este doctorando tuvo una intervención relevante en la consecución de aquel éxito, en su condición entonces de *Arquitecto Jefe del Departamento de Inversiones Inmobiliarias de la Hermandad*, y por ello responsable de pilotar el proceso de puesta en valor de dicho patrimonio y la consecución de una valoración adecuada por los servicios de valoración de la Dirección General de Seguros, dirigidos por Arquitectos funcionarios de Hacienda.

La integración en el equipo gestor de HNA, con la mencionada responsabilidad, supuso el inicio de la carrera profesional del autor de la presente Tesis en el mundo de la inversión inmobiliaria institucional.

La Hermandad, debido a su vinculación con el sector inmobiliario a través de sus mutualistas arquitectos, había seguido desde sus orígenes una política de inversión de sus recursos, otorgando a sus inversiones en inmuebles un peso mayor de lo que señalaban los estándares de distribución de recursos al uso.

Ese importante peso de su cartera inmobiliaria, unido a la fuerte revalorización experimentada por este tipo de activos en el periodo 1980 – 1990, superior al 500%, permitió a HNA superar ampliamente el montante de *provisiones técnicas* exigidas por la nueva ordenación del seguro privado. Ver gráfico adjunto sobre la evolución de los ciclos del mercado en el periodo 1984 – 2016.

EVOLUCIÓN DEL VALOR CAPITAL EN ZONA PRIME DE OFICINAS DE MADRID

Fig. 3 – Evolución del valor capital en zona prime de oficinas en Madrid 1964-2017

Fuente: elaboración propia con datos de Aguirre Newman y JFC Real Estate Advisors

Este aprovechamiento de los ciclos del mercado inmobiliario o *ridding cycle*, invirtiendo en las fases bajas y desinvirtiendo en las altas, permite mejorar sustancialmente la rentabilidad global de las inversiones, por lo que es muy importante para este tipo de entidades destinar una parte de sus recursos a la inversión en este sector.

Como ya se ha dicho, en su etapa inicial hasta el año 1988, esta entidad se basaba en el denominado sistema de reparto, igual al actual de la Seguridad Social, por el cual los profesionales en activo efectuaban unas aportaciones obligatorias que servían para cubrir las prestaciones sociales de los miembros pasivos, bien por enfermedad, incapacidad o

jubilación. Las aportaciones eran proporcionales a los ingresos obtenidos por los mutualistas provenientes de su ejercicio profesional y en concreto se establecían en un porcentaje del 4,0% de sus ingresos profesionales u honorarios brutos, que eran descontados por los Colegios de Arquitectos, al liquidar las minutas de honorarios, juntamente con los derechos de visado y demás tasas colegiales e ingresados en la Hermandad.

El sistema favorecía enormemente la solidaridad interprofesional, ya que aquellos arquitectos que más facturaban contribuían en mayor medida a financiar las prestaciones sociales de los pasivos. Ello funcionaba muy bien cuando la homogeneidad en el ejercicio profesional era elevada y el número de mutualistas activos muy superior al de los perceptores de prestaciones.

Cuando las circunstancias sociales y profesionales fueron variando, de una parte por la creciente heterogeneidad del ejercicio profesional (cada vez más arquitectos no ejercían la profesión libre y trabajaban por cuenta ajena o en la función pública y por tanto no aportaban a la Hermandad pero si tenían derecho recibir prestaciones) y por otra por el cambio de forma de la pirámide poblacional del colectivo, la Hermandad de Arquitectos, al igual que todas las demás mutualidades laborales y profesionales tuvieron que adaptarse a las nuevas circunstancias que dieron lugar al cambio de la legislación vigente a través de la *Ley 33/84 de 2 de agosto de Ordenación del Seguro Privado* de 1984, BOE 186 de 4 de agosto de 1984.

La integración de España en la Unión Europea, con la necesaria adaptación de la legislación española a las Directivas emanadas de la misma relativas al sector asegurador, unida a la rápida evolución de la actividad aseguradora y la relativa a los fondos y planes de pensiones exigía una revisión de la normativa, para que el derecho se mantuviera alineado con la evolución de la sociedad. Con tales motivos se promulga la *Ley 30/95 de 8 de noviembre de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*, BOE 268 de 9 de noviembre de 1995.

Esta Ley, en su disposición adicional 15ª, modificó el régimen de las Mutualidades de Previsión Social, otorgándoles el carácter de alternativas a la Seguridad Social, para aquellos colectivos profesionales colegiados en un colegio profesional que disponga de ellas, siempre que cumplan determinados requisitos. HNA se acoge en 1995 a esta modalidad.

En 1997 HNA implanta el Sistema de Previsión Personalizado (SPP), pasando de la capitalización colectiva a la capitalización individual.

El *RD 1430/2002 de 27 de diciembre, Reglamento de Mutualidades de Previsión Social*, BOE número 15 de 17 de enero de 2003, desarrolló reglamentariamente lo dispuesto por la Ley 30/95, citada anteriormente, en lo que respecta a estas entidades, apoyándose para los temas comunes en el *RD 246/1998 de 20 de noviembre Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*. La Hermandad se coloca en el primer puesto del ranking de mutualidades profesionales por volumen de cuotas recaudadas.

El SPP se adapta en el año 2012 a la reforma de la legislación en materia de Seguridad Social para mantenerse como alternativa al RETA, añadiendo nuevas coberturas obligatorias como la Incapacidad Temporal y haciendo más flexibles las formas de liquidez y cobro de las prestaciones.

A partir de 2015 las mutualidades, al igual que el resto de entidades aseguradoras, quedan reguladas por la *Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*, BOE 168 de 15 de julio de 2015, desarrollada y complementada por el *Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*, BOE 288 de 2 de diciembre de 2015.

El volumen total de activos de HNA al cierre del ejercicio 2017 se elevaba a 2.721 millones de euros, habiéndose multiplicado por 1,97 (casi duplicado) en los últimos 7 años (2010-2017). Ver gráficos adjuntos sobre evolución de activos, figuras 4 y 5.

Fig. 4 – Evolución de activos de HNA 2010 – 2014

Fuente: adaptado de HNA

La cartera está invertida en un 81,63% en Renta fija y Tesorería, un 7,27% en inversiones diversas y un 11,08% en inversiones inmobiliarias, que totalizan un valor de 301,5 millones de euros, distribuidos en un 80 % en edificios de oficinas, con niveles de ocupación superiores al 86,0%. La rentabilidad media de la cartera en 2017 fue de un 4,16 %, como puede verse en los gráficos incluidos a continuación, sobre volumen y estructura de la cartera de HNA, figura 5 y sobre evolución de rentabilidad, figura 6.

Fig. 5 – Volumen y estructura de activos de HNA

Fuente: adaptado de HNA

Fig. 6 – Rentabilidad financiera de activos de HNA

Fuente: adaptado de: HNA

1.1.4. Inversión inmobiliaria versus inversión financiera. Evolución en el tiempo

El conjunto de activos o de provisiones técnicas que los inversores institucionales deben rentabilizar se distribuye tradicionalmente en dos grandes grupos que se invierten en los mercados financieros o en los mercados inmobiliarios. Esta división general se justifica por las características específicas que definen cada uno de estos dos grandes conjuntos y que los diferencian entre sí. Estas dos categorías principales se subdividen a su vez en otras muchas modalidades de inversión con especificidades propias.

Las inversiones financieras se refieren a la adquisición de activos financieros que representan el valor y la expectativa de rentabilidad de las entidades que los emiten. No son activos materiales, sino documentos cuyo valor se basa en el de la entidad emisora y en su previsible evolución. Se clasifican, a su vez, en diversos grupos y subgrupos, tales como:

- **Inversiones en Renta Variable:** Acciones de compañías de cualquier sector de actividad cotizadas en Bolsa, en cualquiera de sus submercados: Mercado Continuo, MAB (Mercado Alternativo Bursátil), etc. tanto en la bolsa española como en otras bolsas internacionales. Su rentabilidad se percibe vía reparto de dividendos y su valor es en general volátil, cambiando con rapidez en función de la evolución general de los mercados de renta variable y de los resultados de la compañía o entidad emisora de las acciones. Frecuentemente su cotización cambia por motivos ajenos a la propia compañía, como cuestiones relacionadas con la marcha general de la economía, variaciones de la situación geopolítica nacional o internacional, etc. Su rentabilidad puede ser elevada, pero el perfil de riesgo y nivel de volatilidad también lo es, pudiendo arrojar, en ocasiones, importantes pérdidas

Esta volatilidad se muestra en los gráficos siguientes, donde puede verse además la gran correlación que existe entre los diversos índices y países, lo que refuerza la idea de que, en muchas ocasiones, la cotización de las acciones de una determinada compañía no depende tanto de su propia evolución, como de circunstancias internacionales de carácter geopolítico o macroeconómico, lo que aumenta la incertidumbre de esta modalidad de inversión.

ÍNDICES BURSÁTILES 1990-2015

EVOLUCIÓN ÍNDICES BURSÁTILES

Fig. 7 – Índices bursátiles. 1990-2015 y 2000-2017

Fuente: INVERCO Informe febrero 2016 pg. 23 e Informe febrero 2018 pg. 7

- **Inversiones en Renta Fija:** Comprenden todo tipo de valores que no cotizan en bolsa, tales como: Bonos del Tesoro de diferentes Estados, modalidades y plazos, Bonos de Empresas, Pagarés, Participaciones, etc. Estos activos pueden mantenerse hasta su vencimiento o bien negociarse en los llamados Mercados Secundarios. Si se mantienen hasta su vencimiento, su valor nominal suele estar garantizado y su rentabilidad se genera por los intereses que se hubiera pactado percibir al comprar el bono en cuestión. Por el contrario, si se compran o venden en el Mercado Secundario, su valor de transacción puede variar respecto al nominal, siendo más alto si los tipos de interés de bonos iguales o similares en el momento de la negociación son más bajos que los reflejados en el bono a vender y viceversa. En este tipo de inversiones la rentabilidad es mucho más moderada, pero el perfil de riesgo también es más bajo y su volatilidad o variación de valor también. Las inversiones en renta fija se subdividen en dos modalidades según el plazo de vencimiento de los títulos: renta fija a corto plazo, cuando el vencimiento se produce en un periodo igual o menor de un año y renta fija a largo plazo, para términos superiores a 5 años. Entre 1 y 5 años puede hablarse de renta fija a medio plazo.

Dentro de cada uno de estos dos grupos de inversiones financieras, se podrían distinguir diversos subgrupos con características diferenciadas, pero no procede entrar más a fondo en la cuestión, por exceder el objetivo de este estudio.

Según se refleja en el informe de INVERCO de febrero de 2016, página 7 [INVERCO, 2016]⁴, la distribución, en el ámbito global, de los activos de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) es de un 42% en renta variable, un 22% en renta fija, un 14% en renta mixta, un 13% en fondos monetarios y un 8% en el resto, dónde se incluirían las inversiones inmobiliarias, que como se ve, representan un porcentaje muy reducido del volumen de inversión total.

Debido a la baja rentabilidad actual de la renta fija, en algunos casos incluso negativa, la tendencia de los inversores es disminuir su exposición a este tipo de activos (en España ha disminuido en un 11% en 2015, alcanzando la Deuda Pública a 10 años un mínimo por debajo del 1,2% si bien más tarde volvió a subir hasta el 2,31%) y sobreponderar la inversión en otros activos, bien de renta variable o inmobiliarios. Por ejemplo, en los fondos de pensiones españoles, según la tabla de la figura 9, la asignación a renta variable internacional ha pasado del 8,7% en 2009 al 21,4% en 2017. En este mismo año, el patrimonio total invertido en renta variable aumento hasta el 33,6% del total, frente al 19,5% en 2009. En renta fija y fondos garantizados bajó al 47,6% en 2017 desde el 58,6% en 2009. [INVERCO, 2018]⁵

Como botón de muestra de los niveles actuales de rentabilidad, baste señalar que, en 2017 en España, la rentabilidad media de los Fondos de Inversión se situó en un 2,6%, muy superior al 1,1% del año anterior, con un *gap* de más de sólo 140 bps respecto a la rentabilidad inicial de alquileres de la inversión inmobiliaria.

RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A MEDIO Y LARGO PLAZO											
		RENTABILIDAD (%)					DIFERENCIAL con Alemania (p.b)				
		mar-18	jun-18	sept-18	dic-18	feb-19	mar-18	jun-18	sept-18	dic-18	feb-19
ALEMANIA	3 años	-0,46	-0,45	-0,41	-0,55	-0,53					
	5 años	-0,10	-0,30	-0,13	-0,26	-0,37					
	10 años	0,49	0,30	0,47	0,25	0,11					
ESPAÑA	3 años	-0,23	-0,05	0,05	-0,05	-0,10	22,80	40,00	46,10	50,10	42,8
	5 años	0,12	0,41	0,53	0,33	0,17	22,60	71,40	66,50	58,90	53,5
	10 años	1,16	1,33	1,51	1,42	1,18	66,20	102,70	103,50	117,60	107
ITALIA	3 años	-0,02	1,04	1,59	0,96	0,89	43,40	149,20	199,80	150,80	142
	5 años	0,65	1,75	2,23	1,84	1,70	75,00	205,00	236,60	210,40	207,1
	10 años	1,79	2,69	3,14	2,77	2,77	129,40	238,50	267,10	252,70	266
FRANCIA	3 años	-	-	-	-	-0,35	-	-	-	-	18,3
	5 años	-0,04	0,02	0,18	0,04	-0,08	6,50	32,70	31,30	30,20	28,9
	10 años	0,72	0,67	0,81	0,71	0,53	22,70	36,70	33,80	46,40	41,7
BÉLGICA	3 años	-	-	-	-	-0,38	-	-	-	-	15
	5 años	0,02	-0,15	-0,01	-0,02	-0,15	11,90	15,60	12,50	24,30	22,1
	10 años	0,76	0,70	0,84	0,77	0,67	26,80	39,20	36,70	52,30	56
PORTUGAL	3 años	-	-	-	-	0,25	-	-	-	-	78
	5 años	0,55	0,64	0,74	0,45	0,33	65,30	93,90	87,50	71,40	70,3
	10 años	1,61	1,79	1,88	1,72	1,46	111,50	148,50	140,50	147,70	135
GRECIA	3 años	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	5 años	-	-	-	-	3,04	-	-	-	-	340,6
	10 años	4,31	3,96	4,20	4,38	3,77	381,90	365,80	372,70	413,60	366,2
REINO UNIDO	3 años	0,87	0,73	0,86	0,74	0,79	132,70	118,30	127,20	129,30	132,3
	5 años	1,35	1,33	1,57	1,27	1,35	145,30	163,40	170,70	152,90	172
	10 años	1,35	1,28	1,57	1,27	1,19	85,70	97,50	110,20	102,30	107,5
EE.UU.	3 años	2,39	2,63	2,89	2,46	2,33	284	308	330	301	286
	5 años	2,56	2,74	2,96	2,51	2,48	267	304	309	277	285,1
	10 años	2,74	2,86	3,07	2,69	2,67	225	256	259	244	255,8

Fig. 8 – Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo

Fuente: datos Reuters

Las inversiones Inmobiliarias, por el contrario, se refieren a la adquisición de activos materiales y en concreto de activos inmobiliarios en sus diferentes tipos, sectores y emplazamientos. Esta compra puede hacerse de forma directa, adquiriendo el inmueble como tal, o bien utilizando vehículos intermedios, que a su vez sean propietarios de uno o varios inmuebles (carteras o *portfolios*) o incluso adquiriendo acciones, participaciones o bonos de compañías inmobiliarias. En este último supuesto, podría discutirse si se trata de una inversión realmente inmobiliaria o si debería considerarse como una inversión financiera, aunque con un subyacente o activo base inmobiliario.

La distribución de inversiones entre el ámbito financiero y el inmobiliario que los inversores institucionales han hecho a lo largo de la historia, ha ido variando, dependiendo de las circunstancias económicas de cada etapa, si bien ha tenido dos características definitorias: Por una parte, el peso de la parte destinada al sector financiero ha sido siempre muy mayoritario, respecto a la destinada al inmobiliario, pero por otra, la porción invertida en el inmobiliario ha seguido una senda creciente con el

transcurso del tiempo, debido a su baja correlación con otras clases de activos, [Craft, T.,2005]⁶ La evolución de esta distribución, tanto en España como a nivel global se explica ampliamente, más adelante, en los epígrafe 1.3.1 y 3.1 de esta Tesis.

Como ejemplo, la distribución actual de inversiones en HNA destina un 11,0 % al sector inmobiliario y el resto a inversiones financieras y tesorería.

En la tabla de la figura 9, publicada por INVERCO en su informe de febrero de 2018, página. 38, puede verse como los fondos de pensiones en España han incrementado el porcentaje de su inversión colocada en el sector inmobiliario, desde un 0,7% en 2009 hasta un 3,6% en 2015, bajando de nuevo hasta un 2,6% en 2017, alcanzando a nivel mundial un 8,0% y un 10% en países como EE.UU. y Canadá, [INVERCO, 2018]⁷,.Estos bajos porcentajes, unidos a la tendencia de incremento señalada, que se observa igualmente en el ámbito internacional, hacen pensar que la proporción de activos inmobiliarios en las carteras de estos inversores goza de un gran potencial de crecimiento en el futuro, mayor aún a causa del ya comentado aumento necesario de la masa de recursos destinada a la previsión social.

ESTRUCTURA DE LA CARTERA FONDOS DE PENSIONES									
%	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 E
RENTA FIJA	58,6	61,0	61,1	60,6	60,8	59,8	57,4	54,2	47,6
Doméstica	49,7	54,0	53,7	55,2	54,6	53,9	49,3	45,6	39,3
Internacional	8,9	7,0	7,4	5,4	6,2	5,9	8,2	8,7	8,3
R. VARIABLE	19,5	18,0	16,7	18,6	19,2	20,1	22,5	27,3	33,6
Doméstica	10,8	10,0	9,1	8,4	8,2	8,6	8,6	9,6	12,2
Internacional	8,7	8,0	7,6	10,2	11,0	11,5	14,0	17,6	21,4
TESORERÍA	10,9	11,0	10,0	8,7	7,0	8,9	8,3	8,6	8,2
PROV.ASEGUR.	10,3	9,6	10,2	10,2	10,1	8,5	8,1	7,9	8,1
Resto cartera*	0,7	0,4	2,0	1,9	2,9	2,8	3,6	2,0	2,6

* Deudores, inversiones inmobiliarias, etc.

Fig. 9 – Estructura de la cartera de fondos de pensiones

Fuente: adaptado de: INVERCO, Informe febrero 2018. Distribución de inversiones en fondos de pensiones pg. 38

1.1.5. Inversión inmobiliaria directa versus inversión inmobiliaria indirecta: fondos y otros vehículos de inversión

Las inversiones inmobiliarias pueden, a su vez, clasificarse en dos grandes subgrupos, dependiendo de si los activos se adquieren de forma directa o a través de instrumentos interpuestos:

- **Inversiones Inmobiliarias Directas:** Cuando se adquiere directamente un inmueble o una cartera de inmuebles, denominadas en el argot del sector *Asset Deal* o bien cuando se adquiere la totalidad de una compañía propietaria de un inmueble o de una cartera de inmuebles, que constituyen su único activo, lo que se denomina *Company Deal* o *Share Deal*. A estas inversiones puramente inmobiliarias habría que añadir las inversiones en los denominados activos materiales o reales, *Real*

Assets, que incluyen inversiones en infraestructuras, como autopistas, aparcamientos, e incluso instalaciones industriales, etc. Este tipo de inversiones se realizan frecuentemente de forma indirecta a través de fondos especializados, como se verá a continuación.

- **Inversiones Inmobiliarias Indirectas:** Se refieren a la compra de acciones o participaciones en compañías inmobiliarias o fondos de inversión inmobiliarios. En este caso existe un vehículo de inversión intermedio que se ocupa de adquirir inmuebles que cumplen un determinado perfil de inversión y gestionarlos de acuerdo con los criterios establecidos por el fondo y/o sus partícipes. Esta modalidad se utiliza mucho por los inversores institucionales ya que evita el tener que crear departamentos internos especializados en inversiones inmobiliarias, confiando esta tarea a gestores de probada experiencia y capacidad, aunando las ventajas y sinergias derivadas de la acumulación del capital a invertir, lo que permite acceder a inversiones en activos de más volumen, con mayor diversificación y gestión más profesionalizada. Esta tendencia es particularmente dominante en las instituciones de menor tamaño, que no disponen de recursos internos suficientes para poder llevar a cabo esta gestión de forma directa. Lo mismo sucede en el caso de inversiones realizadas fuera del país o región donde la institución tiene su sede (inversiones *cross border*), por la dificultad de gestionar los inmuebles a distancia y el requerimiento de contar con equipos locales especializados en cada mercado. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]⁸

A nivel global, los inversores institucionales adjudicaron en 2017 una mayoría sustancial de sus nuevas inversiones (87,0%) a gestores independientes especializados (*Asset Managers*). Esta tendencia unida al crecimiento del porcentaje de adjudicación de estos inversores al sector inmobiliario y al incremento de valor capital de los activos, como se explica más adelante (ver 1.3.1), esta dando lugar a un enorme crecimiento del volumen de activos en gestión (AuM: *Assets under Management*) y al crecimiento de la industria del *Fund Managment* o gestión de fondos, incrementando la presión sobre los honorarios percibidos y sobre el nivel de eficiencia en la gestión, a la par que exigiendo una continuada innovación sobre las estructuras de inversión. [Funk, D.L., 2015]⁹

1.1.6. Gráficos de evolución del origen de inversores inmobiliarios en España

Los gráficos siguientes muestran la distribución de la inversión inmobiliaria en España, desde el inicio de la recuperación post crisis 2007 hasta 2017, en función del origen de los principales grupos de inversores, por áreas geográficas. Este análisis se completa en el epígrafe 1.2.6 de esta Tesis doctoral con el análisis de esta evolución en función de los tipos de vehículos de inversión.

ORIGEN DE INVERSORES EN ESPAÑA 2013

1	1,25%	INVERSORES ALEMANES	51,00
2	18,06%	INVERSORES USA	736,60
3	14,96%	INVERSORES LATAM	610,10
4	18,35%	INVERSORES ORIENTE MEDIO Y ASIA	748,40
5	24,56%	OTROS INVERSORES INTERNACIONALES	1.001,50
6	7,30%	INVERSORES ESPAÑOLES PRIVADOS E INSTITUCIONALES	297,80
7	1,59%	INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	65,00
8	13,93%	USO PROPIO, HOTELEROS Y OTROS	568,06
100,00% TOTAL VOLUMEN DE INVERSIÓN			4.078,46

Fig. 10 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2013

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

ORIGEN DE INVERSORES EN ESPAÑA 2014

1	0,66%	INVERSORES ALEMANES	54,00
2	25,95%	INVERSORES USA	2.126,00
3	7,83%	INVERSORES LATAM, ORIENTE MEDIO Y ASIA	641,90
4	18,56%	OTROS INVERSORES INTERNACIONALES	1.521,00
5	6,92%	INVERSORES ESPAÑOLES PRIVADOS E INSTITUCIONALES	567,02
6	18,90%	SOCIMIS	1.548,92
7	5,11%	INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	418,45
8	16,07%	USO PROPIO, HOTELEROS Y OTROS	1.316,95
100,00% TOTAL VOLUMEN DE INVERSIÓN			8.194,24

Fig. 11 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2014

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

ORIGEN DE INVERSORES EN ESPAÑA 2015

1	1,51%	INVERSORES ALEMANES	140,00
2	15,81%	INVERSORES USA	1.466,80
3	12,08%	INVERSORES LATAM, ORIENTE MEDIO Y ASIA	1.120,70
4	22,01%	OTROS INVERSORES INTERNACIONALES	2.042,10
5	14,61%	INVERSORES ESPAÑOLES PRIVADOS E INSTITUCIONALES	1.355,95
6	19,95%	SOCIMIS	1.851,27
7	8,91%	INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	826,40
8	5,13%	USO PROPIO, HOTELEROS Y OTROS	475,70
TOTAL VOLUMEN DE INVERSIÓN			9.278,92

Fig. 12 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2015

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

ORIGEN DE INVERSORES EN ESPAÑA 2016

1	11,38%	INVERSORES ALEMANES	1.154,00
2	7,07%	INVERSORES USA	716,90
3	2,26%	INVERSORES LATAM, ORIENTE MEDIO Y ASIA	229,00
4	28,81%	OTROS INVERSORES INTERNACIONALES	2.921,18
5	11,75%	INVERSORES ESPAÑOLES PRIVADOS E INSTITUCIONALES	1.191,05
6	12,97%	SOCIMIS	1.314,85
7	17,27%	INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	1.751,76
8	8,50%	USO PROPIO, HOTELEROS Y OTROS	861,90
100,00% TOTAL VOLUMEN DE INVERSIÓN			10.140,64

Fig. 13 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2016

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

ORIGEN DE INVERSORES EN ESPAÑA 2017

1	3,50%	INVERSORES ALEMANES	426,00 €
2	7,75%	INVERSORES USA	943,00 €
3	12,52%	INVERSORES LATAM, ORIENTE MEDIO Y ASIA	1.523,35 €
4	34,84%	OTROS INVERSORES INTERNACIONALES	4.238,20 €
5	11,86%	INVERSORES ESPAÑOLES PRIVADOS E INSTITUCIONALES	1.442,34 €
6	10,04%	SOCIMIS	1.221,66 €
7	12,10%	INMOBILIARIAS ESPAÑOLAS COTIZADAS	1.471,70 €
8	7,38%	USO PROPIO, HOTELEROS Y OTROS	897,64 €
	100,00%	TOTAL VOLUMEN DE INVERSIÓN	12.163,89 €

Fig. 14 – Principales grupos de inversores en el mercado español en 2017

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

En los gráficos anteriores puede observarse como ha ido evolucionando el origen de los inversores activos en España, desde el año 2013, en que se inicia tímidamente la recuperación de la crisis inmobiliario-financiera desencadenada en el año 2007 y se empieza a recuperar la confianza sobre el futuro desarrollo y capacidad de solvencia de la economía española.

Los primeros inversores en apostar por la recuperación española son los fondos de perfil más oportunista (*Opportunity*), que proceden sobre todo de Estados Unidos (18,0%), Iberoamérica (15,0%), Oriente Medio (16,0%), muchos de ellos a través de sus filiales en el Reino Unido, así como de otras procedencias internacionales, suponiendo en total casi el 67,0% de la inversión en inmobiliario comercial en España en el año 2013. Los inversores internacionales de perfil *Core*, más conservador sólo alcanzan un volumen del 9,0%, acompañados por los *family offices* españoles, también de perfil *Core*, que llegan a un 7,0%. Los tradicionales *Spezial Fonds*, institucionales alemanes (*Core*) sólo invirtieron en 2013 el 1,25% del total colocado en España.

A lo largo de los años siguientes y a medida que se va consolidando la recuperación y recobrando la confianza, el perfil de los inversores va cambiando hacia posiciones de menor riesgo, dando entrada a vehículos más conservadores y salida a los oportunistas más agresivos, que van siendo reemplazados por los primeros.

Así en el año 2014, el volumen de inversión de los fondos de oportunidad se reduce al 36,0%, aunque los procedentes de Estados Unidos suben hasta el 25,0%, mientras que los institucionales internacionales superan el 15,0% y los *family offices* españoles rozan el 19,0%. Las inmobiliarias españolas cotizadas en bolsa inician su recuperación con un 5,0%

del volumen de inversión y aparecen las recién creadas SOCIMIs (REITs) españolas, que llegan en ese año a un conspicuo 2,0%.

En 2105, los inversores internacionales de *Private Equity*, oportunistas y de perfil *Value Added* mantienen todavía una cuota de merado similar al año anterior (39,0%), aunque el grupo más importante, procedente de USA, reduce su contribución al 15,0%. Los inversores institucionales bajan su participación al 10,0%, pero el hito más relevante es la consolidación de las SOCIMIs españolas, que consiguen una relevante cuota del 19,0% del volumen invertido. También es importante la porción que corresponde a las inmobiliarias españolas cotizadas en bolsa que casi duplican su inversión del año anterior, llegando a un 9,0%.

2016 es el año del regreso de los inversores alemanes, a través de los *Spezial Fonds*, de perfil Core, que suben hasta un 12,0% su aportación al mercado español. Las SOCIMIs bajan un poco su participación hasta el 13,0%, mientras que las inmobiliarias españolas cotizadas la incrementan hasta un 17%. Los inversores oportunistas USA reducen su cuota al 7% y los *Private Equity* internacionales se mantienen un nivel similar al año anterior, con un aporte del 27,0%, al que se suma un 10,0% de los de origen español.

Los datos de 2017 manifiestan una distribución muy similar al año anterior, si bien bajan un poco su cuota las SOCIMIs y las Inmobiliarias españolas, así como los inversores institucionales, tanto los alemanes que caen al 3,5% como los internacionales, apareciendo de nuevo los de origen asiático, especialmente los fondos soberanos de China (11,0%). Esta distribución muestra una estabilización del mercado que va alcanzando unos niveles de valores y rentabilidades cercanos a la etapa precrisis, lo que dificulta la entrada de inversores institucionales. Los *Private Equity* se van orientando hacia operaciones de perfil *Value Added* o *Development*, ya que en los perfiles *Core* y *Core Plus*, no alcanzas rentabilidades suficientes para cubrir sus compromisos de prestaciones hacia sus partícipes.

1.2. ANÁLISIS DE VEHÍCULOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

1.2.1. Tipos de vehículos. Fondos de inversión. Cartera de inversiones.

Como se ha dicho en el epígrafe anterior, la mayor parte de los inversores institucionales y también muchos privados canalizan sus inversiones en el sector inmobiliario, de forma indirecta, a través de diferentes vehículos de inversión, entre los que cabe citar, como más frecuentes, los siguientes: Fondos en sus múltiples modalidades, Sociedades de Inversión, REITs o SOCIMIS, SICAVS, Inmobiliarias Cotizadas, etc. En el epígrafe 1.2.3 y en la figura 17 se incluyen algunos de los tipos más usuales de fondos de inversión en relación con los perfiles de inversores más habituales en ellos, así como sus parámetros de riesgo / rentabilidad, liquidez, diversificación, apalancamiento, etc.

Estos vehículos de inversión proporcionan a los inversores la capacidad y *expertise* necesarios para que puedan desarrollar sus inversiones de forma exitosa con los grados

de diversificación y los retornos adecuados, en función del riesgo asumido y en línea con los estándares de mercado o *benchmarks*. Como se verá, estos vehículos están gestionados por profesionales de gran experiencia y conocimiento en los mercados inmobiliarios, de modo que garantizan a los inversores institucionales un resultado óptimo de sus inversiones, así como el acceso a todo tipo de productos y mercados, en función de las fases más adecuadas dentro del ciclo de su evolución.

Concepto de cartera de inversión inmobiliaria: *Portfolio/Asset Management*: se refiere al conjunto de inmuebles adquiridos por un determinado vehículo de inversión y que constituyen su patrimonio. Puede componerse de uno o varios activos de características y usos iguales o muy similares o bien está integrada por inmuebles más o menos heterogéneos.

Como ejemplo de carteras homogéneas cabría citar la compuesta únicamente por edificios de oficinas en arrendamiento en zonas *prime* (primera categoría), en el *CBD* (*Central Business District*) de una única ciudad o de ciudades capitales de estados.

Una cartera heterogénea podría estar integrada por inmuebles de diferentes usos (oficinas, centros comerciales, residenciales, logísticos, etc.) en localizaciones de distinto tipo, desde centro ciudad a periferia, en unos o varios países, etc.

La duración en el tiempo de una cartera de inversiones dependerá de los criterios de duración y liquidación del fondo propietario de la misma, pudiendo ser limitada en el tiempo o indefinida.

Se denomina *Portfolio Management* a la gestión integral que el fondo realiza de una determinada Cartera o *Portfolio*, de acuerdo con los criterios de inversión/desinversión y de gestión definidos en su perfil. Dentro de ella, la gestión de cada uno de sus activos o inmuebles se llama *Asset Management*.

La gestión integral de una cartera inmobiliaria va ligada a los criterios de creación del fondo y a la definición de su perfil de inversión y debe contener entre otros los siguientes epígrafes:

- **Estrategia de creación:** contempla como mínimo los siguientes elementos:
 - Definición del colectivo de inversores a los que va dirigido el Fondo y análisis de su perfil de inversión. Como primer elemento para la creación de un fondo de inversión, es necesario analizar a qué tipo de inversores debe dirigirse para captar su capital. Es decir, quiénes serán los clientes objetivo del fondo. Para ello debe estudiarse cuáles son las necesidades de inversión de los actores en cada mercado de captación de capital, enfocándose en aquellos tipos en los que exista una mayor demanda no cubierta por la oferta existente.
 - Definición del perfil de inversión del Fondo, en relación con el de los futuros inversores. Una vez determinado el grupo de inversores a los que se dirigirá el fondo y las características de su perfil de inversión, podrán definirse los parámetros de inversión del vehículo a crear.

- Selección de la estructura del vehículo de inversión que resulte óptima, desde el punto de vista de rentabilidad, corporativo y fiscal. Dependerá en gran medida del país o países de origen y/o residencia de los inversores y del país o países receptores de las inversiones del fondo, en función de la normativa societaria y fiscal de cada uno de ellos, tratados de doble imposición existentes, regulación específica del sector inmobiliario y otra legislación de aplicación.
- Estrategia de comercialización y captación de capital. Consiste en definir la estrategia de marketing a emplear para dar a conocer el vehículo a los potenciales clientes y establecer los cauces de comercialización adecuados, a través de entidades financieras, compañías de seguros, boutiques de inversión, asesores, etc.
- **Estrategia de gestión:** debe definir los siguientes criterios:
 - Plan de Negocio. Incluye todos los elementos propios de este tipo de instrumentos: estrategia general del fondo y específica de cada activo y mercado, medios financieros y materiales, recursos humanos, proyección de la cuenta de resultados prevista, evolución en el tiempo, distribución de beneficios, etc.
 - Objetivos de rentabilidad versus perfil de riesgo. Es un elemento básico del Plan de Negocio y sirve para establecer los criterios de aceptación de riesgo por parte de los inversores en relación con la rentabilidad mínima esperada, definiendo los criterios de aprobación de inversiones en función del riesgo asumible.
 - Selección del ámbito de actuación, previo necesario análisis de los mercados. Una vez analizados en profundidad las características de los mercados objetivo del fondo, tanto desde el punto de vista del ciclo del mercado en que se encuentran y su potencial de revalorización, etc., como de sus niveles de riesgo y perspectivas de evolución, así como de su estructura regulatoria y fiscal, se seleccionan aquellos mercados que resulten más favorables, e acuerdo con los objetivos marcados por el fondo.
 - Selección de los sectores del mercado y tipos de productos objeto de inversión. Del mismo modo se eligen los sectores del mercado y las características de los inmuebles que deberán integrar la cartera del fondo. Los sectores básicos podrían ser: oficinas, centros comerciales, comercio en calles comerciales o *High Street*, parques de medianas superficies comerciales, naves logísticas, residencial, equipamientos, etc.

Entre los principales parámetros de los inmuebles podrían citarse: localización, superficie edificada, régimen de arrendamiento, estado de conservación, reinversiones necesarias *Capex: Capital Expenditures*, criterios de eficiencia energética y sostenibilidad, etc.
 - Criterios jurídicos y fiscales: Formas de tenencia de los inmuebles, fórmulas de optimización fiscal, etc.
 - Volumen total de la cartera. Normalmente se fija un objetivo de volumen total de la cartera, que debe cubrirse con las aportaciones de uno o varios

inversores, alcanzado el cual el fondo queda cerrado. Hay ocasiones en que este volumen puede ser objeto de ampliaciones o reducciones posteriores.

- Reglas de diversificación. Son esenciales en la configuración del perfil del fondo y sirven para reducir el riesgo conjunto de la cartera. Establecen el volumen máximo que puede representar cada activo en función del montante del *portfolio* total, así como la distribución de los inmuebles entre los diferentes mercados, localizaciones y sectores. En muchos casos están impuestas por las regulaciones normativas aplicables a determinados tipos de fondos, con objeto de minimizar el riesgo para los inversores.
 - Criterios de liquidez que deben cumplir los activos. Se define como grado de liquidez de un activo la facilidad para proceder a su disposición o venta, transformándolo en dinero (activo monetario). Estos criterios tienen el mismo objeto que las reglas de diversificación y tratan de facilitar el que los inversores puedan deshacer fácilmente y en un corto espacio de tiempo sus posiciones en el fondo. También están recogidos frecuentemente en la legislación aplicable a cada tipo de vehículo.
 - Requisitos para el rescate de la inversión. Establecen las condiciones que deben cumplirse para poder deshacer una inversión o rescatar un cierto capital del fondo. Normalmente se refieren a plazos máximos y mínimos de permanencia de las inversiones y/o de recuperación de éstas, procedimientos de rescate, comisiones de suscripción y de reembolso, etc.
 - Sistema de información y relación con los inversores: *Reporting*. Es un elemento fundamental en la configuración de un fondo y es el que realmente permite el control de éste por los partícipes. Consta de dos subsistemas básicos:
 - *Reporting*: procedimientos de información a los inversores sobre la evolución y rendimiento del fondo, mediante informes periódicos, reuniones de los órganos de gestión y control, atención a consultas, etc.
 - Control: se lleva a cabo normalmente por órganos de supervisión y decisión, debidamente definidos en los estatutos del fondo, tales como: Comité de Inversiones, Comité de Supervisión, Junta General de Partícipes, etc. Este control se complementa con el que llevan a cabo la entidad depositaria, del que se hablará en el epígrafe 1.4, así como por las autoridades competentes.
- **Estrategia de desinversión:**
 - Plan de duración del fondo. La mayor parte de los vehículos de inversión tienen una duración limitada en el tiempo que en ocasiones puede depender del cumplimiento de determinados hitos, definidos en los estatutos del fondo. No obstante, también existen fondos de duración ilimitada, cuya liquidación queda abierta a la futura decisión de los órganos de gestión y dirección.
 - Criterios de desinversión. Normalmente se establecen unos criterios generales en los estatutos del fondo y en la estrategia de gestión de cada activo y dependen básicamente de que se alcancen los objetivos de gestión y rentabilidad previstos, así como de la evolución sufrida por el ciclo en cada mercado, de modo que se optimice la rentabilidad producida.

- Procedimiento y gestión de venta. Se establecen los requisitos y procedimientos para la aprobación de la venta de un activo y el proceso a seguir para completar la misma.
- **Asset Management:** Se refiere a los criterios y procedimientos de gestión de cada uno de los inmuebles que configuran la cartera del fondo, desde su adquisición, hasta la futura venta del mismo.
 - Criterios y proceso de adquisición. Como ya se ha indicado anteriormente, se establecen los principales parámetros que deben cumplir los inmuebles que se incorporen a la cartera del fondo, tales como: localización, superficie edificada, régimen de arrendamiento, estado de conservación, reinversiones necesarias *Capex: Capital Expenditures*, criterios de eficiencia energética y sostenibilidad, etc.

Igualmente se definen los procedimientos de presentación y aprobación de las adquisiciones, así como el proceso de análisis, compra y de incorporación a la cartera del fondo (*Post-Closing*).

 - Estrategia de creación de valor. Con carácter previo a la compra de cada edificio, se define la estrategia que debe seguirse para poner el edificio en sus condiciones óptimas de mantenimiento y arrendamiento, con objeto de maximizar su valor.
 - Gestión de arrendamiento. Es un elemento fundamental en la creación de valor del inmueble. Debe responder a un plan de gestión para conseguir optimizar el arrendamiento del inmueble y lograr el mayor grado de satisfacción de los usuarios del mismo. Se detalla con mayor amplitud en el epígrafe 9.1.4 de esta Tesis, mediante un organigrama al efecto.
 - *Property Management*. Comprende la gestión general, de funcionamiento y mantenimiento el cada edificio. Se explica con mayor profundidad en el apartado 9.1.4.
 - Acciones para la desinversión. Son el conjunto de medidas a implementar en el inmueble para situarlo en las mejores condiciones para su venta e incluye también el plan de comercialización más adecuado para su puesta en el mercado con objeto de maximizar el precio de venta.

El siguiente organigrama muestra la estructura y el funcionamiento de un fondo de inversión inmobiliaria y las interacciones entre el patrimonio del fondo, compuesto por los activos de su cartera y cada uno de los elementos que intervienen en el modelo: Gestora, Inversores, Administración Pública, Entidad Depositaria, arrendatarios, vendedores/compradores, financiación externa, valoradores, etc.

Generalmente, los fondos de inversión son meras acumulaciones de activos o patrimonios separados que carecen de personalidad jurídica propia y que se apoyan, para suplir esta carencia en la Entidad Gestora, que les da soporte legal y se responsabiliza de su gestión. El fondo retribuye las tareas realizadas por la Gestora, mediante el pago de los oportunos honorarios, establecidos en el contrato de servicios entre ambos. La Gestora reporta a los inversores sobre la marcha del fondo y éstos controlan a la Gestora mediante los órganos

de supervisión correspondientes. El concepto y funcionamiento de estas gestoras de analiza con más detalle en el epígrafe 1.4 de esta Tesis.

La Gestora está bajo la supervisión de la Entidad Depositaria y de la Administración Pública y debe cumplir rigurosamente la legislación vigente de aplicación. Las funciones del Depositario se explican también con más detalle en el apartado 1.4 siguiente.

Los inversores, por su parte, aportan el necesario capital para las inversiones del fondo que se materializa mediante la adquisición de un porcentaje de participación en la propiedad del mismo, instrumentado mediante la recepción de acciones o participaciones. Como retribución de su aportación, reciben del fondo los rendimientos correspondientes, bien vía intereses, bien por reparto de dividendos, además de la ganancia de capital *capital gain* atribuible al incremento de valor de las propiedades.

Además del capital propio o *Equity* aportado por los inversores, el fondo suele utilizar también cierta financiación externa adicional, mediante a toma de préstamos con entidades financieras u otros actores, que se retribuyen mediante el pago de intereses. Esta financiación externa permite utilizar un determinado grado de apalancamiento o *Leverage* que contribuye a aumentar la capacidad de inversión del fondo y a mejorar el rendimiento sobre el capital propio. Los niveles máximos de apalancamiento o LTV (*Loan to Value*) suelen estar limitados por la normativa regulatoria de estos fondos, así como por los estatutos del propio vehículo de inversión y dependen del perfil riesgo/rentabilidad del fondo.

Fig. 15 – Organigrama de funcionamiento de un fondo de inversión inmobiliario

Fuente: elaboración propia, con base en “La Inversión Indirecta en Inmuebles a través de Fondos de Inversión Inmobiliaria” pg. 9. Eva Rodrigo Bargues. Universidad Complutense de Madrid. Julio 2003

La Gestora lleva a cabo el *Asset Management* de los activos del fondo, mediante su compraventa y arrendamiento, lo que genera rentas de alquiler y plusvalías que se integran en el patrimonio del fondo y/o se distribuyen a los inversores como rendimientos.

Para garantizar que el valor atribuido a los activos se ajusta a la realidad del mercado, el fondo está obligado a que una entidad de valoración, homologada según la normativa vigente, e independiente, realice la valoración de los mismos, tanto antes de su compra o venta, como de forma periódica, mientras permanezcan en la cartera del fondo.

1.2.2. Clasificación por perfiles de inversión

Tal y como se ha expuesto en el epígrafe 1.1.1 anterior, existen cinco perfiles básicos de inversión, en función del binomio rentabilidad/riesgo y de su grado de liquidez: *Core*, *Core Plus*, *Value Added*, *Opportunity* y *Development*. Se omite aquí explicar de nuevo estos perfiles, limitándose a indicar que tipos de inversores se encuadran habitualmente en cada uno de ellos.

- **Core:** Es el perfil que adoptan la mayor parte de los fondos de inversión institucional, así como los fondos soberanos y muchos *family offices* o gestoras de inversión de grupos familiares. También se ajustan a este perfil algunas Inmobiliarias patrimonialistas con independencia de que coticen o no en bolsa.
- **Core Plus:** es habitual que muchos fondos *core*, entren también en este perfil, con objeto de mejorar un poco sus ratios medios de rentabilidad. Se encuadran también en el los denominados REITS o SOCIMIS, y algunos fondos de capital privado o *Private Equity*.
- **Value Added:** (Valor Añadido). lo toman también algunos inversores de los grupos anteriores, para mejorar un poco la rentabilidad de sus carteras, así como los *Private Equity*, y algunos de perfiles más agresivos, para colocar algunas inversiones en fondos de estrategia más defensiva.
- **Opportunity:** es el característico de fondos *Private Equity*, aunque lo utilizan también parcialmente los REITS y SOCIMIS y algunas compañías inmobiliarias, para potenciar sus rentabilidades.
- **Development (Promoción):** es el característico de las compañías promotoras que realizan el ciclo completo, desde la compra de suelo hasta la comercialización del producto terminado.

	Core	Core Plus	Value Added	Opportunity	Development
Riesgo vs Rentabilidad	Muy bajo / 4-6 %	Bajo / 6-8 %	Moderado/ 8-10 %	Alto / >15 %	Alto / >15 %
Localización activos	Prime CBD	CBD-Secund	Secund-Periferia	Sec-Satélite	-
Duración / Ocupación	Larga 100%	Media 80%	Alta desocupación	Vacío	Vacío
Capex / Reinversión	No	< 200 €/m ²	500-800 €/m ²	> 600 €/m ²	100 %
LTV Apalancamiento	< 50 %	< 65 %	< 75 %	Máximo	Máximo
Inversores	Instit. / FO	Instit. / Priv.	Instit. / Priv. Equity	Priv. Equity	Promotores

Fig. 16 – Perfiles de riesgo/rentabilidad

Fuente: elaboración propia, según tabla ya insertada en 1.1.1.

1.2.3. Vehículos en relación con tipos de inversores

En la figura 17 siguiente se incluyen algunos de los tipos más usuales de fondos de inversión en relación con los perfiles de inversores más habituales que invierten en ellos, así como sus parámetros de riesgo/rentabilidad, liquidez, diversificación, apalancamiento, duración, limitación de capital y cotización en bolsa. Los conceptos de fondos mencionados fueron explicados en el apartado 1.1 de esta Tesis.

TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

TIPO DE FONDO	INVERSORES	RIESGO/RENTAB	LIQUIDEZ	DIVERSIFICACIÓN	LTV	DURACIÓN	CAPITAL	COTIZADO
OPEN-END	Instit, public/privad	Core, Core+, V. Add	Media	Alta	< 50%	Indefinida	No limitado	No
CLOSED-END	Instit, public /rivad	Core, Core+, V. Add	Muy baja	Media o baja	Variable	Limitada	Limitado	No
PRIVATE EQUITY	Privados	V.Add, Oport, Dev	Baja	Media o baja	Máxima	Limitada	Limitado	No
SII	Privados	V.Add, Oport, Dev	Muy baja	Baja	Máxima	Indefinida	Definido	No
FII	Privados	Core, Core+	Baja	Media o baja	< 50 %	Indefinida	No limitado	No
SICAV	Privados	Core, Core+, V. Add	Baja	Media	Variable	Indefinida	Variable	No
REIT/SOCIMI	Instit, public/privad	Core, Core+, V. Add	Muy alta	Alta	< 50%	Indefinida	No limitado	Si
FONDO DE FONDOS	Instit, public/privad	Core a Development	Alta	Muy alta	N/A	Indefinida	No limitado	Si/No
FONDOS SOBERANOS	Institucionales	Core, Core+	Baja	Alta	< 50 %	Indefinida	No limitado	No

Fig. 17 – Relación entre tipos de fondos inmobiliarios e inversores.

Perfiles de riesgo/rentabilidad, liquidez, diversificación, apalancamiento y cotización en bolsa

Fuente: elaboración propia

De entre estos tipos de vehículos, los *Closed-End Funds* son los que cuentan actualmente con un mayor grado de aceptación por parte de los inversores institucionales, mostrando una tendencia creciente, (79%% en 2015 a 93% en 2018), especialmente para estrategias de inversión de más difícil acceso, por su grado de especialización o diversificación geográfica. Esta preferencia es coherente con el incremento de la adjudicación de la gestión de activos a Asset Managers externos y especializados, así como al creciente interés por la diversificación, tanto en tipo de productos como en localizaciones geográficas, como ya se ha explicado en 1.1.5. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]¹⁰. Los *Opend-End Funds*, que tradicionalmente gozaban de la preferencia de los inversores institucionales, por encima de otras estructuras, siguen ostentando el segundo puesto, si bien se han visto superados en los últimos años por los *Closed-End*.

INVESTMENT PRODUCT PREFERENCES, ALL INSTITUTIONS

Fig. 18 – Asignación de los inversores institucionales por tipo de vehículos

Fuente Cornell University and Hodes Weill Associates. *The Institutional Real Estate Allocations Monitor*, 2018. [Cornell University & Hodes Weill, 2018]. Datos a nivel global

Las inversiones directas o a través de cuentas separadas, tienen menos aceptación en las Américas (20%) que en EMEA (Europa y Oriente Medio: 59%) o en APAC (Asia-Pacífico: 47%) y son utilizadas principalmente por grandes instituciones que cuentan con recursos internos suficientes y con el conocimiento necesario para poder gestionarlas.

1.2.4. Estudio particular de los REITs o SOCIMIs

Los vehículos conocidos internacionalmente como REITs (*Real Estate Investment Trust*), que en España fueron bautizados como SOCIMIs (Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), representan uno de los vehículos de inversión que más desarrollo han tenido en los últimos años.

Son sociedades cotizadas que tiene como objeto social la tenencia, bien por adquisición o mediante promoción propia, de activos inmobiliarios de naturaleza urbana en régimen de arrendamiento. También puede tener participaciones en otras SOCIMIs o REITs, o en otras sociedades o fondos de inversión, que no sean residentes en paraísos fiscales.

Existen REITs generalistas que invierten en diferentes mercados y productos con un criterio básico de diversificación y también otros muy específicos, orientados a un único mercado y a un solo producto concreto, por ejemplo, edificios de oficinas en una única ciudad o grupo de ciudades de un país.

Entre las ventajas que hacen atractivos estos vehículos para los inversores pueden considerarse los siguientes:

- Exposición a activos *prime* o de primera calidad, a los que no podrían acceder de modo independiente por su gran volumen.
- Alta diversificación gracias a la creación de una cartera de activos en muy diversas localizaciones geográficas y sectores del mercado.
- Liquidez, que se deriva de su cotización en Bolsa o en mercados regulados, lo que permite vender las acciones o participaciones de forma rápida y a precios de mercado.
- Dividendos recurrentes. Los REITs están obligados a repartir anualmente la mayor parte de sus beneficios vía dividendos. Ello es muy importante para los inversores institucionales que han de hacer frente periódicamente al pago de las prestaciones de sus asegurados o partícipes: pensiones, prestaciones sanitarias, etc.
- Transparencia y buen gobierno, que se deriva de la obligación de cumplir requisitos muy estrictos en esta materia para ser admitidos a cotizar en los mercados regulados.

Frente a todas estas ventajas, el mayor inconveniente de los REITs para los inversores se deriva de su gran correlación con la evolución de las bolsas, lo que les confiere un grado de volatilidad que, en determinados periodos, puede ser elevado, debido a circunstancias relativas a la evolución económica internacional, que puedan no tener nada que ver con la situación de los mercados inmobiliarios en los que invierta ese vehículo.

Aunque con particularidades específicas en cada una de las diferentes regulaciones nacionales, todos tienen algunas características comunes que los definen:

- Tienen básicamente la estructura de una sociedad anónima por acciones, en algunos países con un número mínimo de accionistas obligatorio.
- Excepto en los Estados Unidos, están obligadas a cotizar en un mercado organizado, que puede ser el mercado bursátil general o algún tipo de mercado más restringido. En España por ejemplo deben cotizar al menos en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil), aunque pueden hacerlo en el Mercado Continuo, incluso formando parte del IBEX 35.
- De esta obligación de cotización se deriva la necesidad de cumplir ciertos requisitos en lo referente a información disponible para los inversores, presentación de resultados y cuentas, auditoría interna y externa, asesores bursátiles registrados, valoración de sus activos por experto independiente homologado, proveedores de liquidez, etc.
- Tienen un régimen fiscal transparente, es decir no están sujetas al impuesto de sociedades sobre sus beneficios o bien lo están a un tipo muy reducido. En España tributan al 0,0%, en vez de al 25,0 % que sería el correspondiente a una sociedad de régimen general.
- En línea con esa transparencia fiscal, están obligadas a repartir anualmente la mayor parte de sus beneficios entre sus accionistas, normalmente por encima del 80,0%, de modo que sean los accionistas los que pagan los impuestos correspondientes, bien en su impuesto de sociedades, si son personas jurídicas, o en el IRPF si son personas físicas. De este modo se evita o minimiza casi totalmente la doble imposición.
- Además, deben cumplir otros requisitos en cuanto a capital mínimo suscrito, tipo de activos en los que pueden invertir, régimen de explotación de los mismos, tratamiento de plusvalías, periodo mínimo de tenencia de los activos, etc. que dependen de las legislaciones específicas de cada estado.

Los REITs fueron creados por el Congreso de los Estados Unidos en 1960, bajo la presidencia de D.D. Eisenhower, para dotar a las inversiones inmobiliarias de una estructura similar a la que tenían los fondos mutuales para las inversiones financieras, existiendo dos tipos diferenciados: los *Equity REITs* o fondos de capital y los *Mortgage REITs* o fondos de hipotecas o de deuda.

El índice internacional que recoge los resultados de estos vehículos de inversión es el FTSE EPRA/NAREIT, creado en octubre de 2001 por FTSE Group, la *National Association of Real Estate Investment Trusts* (NAREIT) [NAREIT, 2019]¹¹ y la *European Public Real Estate Association* (EPRA) [EPRA, 2019]¹²

Los REITs no llegan a Europa hasta la década de los 2000, salvo en Holanda que arrancan muy pronto ya en 1969 y en Bélgica que inician su andadura en 1995. En Francia nacen en 2003 y en el resto de países entre 2007 y 2013. En el cuadro siguiente se indica la fecha de origen en los países más significativos, tanto en Europa como en otros continentes.

A nivel mundial existen más de 600 REITs cotizados, con una capitalización bursátil que supera el billón de euros. En Europa existen cerca de 100 REITs, con una capitalización por encima de 200.000 millones de euros. Su distribución por países se incluye en el cuadro siguiente:

País	Origen	Número de REITS	GAV REITS (USD Bn)	Cap Bursátil (USD Bn) (2016)	REIT/RE (%) (2016) *
Mercados Desarrollados					
Asia-Pacífico					
Australia	1971	48	82,6	72	12,22%
Hong Kong	2003	8	144,7	87	52,36%
Japón	2000	50	184,6	137	7,81%
Nueva Zelanda	1969	5	4,8	1	5,74%
Singapur	1999	36	80,7	24	26,95%
Corea del Sur	2001	4	1,5	-	0,24%
Total Asia-Pacífico		151	498,8	321	11,62%
Europa					
Austria		-	6,3	3	3,23%
Bélgica	1995	16	11,5	6	4,85%
Dinamarca		1	1,7	-	1,13%
Finlandia	2009	2	10,2	2	8,44%
Francia	2003	28	66,1	20	5,25%
Alemania	2007	2	40,6	38	2,35%
Grecia		2	1,2	0	1,13%
Irlanda		3	2,6	-	2,34%
Italia	2007	2	4,8	1	0,50%
Luxemburgo		-	0,3	-	1,11%
Holanda	1969	5	30,7	30	7,90%
Noruega		-	6,9	1	3,00%
Portugal		-	0,6	-	0,54%
España	2009	4	20,4	6	3,25%
Suecia		-	34,5	14	13,53%
Suiza		-	44,8	11	14,44%
Reino Unido	2007	28	77,2	74	6,00%
Total Europa		93	360,3	206	4,45%
Oriente Medio					
Israel	2006	1	12,2	1	5,68%
Total Oriente Medio		1	12,2	1	5,68%
Norteamérica					
Canadá	1993	55	60,1	32	7,36%
Estados Unidos	1960	164	913,5	663	12,01%
Total Norteamérica		219	973,6	695	11,62%
TOTAL MERCADOS DESARROLLADOS		464	1844,9	1223	8,77%

País	Origen	Número de REITS	GAV REITS (USD Bn)	Cap Bursátil (USD Bn) (2016)	REIT/RE (%) (2016) *
Mercados Emergentes					
Asia-Pacífico					
China		-	286,9	62	9,77%
India		-	10,5	2	3,02%
Indonesia		1	20,3	7	9,16%
Malasia	2005	15	25,7	5	23,11%
Pakistán	2008	1	0,2	-	0,78%
Filipinas	2010	-	38,3	10	67,87%
Taiwán	2003	5	11,3	0	8,41%
Tailandia	2005	55	44,6	5	39,85%
Total Asia		77	437,9	91	11,09%
Europa, Oriente Medio & África (EMEA)					
República Checa		-	-	-	0,00%
Egipto		-	6,5	-	14,25%
Hungría	2011	-	0,1	-	0,26%
Marruecos		-	1,3	-	6,10%
Polonia		-	2,3	-	1,22%
Rusia		-	2,0	2	0,28%
Sudáfrica		27	25,5	12	23,78%
Turquía	1995	21	7,6	2	2,85%
Emiratos Árabes Unidos	2006	2	28,7	3	37,33%
Total EMEA		50,0	74,0	19	4,75%
Sudamérica					
Brasil		25	11,82	5	1,38%
Chile		-	1,5	-	1,46%
Colombia		-	-	-	0,00%
México	2010	11	16,61	8	3,83%
Perú		-	0,34	-	0,58%
Total Sudamérica		36	30,3	13	1,93%
TOTAL MERCADOS EMERGENTES		163	542,2	123	7,66%
TOTAL MERCADOS		627	2387,1	1.346	8,49%

(*) Valor total de REITs versus volumen total de activos inmobiliarios

Fig. 19 – Volumen y origen de REITs por países en el mercado internacional

Fuente: Monthly Statistical Bulletin. FTSE EPRA/NAREIT. Enero 2016 (Últimos datos publicados)

El volumen de inversión inmobiliaria canalizado a través de estos instrumentos, respecto al montante de la inversión inmobiliaria total a nivel mundial ha pasado de un 3,0% en 2013 a un 8,5% a principio de 2016.

SOCIMIS en España: Con muchos años de retraso respecto a los países europeos, en el año 2009 se da luz verde a los REITs en España, denominándolos SOCIMIS (Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), mediante la promulgación de una legislación mucho más restrictiva que la adoptada internacionalmente (*Ley 11/2009 de 26 de octubre por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el*

Mercado Inmobiliario, BOE nº 259 de 27/10/2009). Ello, unido a la ya desencadenada crisis del sector inmobiliario, tuvo como consecuencia que tres años después sólo se hubiesen constituido nueve SOCIMIs, de las que ninguna logró terminar todos los trámites para su puesta en marcha e inicio de cotización en el mercado bursátil.

El objetivo por el que se crearon estos vehículos era lograr una dinamización del mercado de arrendamiento inmobiliario, fomentando la participación de los ciudadanos particulares en la inversión inmobiliaria, con las debidas garantías de rentabilidad estable, liquidez suficiente, gracias a su cotización en mercados regulados y minimización del riesgo, mediante las obligaciones de información y el control de los organismos regulatorios.

Con el fin de dar un nuevo impulso a estos instrumentos de inversión colectiva, el Gobierno introdujo, dentro del Proyecto de Ley de Flexibilización de Medidas del Mercado de Alquiler, una serie de modificaciones en su regulación, para situarlas más en línea con sus homólogas internacionales. Terminado el trámite parlamentario correspondiente, la nueva legislación aplicable se plasmó a través de la *Disposición Final 8ª de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica*, BOE nº 312 de 28/12/2012. Este texto legal ha sufrido algunas modificaciones adicionales a través de la *Ley 28/2014 de 27 de noviembre por la que se modifican determinadas leyes y se adoptan medidas tributarias y financieras*, BOE nº 288 de 28/11/2014.

De acuerdo con esta legislación consolidada, las SOCIMIs españolas han de satisfacer los siguientes requisitos básicos:

- **Capital social mínimo:** 5 millones de euros (anteriormente era de 15 millones).
- **Número mínimo de accionistas:** La normativa de SOCIMIs no lo exige, pero si la del MAB (Mercado Alternativo Bursátil) que impone que, al menos dos millones de euros del capital social o el 25,0% del mismo esté repartido entre accionistas que individualmente cada uno de ellos no supere el 5,0% de dicho capital social. Esta regla puede sustituirse por la incorporación de un *Proveedor de liquidez*, en el que hay que depositar esos dos millones de euros o el citado 25,0% del capital social, para garantizar que terceros inversores puedan adquirir acciones de la SOCIMI.
- **Número mínimo de inmuebles:** uno.
- **Cotización:** obligatoria en el MAB o en otros mercados regulados españoles o de cualquier estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo. El pazo desde su constitución hasta el inicio de cotización no puede superar los dos años.
- **Requisitos de los activos:** Al menos el 80,0% deben ser inmuebles o suelo para promoción, de naturaleza urbana y dedicados al arrendamiento. También caben participaciones en otras SOCIMIs o REITs, así como acciones de otras entidades o instituciones de inversión colectiva nacionales o extranjeras, que cumplan determinados requisitos.

No pueden invertir en activos relacionados con la energía ni en infraestructuras. Tampoco en inmuebles cedidos a terceros vía Leasing.

- **Reparto de dividendos:** Es obligatorio repartir anualmente como mínimo:
 - 80,0% de los beneficios obtenidos por rentas de alquiler
 - 50,0% de los beneficios provenientes de ventas de activos
 - 100,0% de los dividendos percibidos de otras SOCIMIs o REITs
- **Permanencia de activos en el patrimonio:** mínimo de 3 años.
- **Máximo apalancamiento:** No está limitado el porcentaje de financiación externa.
- **Ubicación de los activos:** pueden localizarse dentro o fuera del territorio nacional.

Régimen fiscal de las SOCIMIS: como ya se ha indicado, están sujetas al Impuesto de Sociedades, pero a un tipo del 0,0 %, siempre que se cumplan los requisitos anteriores. Las ganancias de aquellos activos que no cumplieran alguno de los requisitos exigidos tributarán al tipo general de dicho impuesto.

El tratamiento fiscal de los accionistas dependerá de sus características específicas:

- Residentes en España: tributan como dividendos, con retención en origen del 21,0%
- No residentes en España: tributan en su país de residencia y no estarán sujetos a retención en España, siempre que tributen por impuesto de sociedades en su país a un tipo superior al 10%. En caso contrario estarán sujetos a un gravamen del 19,0% en España.

Principales SOCIMIs creadas en España: A partir de la primavera del 2014 se fueron creando en España varias SOCIMIs, algunas de ellas de pequeño tamaño y con objeto de optimizar fiscalmente ciertos patrimonios ya existentes, que iniciaron su cotización en el MAB, pero es procedente destacar aquí la puesta en marcha de cuatro grandes SOCIMIs, cotizadas en el Mercado Continuo y diseñadas con el objeto de captar importantes volúmenes de inversión aportados por operadores nacionales e internacionales, con el objeto de crear portfolios inmobiliarios completamente nuevos y de acuerdo al perfil de inversión previamente definido.

Estas cuatro SOCIMIs: Merlín Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Lar España y Axiare Patrimonio, son las que han traducido realmente a España el perfil de los REITs internacionales y han justificado plenamente la puesta en marcha de esta nueva regulación, habiendo cosechado un gran éxito, tanto en términos de volumen y captación de capital alcanzados, como por la calidad de los portfolios constituidos en un corto espacio de tiempo y por la rentabilidad alcanzada, así como por su gran difusión entre grandes y reconocidos inversores internacionales.

Merlín Properties realizó en septiembre de 2016 una fusión por absorción de la parte patrimonial escindida de la antigua inmobiliaria Metrovacesa, que había sido previamente excluida de bolsa, incrementando de forma notable el valor de sus activos (GAV) hasta los 9.400 millones de euros y entró a formar parte del selectivo índice IBEX 35 en diciembre de 2015. Fruto de esa fusión es también la creación de la SOCIMI Testa Residencial que en su día formó parte del grupo Sacyr Vallehermoso.

Inmobiliaria Colonial se transformó en SOCIMI en junio de 2017 y llevó a cabo la fusión por absorción de Axiare Patrimonio, mediante una OPA (Oferta Pública de Adquisición lanzada en noviembre de 2017)

El antiguo equipo de dirección de Axiare Patrimonio crea, en octubre de 2018, la nueva SOCIMI Arima, con un perfil de inversión similar a Axiare y también cotizada en el mercado continuo.

La parte residencial de la antigua inmobiliaria Testa, del grupo Sacyr Vallehermoso, que había sido absorbida por Merlín, se transforma también en SOCIMI y se fusiona con Acciona residencial, transformándose así en una de las mayores propietarias de viviendas en régimen de alquiler, con una cartera de 9.041 viviendas, distribuidas en 118 edificios, de los que el 51% están en la Comunidad de Madrid. Esta nueva Spocimi cotiza en el MAB.

En mayo de 2018, la gestora de fondos inmobiliarios Blackstone lanza una OPA para la adquisición de la SICIMI Hispania Activos Inmobiliarios, que se completa con éxito, en agosto de 2018, pasando su patrimonio a uno de los fondos de Blackstone y proyectando su exclusión de bolsa, así como del régimen de SOCIMI a partir del 1 de abril de 2019.

El cuadro siguiente muestra algunos parámetros de las cinco SOCIMIs que actualmente cotizan en el mercado continuo y su evolución en los años 2014 a 2018:

- GAV *Gross Asset Value*: valor bruto de los activos.
- NAV *Net Asset Value*: valor neto tras descontar deuda y otros conceptos no materializables a corto plazo, según la definición del EPRA (*European Public Real Estate Association*).
- Valor de cotización en bolsa.

Además de estas cinco SOCIMIs, se ha incluido, a título comparativo, la inmobiliaria Realia.

Compañía	Merlín	Colonial	Axiare	Arima	Lar España	Hispania	Realia	TOTAL
GAV 2014 (M€)	5.389	5.757	439		358	433	1.850	14.226
GAV 2015 (M€)	6.053	6.913	859		776	1.425	1.859	17.885
GAV 2018 (M€)	12.041	11.348		102	1.536	2.047	1.844	28.918
Variación (%) 2014 - 2018	223,44%	183,15%			429,17%	472,75%	99,68%	203,28%
Variación (%) media anual	122,26%	116,33%			143,93%	147,45%	99,92%	119,40%
NAV 2014 (M€)	2.951	1.521	358		390	555	449	6.224
NAV 2015 (M€)	3.181	1.966	835		578	965	552	8.077
NAV 2018 (M€)	6.956	5.098		101	1.037	966	1.022	15.180
Variación (%) 2014 - 2018	235,72%	271,26%			266,03%	174,09%	227,62%	243,90%
Variación (%) media anual	123,91%	128,34%			127,71%	114,87%	122,83%	124,97%
Cap Bursátil 2014 (M€)	3.240	1.727	778		550	901	150	7.346
Cap Bursátil 2015 (M€)	3.729	2.009	948		567	1.081	234	8.568
Cap Bursátil 2018 (M€)	5.066	4.134		90	706	1.995	587	12.577
Variación (%) 2014 - 2018	156,36%	165,03%			128,36%	221,37%	391,18%	171,21%
Variación (%) media anual	111,82%	113,34%			106,44%	121,98%	140,64%	114,39%

Fig. 20 – Parámetros y evolución de las principales SOCIMIs españolas

Fuente: elaboración propia con datos de los informes de gestión de las propias compañías

Cifras en millones de €. Periodo 2014-2018

SOCIMIs cotizadas en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil): Además de las SOCIMIs antes citadas, se han creado, desde 2014, un gran número de SOCIMIs más pequeñas (excepto algunas) que cotizan en el MAB y entre las que pueden destacarse: General de Galerías Comerciales (2.782 millones de € de capitalización bursátil), Testa Residencial

(1.904 millones de €), GMP (1.071 millones de €), Zambal (762 millones de €), Uro Properties (206 millones de €), etc. , sumando más de 63 compañías cotizadas en este mercado, con un valor superior a 17.000 millones de € en diciembre de 2018.

Participación de los Inversores Institucionales en inmobiliarias cotizadas: El volumen de inversión que los inversores institucionales asignan a las SOCIMIs, REITs e Inmobiliarias cotizadas es cada vez más elevado y está produciendo un crecimiento de la participación de Europa en la capitalización bursátil mundial del mercado REIT. El *Free Float* (Acciones en bolsa) de la capitalización de mercado del índice FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe de empresas inmobiliarias cotizadas fue de 215.000 millones de euros a finales de marzo de 2018 (últimos datos disponibles), representando el 18,73% del índice global, lo que supone un incremento de 5 puntos porcentuales respecto a su valor en 2012.

Este incremento se ha visto favorecido por la aparición de nuevos regímenes de REITs en España, Irlanda y más recientemente en Italia y Portugal, unido al cambio de estrategia de los inversores institucionales que están aumentando el peso de su asignación a la inversión en inmobiliarias cotizadas. Los estudios académicos realizados reflejan que esta estrategia está generando mayores retornos en el conjunto de sus inversiones.

1.2.5. Referencia a las SICAV

Del mismo modo que los Fondos de Inversión, las SICAV, Sociedades de Inversión de Capital Variable, son también Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) reguladas por la Directiva comunitaria, ya traspuesta en España. Cotizan en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) y constituyen, en teoría, un vehículo de ahorro utilizable por todo tipo de inversores, incluso para reducidos volúmenes de inversión, pudiendo elegir entre las más de 3.300 SICAV existentes.

Como en todas las IIC, el número mínimo de accionistas no está limitado en ningún país de Europa, salvo en Francia, 2 accionistas y en Portugal que exige un mínimo de 100. Su carácter de IIC está respaldado por ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados), con la condición de que sus estatutos no limiten la fuente de capital a un único inversor.

De acuerdo con la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), en septiembre de 2017 las diferentes SICAV contaban con 433.565 inversores, lo que da idea de que no se trata de un producto de difusión tan limitada como podría pensarse.

Respecto a su tributación, es la misma que la de los restantes productos de ahorro (Fondos de Inversión o Pensiones, depósitos, seguros, acciones, Deuda Pública, etc.). Es decir, no tributan hasta que se produzca su reembolso o venta o hasta que se cobren los intereses o se repartan dividendos. Como en otros productos de inversión, el vehículo como tal está en régimen de neutralidad fiscal, lo que significa que no tributa el vehículo, sino el inversor, cuando deshace su inversión o recibe dividendos o intereses derivados de la misma. Así pues, las SICAV tributan al 1% en el Impuesto de Sociedades y, por su parte, sus accionistas lo hacen al 19%, 21% o 23% en el IRPF si son personas físicas o al 25% en el Impuesto de Sociedades, si son personas jurídicas. De este modo se evita casi totalmente (excepto en ese 1%) la doble imposición.

A continuación, se incluye un cuadro que recoge la modalidad de tributación y el patrimonio invertido a través de las IIC en los diferentes países de la Unión Europea, de la misma fuente:

País	Tributación de IIC en el Impuesto de Sociedades	Patrimonio Miles de mill €	% sobre total IIC Europa
Luxemburgo	Exención. En su lugar se establece una tasa sobre los activos netos de entre un 0,01% y el 0,05% anual	2643	32,88%
Francia	Exención	1146	14,26%
Irlanda	Exención	1274	15,85%
Reino Unido	Tributa la IIC a un tipo reducido (20%) sólo en intereses y dividendos, las plusvalías están exentas. Las reglas para evitar la tributación determinan que en la práctica haya una exención	995	12,38%
Alemania	Exención	296	3,68%
Suiza	Exención	342	4,25%
Suecia	Exención	320	3,98%
Italia	Exención	202	2,51%
Austria	Exención	83	1,03%
Bélgica	Exención para los vehículos con formato Fondo. Las sociedades tributan al 33,99% pero las reglas de aplicación para las SICAV determinan en la práctica una exención	101	1,26%
Dinamarca	Exención	100	1,24%
Holanda	Sujetos, pero el tipo es del 0% si se reparten sus ingresos por intereses y dividendos en los ocho meses siguientes al cierre del ejercicio. Las plusvalías realizadas no tributan en sede de la IIC	60	0,75%
Finlandia	Exención	71	0,88%
Liechestein	Exención	25	0,31%
Polonia	Exención	22	0,27%
Turquía	Exentos de impuesto pero sujetos a una retención cuyo porcentaje determina el Consejo de Ministros, actualmente 0%	13	0,16%
Hungría	Exención	11	0,14%
Grecia	Exención. Tasa sobre los activos del fondo referenciados al tipo de interés del BCE. Actualmente 0,325% para Fondos de Renta Fija y 1,075% para Fondos de Renta Variable	5	0,06%
Malta	Solo están sujetos a IS los Fondos autorizados en Malta que inviertan al menos el 85% de su patrimonio en activos situados en Malta. El resto está exento	3	0,04%
Patrimonio total IIC con exención en el Impuesto de Sociedades		7712	95,94%
ESPAÑA	1%	226	2,81%
Noruega	28% pero en los fondos de acciones las plusvalías están exentas	92	1,14%
Portugal	Entre el 10% y el 25% dependiendo del tipo de ingreso	8	0,10%
Patrimonio total IIC con tributación en el Impuesto de Sociedades		326	4,08%
Patrimonio total IIC Europa (miles de millones €)			100,00%

Fig. 21 – Tributación de las IIC en el impuesto sobre sociedades

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe sobre SICAVs febrero 2016 pg. 5

Las SICAV españolas invierten actualmente cerca del 50% de su patrimonio (32.058 millones de euros en septiembre de 2017) en valores domésticos de renta fija o variable e inmobiliarios. Si se produjera una variación de su tratamiento fiscal, la consecuencia sería una inmediata deslocalización de estas inversiones y de la toma de decisiones de inversión a otros países de la Unión Europea, como Irlanda o Luxemburgo, donde el tipo

del Impuesto de Sociedades que se aplica a estos vehículos es del 0%. Según la Directiva UCITS IV, toda Gestora ubicada en la Unión Europea está autorizada a gestionar Fondos de Inversión y SICAV en otro país comunitario. Ello permitiría deslocalizar de manera fácil y rápida su gestión, perdiéndose una parte importante de este volumen de inversión en España, así como los puestos de trabajo asociados, que en España se cifran en más de 30.000, muchos de los cuales son de alta cualificación profesional, que además generan ingresos considerables a la Hacienda española. [INVERCO, 2018]¹³

1.2.6. Volúmenes de inversión inmobiliaria por tipos de vehículos en España

A continuación, se incluye una serie de gráficos que muestran la evolución de la distribución de la inversión inmobiliaria en España, según los diferentes tipos de vehículos y fondos, desde el año 2013, en que se inicia la recuperación postcrisis, a la actualidad. Este análisis es complementario del reflejado en el anterior apartado 1.1.6, que recoge la distribución de la inversión, en función del origen de los inversores. Para evitar repeticiones de lo ya expuesto en dicho epígrafe, se recogen únicamente unas conclusiones de las principales tendencias que se ponen de manifiesto en este periodo.

1	1,25%	CLOSED/OPEN-END FUNDS ALEMANES	51,00
2	18,06%	PRIVATE-EQUITY USA	736,60
3	14,96%	PRIVATE EQUITY LATAM	610,10
4	15,94%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ORIENTE MEDIO	650,00
5	2,41%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ASIA	98,40
6	9,05%	CLOSED/OPEN-END FUNDS INSTITUCIONALES INTERNACIONALES	369,00
7	15,51%	PRIVATE EQUITY INTERNACIONAL	632,50
8	0,00%	FONDOS INSTITUCIONALES ESPAÑOLES CLOSED/OPEN-END	0,00
9	0,28%	PRIVATE EQUITY ESPAÑA	11,40
10	7,02%	FAMILY OFFICES ESPAÑA	286,40
11	1,59%	INMOBILIARIOAS COTIZADAS ESPAÑA	65,00
12	0,00%	SOCIMIS	0,00
13	10,26%	USO PROPIO	418,50
14	0,00%	OPERADORES HOTELEROS	0,00
15	3,67%	OTROS	149,56
100,00% TOTAL INVERSION			4.078,46

Fig. 22 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2013

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

1	0,65%	CLOSED/OPEN-END FUNDS ALEMANES	54,00
2	25,77%	PRIVATE-EQUITY USA	2.126,00
3	0,51%	PRIVATE EQUITY LATAM	42,00
4	3,38%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ORIENTE MEDIO	278,50
5	4,57%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ASIA	377,40
6	15,60%	CLOSED/OPEN-END FUNDS INSTITUCIONALES INTERNACIONALES	1.286,70
7	2,84%	PRIVATE EQUITY INTERNACIONAL	234,30
8	0,73%	FONDOS INSTITUCIONALES ESPAÑOLES CLOSED/OPEN-END	59,96
9	4,08%	PRIVATE EQUITY ESPAÑA	337,00
10	18,77%	FAMILY OFFICES ESPAÑA	1.548,92
11	5,07%	INMOBILIARIAS COTIZADAS ESPAÑA	418,45
12	2,06%	SOCIMIS	170,06
13	8,72%	USO PROPIO	719,48
14	1,13%	OPERADORES HOTELEROS	93,00
15	6,11%	OTROS	504,47
100,00% TOTAL INVERSION			8.250,24

Fig. 23 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2014

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

1	1,51%	CLOSED/OPEN-END FUNDS ALEMANES	140,00
2	15,81%	PRIVATE-EQUITY USA	1.466,80
3	0,23%	PRIVATE EQUITY LATAM	21,00
4	2,75%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ORIENTE MEDIO	255,20
5	9,10%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ASIA	844,50
6	9,23%	CLOSED/OPEN-END FUNDS INSTITUCIONALES INTERNACIONALES	856,00
7	12,78%	PRIVATE EQUITY INTERNACIONAL	1.186,10
8	1,27%	FONDOS INSTITUCIONALES ESPAÑOLES CLOSED/OPEN-END	117,50
9	5,00%	PRIVATE EQUITY ESPAÑA	463,90
10	8,35%	FAMILY OFFICES ESPAÑA	774,55
11	8,91%	INMOBILIARIAS COTIZADAS ESPAÑA	826,40
12	19,95%	SOCIMIS	1.851,27
13	1,66%	USO PROPIO	154,00
14	1,38%	OPERADORES HOTELEROS	128,10
15	2,09%	OTROS	193,60
100,00% TOTAL INVERSION			9.278,92

Fig. 24 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2015

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

1	12,16%	CLOSED/OPEN-END FUNDS ALEMANES	1.244,00
2	7,01%	PRIVATE-EQUITY USA	716,90
3	0,00%	PRIVATE EQUITY LATAM	0,00
4	2,24%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ORIENTE MEDIO	229,00
5	0,00%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ASIA	0,00
6	1,58%	CLOSED/OPEN-END FUNDS INSTITUCIONALES INTERNACIONALES	161,50
7	26,97%	PRIVATE EQUITY INTERNACIONAL	2.759,68
8	1,42%	FONDOS INSTITUCIONALES ESPAÑOLES CLOSED/OPEN-END	145,00
9	3,88%	PRIVATE EQUITY ESPAÑA	396,55
10	6,35%	FAMILY OFFICES ESPAÑA	649,50
11	17,12%	INMOBILIARIAS COTIZADAS ESPAÑA	1.751,76
12	12,85%	SOCIMIS	1.314,85
13	3,27%	USO PROPIO	335,00
14	2,11%	OPERADORES HOTELEROS	216,00
15	3,04%	OTROS	310,90
100,00%	TOTAL INVERSION		10.230,64

Fig. 25 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2016

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

1	3,50%	CLOSED/OPEN-END FUNDS ALEMANES	426,00
2	7,75%	PRIVATE-EQUITY USA	943,00
3	0,00%	PRIVATE EQUITY LATAM	0,00
4	1,48%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ORIENTE MEDIO	180,00
5	11,04%	PRIVATE EQUITY Y FONDOS SOBERANOS ASIA	1.343,35
6	8,22%	CLOSED/OPEN-END FUNDS INSTITUCIONALES INTERNACIONALES	1.000,00
7	26,62%	PRIVATE EQUITY INTERNACIONAL	3.238,20
8	2,48%	FONDOS INSTITUCIONALES ESPAÑOLES CLOSED/OPEN-END	301,45
9	4,48%	PRIVATE EQUITY ESPAÑA	545,29
10	4,90%	FAMILY OFFICES ESPAÑA	595,60
11	12,10%	INMOBILIARIAS COTIZADAS ESPAÑA	1.471,70
12	10,04%	SOCIMIS	1.221,66
13	2,69%	USO PROPIO	327,00
14	0,38%	OPERADORES HOTELEROS	46,00
15	4,31%	OTROS	524,64
100,00%	TOTAL INVERSION		12.163,89

Fig. 26 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2017

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

Del análisis de los gráficos precedentes, puede concluirse que, en la etapa inmediatamente posterior a la crisis de 2007, los primeros fondos en interesarse por el mercado español tenían un perfil *Opportunity*, adquiriendo activos con mucho riesgo, pero a precios muy ventajosos y con altas expectativas de rentabilidad (*distress*). Estos fondos compraron grandes *portfolios* procedentes de la banca, tanto de inmuebles con problemas de desarrollo o terminación, como de préstamos en mora o NPLs (*Non Performing Loans*), con garantías o colaterales inmobiliarios.

Tras su adquisición, que sirvió para reducir la excesiva exposición y riesgo inmobiliario de la banca, realizaron una importante labor de organización y reestructuración de estas carteras, de modo que pudieran mostrar las características necesarias para que otros fondos de perfil más conservador pudieran adquirirlos y completar su desarrollo: fondos de perfil *Value Added*.

Los activos tratados por estos últimos fondos y cuya situación se había consolidado, cumplían ya los requisitos que permitían su adquisición por fondos institucionales de perfil Core Plus y Core, para mantenerlos en rentabilidad a largo plazo.

De ese modo se ha recorrido un trayecto, en que los fondos de perfil más arriesgado han ido cediendo su puesto en el mercado a fondos de perfil intermedio y finalmente a fondos institucionales, completando el proceso de saneamiento del mercado inmobiliario español.

No se han considerado de forma separada en este estudio los FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria) ni las SII (Sociedades de Inversión Inmobiliaria) españoles, constituidos al amparo de las leyes 46/1984 de 26 de diciembre y 19/1992 de 7 de julio sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, por haber representado un papel muy poco relevante en el periodo analizado (2013-2018) y encontrarse casi todos ellos en fase de liquidación o ya liquidados. Estos vehículos tuvieron un desarrollo importante en España desde 1998 a 2007, alcanzando un volumen de 9.000 millones de euros, pero, tras la crisis inmobiliario-financiera de aquel año, sufrieron una caída muy importante del valor de sus participaciones y, por ende, de su patrimonio. En la actualidad ninguno de ellos sigue teniendo actividad.

A nivel global, la distribución de la inversión por tipo y perfil de vehículos se refleja en el apartado 1.3.3. siguiente, figura 31.

1.3. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONALES

Como ya se ha indicado anteriormente, los fondos de inversión inmobiliaria que se califican como institucionales son aquellos vehículos, productos o estructuras de inversión específicamente diseñados para satisfacer los requerimientos y criterios de inversión de los inversores institucionales, entre los que se encuentran los fondos de pensiones, compañías de seguros, mutualidades laborales y profesionales, fondos soberanos, REITs, SOCIMIs, inmobiliarias cotizadas, fundaciones y otras instituciones de inversión colectiva (IIC).

A efectos de esta Tesis, se consideran como inversores institucionales aquellas entidades que agrupan colectivos de personas orientados a la consecución de determinados objetivos, generalmente relacionados con la previsión social, dotándolos de la estructura adecuada, dentro de la regulación establecida por la legislación vigente y proporcionándoles los servicios necesarios para gestionar adecuadamente sus inversiones.

Estos vehículos de inversión están estructurados y gestionados por compañías especializadas en la gestión de este tipo de inversiones inmobiliarias, denominadas Gestoras de Fondos.

1.3.1. Contexto histórico: nacimiento, causas y evolución

El primer fondo de inversión fue creado en el año 1868 en Londres y se denominó: *Foreign and Colonial Government Trust*. Este tipo de instrumentos de inversión nacieron en los países anglosajones, para ir extendiéndose poco a poco hacia el resto de los países desarrollados, en la que puede considerarse como la primera era de la globalización financiera antes de la primera guerra mundial. [Chambers, D. y Esteves, R., 2012]¹⁴

Los orígenes más antiguos de estos instrumentos de inversión pueden retrotraerse a finales de la Edad Media, cuando algunos comerciantes y banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de Augsburgo en Alemania [García Carnero, F., 2003]¹⁵.

En el siglo XVII, los *Administratie Kantooren* de Holanda actuaban como intermediarios entre las sociedades mercantiles que emitían títulos y los inversores que los compraban.

Los *Parish Trust*, que surgen en pleno siglo XVII en las parroquias de Escocia, reúnen los ahorros de los feligreses y los canalizan hacia inversiones rentables.

En los Países Bajos y en Bélgica, tras obtener su independencia, aparecen ya en el siglo XIX, diversas sociedades que tienen por objeto la captación de capital para impulsar la industria y las empresas de esos países, aunque actúan más como bancos que como fondos de inversión.

No obstante, la mayoría de los estudiosos coinciden en afirmar que son los *Investment Trust* británicos, que inician su actividad en la década de 1860s, los verdaderos antecedentes de las instituciones de inversión colectiva, en su concepto actual, entre los que se considera como pionero el *Foreign and Colonial Government Trust*, citado al principio. [Glasgow, G, 1932, Gilbert, J.C., 1939 et al.]¹⁶

Estas instituciones tuvieron un gran auge en el Reino Unido durante el último cuarto del siglo XIX, pasando de un número de 18 a casi un centenar de ellas, hasta la década de 1890s en que la quiebra de la banca Baring y la crisis en Argentina, terminaron con muchas de ellas. Durante la primera guerra mundial, muchas de ellas subsistieron, gracias a su adecuada gestión de los bonos de guerra.

En Estados Unidos, el primer antecedente surge en 1893 con la creación del *Boston Personal Property Trust*, que, precisamente, centra su actividad en las inversiones inmobiliarias, siendo el primer referente de este tipo de fondos, al igual que la *Railway and Light Securities Company*, fundada en 1904 para invertir en acciones de compañías de servicios públicos y primer fondo de inversión en infraestructuras. En los años veinte estas instituciones alcanzaron un capital invertido de 7.000 millones de USD. Mientras los fondos británicos invertían mayoritariamente en acciones de empresas extranjeras, los americanos lo hacían en compañías de ámbito nacional. [Bravo Medín, M., 2015]¹⁷

En otros países europeos, como Francia, Bélgica, Alemania e Italia, estas instituciones de inversión colectiva tuvieron muy poco desarrollo, debido a elevada carga impositiva que soportaban (40% sobre sus rendimientos más 15% sobre la venta de títulos en Francia) así como al bajo nivel de asunción de riesgo aceptado por los inversores que preferían la deuda pública a los títulos de empresas privadas.

El *crack* de la bolsa de Nueva York en 1929 terminó con muchas de estas instituciones y numerosos autores las han considerado como responsables de la misma por su carácter especulativo y su manejo de grandes capitales, que, al salir del mercado de forma acelerada, contribuyeron a su agravamiento [Galbraith, J.K., 1991 et al.].¹⁸ Sólo en Reino Unido, los *Trust* más antiguos y sólidos superaron esta crisis.

Sin embargo, fue en esa época cuando nacieron los *Holdings* de Luxemburgo, que ofrecían un tratamiento fiscal muy favorable, antecedentes de las actuales SICAV y la *Société Internationale de Placements* en Suiza en 1930, que actuó como refugio de capitales procedentes del resto del mundo.

Tras la crisis del 29, Gran Bretaña y Estados Unidos promulgaron, a lo largo de los años cuarenta, una legislación orientada a garantizar las inversiones de los partícipes de las IIC, lo que ayudó a la recuperación de la confianza de los inversores.

Tras la segunda guerra mundial, otros países como Alemania, Bélgica, Francia y Japón se fueron incorporando al desarrollo de estas instituciones. En Alemania, los primeros fondos se crearon en 1950, Fondra y Fondak y el primer fondo de la Comunidad Económica Europea, *Eurunion*, fue domiciliado en Luxemburgo en 1959.

Desde entonces, la evolución de las IIC ha ido en paralelo a la de los mercados de valores, sufriendo las mismas etapas de auge y crisis que estos. Tras la superación de la crisis del petróleo en los años setenta, se ha venido produciendo un gran desarrollo de estas instituciones en todos los países desarrollados y muy especialmente en Estados Unidos, donde el patrimonio de estas instituciones supera al conjunto del resto de los países. [Bravo Medín, M., 2015]¹⁹.

En España los fondos de inversión se regulan por primera vez por la Ley de 15 de julio de 1952 sobre Régimen Jurídico-Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, pero no nacen realmente hasta la década de los 60s, teniendo un desarrollo bastante limitado y siendo frenados por la crisis económica del petróleo en el año 1973, la transición política española y la posterior reforma fiscal del año 1978. Vuelven a recuperar importancia a partir del año 1985, tras la promulgación de la Ley 46/1984 que regula las Instituciones

de Inversión Colectiva IIC y vinculados a los elevados tipos de interés de la época, hasta la nueva crisis de 1992 que provoca su estancamiento hasta 1996. Más tarde la crisis financiera de 1999 y la bajada de los tipos de interés provoca una disminución significativa de su patrimonio. Entre los años 2003 y 2007 los grandes protagonistas fueron los fondos de inversión en renta variable, hasta que se produce la crisis que provoca un nuevo desplome de su valor y la consiguiente reducción de su patrimonio. A partir de 2013 y 2014 se inicia un crecimiento sostenido de su patrimonio hasta la actualidad. [Bravo Medín, M., 2015]²⁰

Su regulación y desarrollo en España han tenido, desde su origen, un importante componente de carácter fiscal, para aprovechar determinadas desgravaciones, más que puramente financiero.

Centrándose en los inversores institucionales, hay que señalar que estos inversores han tenido, desde antiguo, una larga tradición en el sentido de asignar una pequeña parte de sus provisiones técnicas a la inversión inmobiliaria directa, tal como se ha explicado en 1.1.5., mediante la adquisición y posterior gestión de inmuebles por el propio inversor, a través de cuentas separadas, gestionadas de forma independiente o participando, juntamente con otros inversores afines, en la compra de un inmueble en copropiedad, pero representando una proporción muy pequeña dentro del conjunto de su inversión.

Hasta la década de los ochenta del siglo pasado, la inversión inmobiliaria apenas estaba presente en las carteras de los inversores institucionales, que distribuían la casi totalidad de sus reservas entre los tres activos clásicos: acciones, bonos (deuda pública o privada) y efectivo. Esta distribución ha ido evolucionando, en la línea de asignar una participación cada vez mayor a la inversión inmobiliaria, superando, hoy en día, una cuota del 10,0%.

ASSET ALLOCATIONS OF ALL INSTITUTIONAL INVESTORS

Fig. 27 – Asignación de capital de los inversores institucionales por tipo de activos

Fuente: Cornell University and Hodes Weill Associates, *The Institutional Real Estate Allocations Monitor*, 2015, con base en The Conference Board and Pensions Investments. Federal Reserve Board of Governors. USA. [Cornell R.E. Review, 2108]²¹. Datos a nivel global

Como reflejo de esta tendencia alcista, el gráfico anterior muestra la evolución del porcentaje asignado por los inversores institucionales al sector inmobiliario en sus

carteras de inversión, referida al mercado global. Esta adjudicación al inmobiliario pasa de un 2,1% en 1980 a un 8,8% en 2013, alcanzando en 2018 el 10,4%, con una previsión de llegar al 10,6% en 2019.

Esta asignación creciente ha dado lugar a que, incluso el índice Standard & Poor's Dow Jones haya elevado la categoría del inmobiliario (*real estate*), de considerarlo como un subsector dentro de la inversión financiera, al grado de sector, otorgándole el orden 11º, dentro de su *Global Industry Classification Standard* (GICS) o Estándar de Clasificación de Industria Global. [Funk, D.L., 2015]²²

Fig. 28 – Asignación de capital de los inversores institucionales al inmobiliario

Fuente: adaptado de Cornell University and Hodes Weill Associates, The Institutional Real Estate Allocations Monitor, 2018. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]. Datos a nivel global

En el gráfico anterior, que muestra la evolución en los últimos 39 años, se observa, en los últimos años, una tendencia a la moderación en el crecimiento de la porción adjudicada al inmobiliario, que pasa de incrementos de 30 o 40 bps (puntos básicos) a 20 bps en el último año. En todo caso, es importante señalar que el inmobiliario se ha consolidado de modo permanente, es decir se ha *institucionalizado* como un *Asset Class*, junto a los otros tres tradicionales antes citados.

Hasta épocas tan recientes, como el año 1975, los denominados *Activos Alternativos*, entre los que se encontraban incluidos los inmobiliarios, no eran aceptados en las carteras de los inversores institucionales e incluso, no estaban permitidos por las normativas de aplicación. La asignación de fondos se distribuía entre los tres grandes grupos clásicos de activos antes citados. A partir de 1980 se inicia la incorporación en estas carteras de los activos alternativos, de modo que, en el año 1995, la distribución era como media de un 50% en acciones, un 40% en bonos, un 5% en tesorería y otro 5% en estos nuevos activos alternativos. Actualmente esos porcentajes han cambiado significativamente a un 55% en acciones, un 20% en bonos, un 10% en inmobiliario y alternativos y el 5% restante en liquidez.

Los porcentajes de inversión en inmobiliario respecto al total de sus activos varían mucho entre los diferentes tipos de inversores institucionales. Así el gráfico siguiente, figura 29, indica como las instituciones que más invierten en este sector son los fondos de pensiones privados, llegando a un 20% de su cartera, seguidos por los fondos de pensiones públicos,

con un 17% colocado en inmobiliario, mientras que las compañías aseguradoras y los fondos soberanos no pasan del 8% cada uno de ellos.

Como referencia puede indicarse que, en España, el porcentaje que las compañías de seguros y fondos de pensiones españoles invierten en inmobiliario se sitúa, en marzo de 2018, en un 3,5% del total de su patrimonio, con un volumen de 10.560 millones de euros, habiendo descendido en un 0,21% respecto al año anterior. [DGSFP, 2017]²³. Contrariamente a lo expuesto a nivel global, las aseguradoras españolas han reducido su exposición al inmobiliario desde un volumen de 12.458 millones de euros en 2010 a 10.814 en 2017, representando el 3,75% de su cartera en conjunto, que corresponde a un 2,32% en el ramo de vida y a un 10,83% en el ramo de no-vida.

En relación con las principales áreas geográficas, cabe señalar que el apetito por la inversión inmobiliaria es mayor entre los inversores institucionales de Asia-Pacífico (10,6% de peso en sus carteras en 2018 con un objetivo del 11,0% para 2019) y de EMEA Europa y Oriente Medio (11,1% en 2018 y objetivo de 11,5% en 2019) que en Estados Unidos (9,9% en 2018 y objetivo en 2019). [Cornell University & Hodes Weill, 2108]²⁴

Las previsiones a medio plazo señalan que estas cuotas de inversión en *real estate*, sufrirán un incremento muy significativo. El informe citado de la Universidad de Cornell & Hodes Weill Association 2018 indica que los *family offices* ya alcanzan en 2018 una adjudicación del 16% al inmobiliario y las estimaciones de PWC (Price Waterhouse Coopers) fijan en un 20% la ratio de estabilización esperada para los *portfolios* institucionales, lo que indica un potencial de crecimiento muy importante, en línea con las consideraciones de esta Tesis.

ALLOCATIONS TO REAL ESTATE BY INSTITUTIONAL INVESTOR TYPE

Fig. 29 – Asignación al inmobiliario por tipo de inversores institucionales

Fuente: Funk, David L. (2015) *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. Boston, NAIOP, Primavera 2015 y Nueva York, Cornell University con base en datos de Preqin Real Estate on line. [Funk, D.L., 2015]²⁵

A nivel global, el 48% de los inversores institucionales tienen como objetivo una exposición al inmobiliario de entre un 5% y un 10% de sus carteras y un 26% de ellos pretenden superar el 10%.

A esta tendencia hay que añadir que muchos de los inversores institucionales han alcanzado un nivel de exposición al inmobiliario que está por debajo de sus objetivos en aproximadamente 90 puntos básicos *bps*, siendo las compañías de seguros el grupo que se encuentra más lejos de alcanzarlos. Un 60% de los fondos de inversión se encuentra por debajo de sus planes de inversión en unos 200 *bps*. Esta situación contribuye a generar una masa de capital destinado al inmobiliario que ya ha sido comprometido, pero está pendiente de invertir, denominado *dry powder*, lo que incrementa el potencial de crecimiento de los recursos destinados a este sector. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]²⁶

Este incremento de exposición de los inversores institucionales al sector inmobiliario ha tenido entre sus causas la innovación, el cambio regulatorio y el aprovechamiento de una oportunidad de obtener mejores y más estables rentabilidades a medio y largo plazo. Durante muchos años estuvo limitado por la complejidad y el *expertise* necesario para su gestión, los límites de la normativa, la falta de transparencia y liquidez, así como por la falta de vehículos de inversión adecuados. La aparición de los REITs en Estados Unidos, al principio de la década de los noventa, fue el detonante para animar a estos inversores a incluir el inmobiliario de forma significativa en sus patrimonios. Posteriormente fueron apareciendo otros vehículos y estructuras que ayudaron a consolidar esta tendencia.

Entre las fechas claves en este proceso cabe citar las siguientes: [Funk, D.L., 2015]²⁷.

- **Década de 1960s:** Las primeras compañías de seguros, entre otras la americana Prudential empiezan la creación de cuentas separadas para llevar a cabo una diversificación de inversiones hacia el inmobiliario.
- **Década de 1970s:** La normativa de Estados Unidos (ERISA: *Employee Retirement Security Act*) establece, para los fondos de pensiones, la exigencia de diversificar sus inversiones, lo que empuja a los institucionales a entrar en el inmobiliario comercial (CRE: *Commercial Real Estate*).
- **1982:** Se lanza en Estados Unidos el primer índice de rentabilidad del inmobiliario institucional, facilitando a los inversores la comparación de sus retornos al crear una referencia comparativa o *benchmark*. (NCREIF: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: Consejo Nacional de Inversiones Inmobiliarias Fiduciarias).
- **1986:** La reforma fiscal en la legislación d Estados Unidos, que más tarde seguirán otros países en Europa, elimina muchos escollos a estas inversiones e inicia la senda para facilitar la exención fiscal a los inversores institucionales.
- **1988:** Merry Lynch crea el primer fondo inmobiliario de oportunidad, captando un capital de 400 millones de dólares USD.
- **Principios de la década de 1990s:** Se inicia la proliferación en Estados Unidos de los fondos de inversión inmobiliarios, permitiendo el acceso de los institucionales a este tipo de activos.

- **1992:** Si bien la creación legal de los REITs (*Real Estate Investment Trusts*) se llevó a cabo por el Congreso de los Estados Unidos, bajo la presidencia de D.D. Eisenhower, en septiembre de 1960, no adquieren un desarrollo relevante hasta la década de 1990s, en la que se desarrollan a gran velocidad, debido a las garantías y liquidez que ofrece su cotización en bolsa. Este tipo de vehículos impulsan de forma definitiva la entrada de los inversores institucionales en el inmobiliario.
- **Finales de los años 1990s - Inicio de los 2000s:** Empiezan a crearse asociaciones e instituciones de investigación y tratamiento de datos de mercado, que mejoran la transparencia y ayudan a los inversores institucionales en la toma de decisiones y en la justificación de las mismas. Entre otras pueden citarse: IPD (Investment Property Databank, integrado en el grupo MSCI) creado en 1985 en Reino Unido, Real Capital Analytics, fundado en 2001 en Estados Unidos, INREV, 2003 Alemania (European Association of Non-listed Real Estate Vehicles), NAREIT, Estados Unidos 1991 (National Association of REITs), EPRA, Bélgica 1999 (European Public Real Estate Association), etc. (Referencias y links en Fuentes de Información, al final de este documento).
- **Finales de la década 2000s y crisis de 2007:** La caída de los tipos de interés a largo plazo, fuerza a los inversores institucionales a buscar rentabilidades más altas en el inmobiliario. La caída de valor de los inmuebles, como consecuencia de la crisis, abre una importante ventana de oportunidad para entrar en la parte baja del ciclo y obtener retornos elevados, con la condición de aumentar el nivel de riesgo asumido.
- **Década 2010s:** El desarrollo de los fondos soberanos (SWFs: *Sovereign Wealth Funds*) y el crecimiento de los flujos de capital hacia el inmobiliario, a nivel global, contribuyen a una nueva consolidación de las inversiones institucionales hacia el *real estate*.

1.3.2. Diferencia con fondos oportunistas o especulativos y filosofía de actuación

Como ya se ha explicado en los epígrafes 1.1.1. y 1.2.2. anteriores, el perfil de los fondos de inversión inmobiliaria de carácter institucional es un perfil conservador, con un importante grado de aversión al riesgo (*risk averse*), buscando inversiones a largo plazo, estables y con una rentabilidad segura, a la par que tratando de distribuirlas con un grado elevado de diversificación entre diferentes productos y mercados. Estas características conllevan la aceptación de rentabilidades moderadas, y una liquidez reducida, en muchas ocasiones.

Estos vehículos están generalmente sujetos a regulaciones muy estrictas, en cada uno de los estados en que operan, que tratan de proteger la seguridad de las inversiones de sus partícipes, a fin de asegurar la percepción de sus pensiones y demás prestaciones sociales, evitando que puedan ser objeto de una gestión temeraria o irresponsable que los conduzca a situaciones de graves pérdidas o de insolvencia que puedan comprometer las prestaciones sociales esperadas por los asegurados.

Por ello estos fondos invierten la mayor parte de sus reservas en activos de perfil *Core* y *Core Plus* y sólo una pequeña parte en operaciones de *Value Added*, a fin de mejorar un

poco el conjunto de sus retornos, pero huyendo de operaciones de riesgo de carácter *Opportunity* o *Development*. (Ver epígrafe 1.2.2. anterior).

La distribución de sus fondos entre estos perfiles es muy variable y depende mucho de cada producto y mercado, así como del momento del ciclo económico en que se encuentren, pero puede decirse que, en líneas generales, asignan entre un 50% y un 75% de sus inversiones a activos de perfil *Core*, entre un 25% y un 40% a operaciones *Core Plus* y menos de un 15% a temas de Valor Añadido.

Esta falta de un carácter especulativo, su filosofía de actuación estable y a largo plazo y la aceptación de unos niveles de rentabilidad moderados, sumados a su alto nivel de responsabilidad social y preocupación por los temas de sostenibilidad, medio ambiente y eficiencia energética, hace de estos vehículos de inversión un apoyo verdaderamente sólido e imprescindible para acometer la ingente tarea de regeneración urbana y revitalización del patrimonio arquitectónico que las ciudades necesitan, así como para financiar con suficiente amplitud las necesarias políticas para hacer asequible la vivienda a los jóvenes y a las personas de capacidad adquisitiva más limitada.

A este conveniente perfil, se une la enorme masa de ahorro canalizada a través de estos fondos, que se irá incrementando a medida que la estructura poblacional lo exija, unida a la clara tendencia, ya comentada, de estos inversores a destinar una parte cada vez mayor de sus reservas a la inversión inmobiliaria, debido a su rentabilidad más favorable a largo plazo y a su baja correlación con otros activos financieros, como acciones, bonos, etc.

Los inversores institucionales no son creadores de mercado ni tomadores de riesgo, por eso necesitan actuar en colaboración con promotores locales, para que estos asuman la cuota de riesgo ligada al desarrollo inmobiliario, así como con las Administraciones Públicas, que ayuden a crear las condiciones adecuadas para incentivar y flexibilizar las posibilidades de actuación en esas zonas de la ciudad, pero su capacidad inversora les permite impulsar esas áreas urbanas deprimidas hacia un escalón superior en su recuperación.

1.3.3. Criterios de inversión: relaciones y diagramas riesgo / rentabilidad / liquidez / diversificación

En la figura siguiente, se muestra un diagrama de la relación rentabilidad/riesgo para los diferentes perfiles de inversión, considerando los dos sumandos clásicos que componen el retorno total de una inversión inmobiliaria: rentas de arrendamiento y crecimiento del valor o plusvalía.

Puede apreciarse como a medida que aumenta el grado de asunción de riesgo, lo hace también la rentabilidad total esperada, en una relación no necesariamente lineal, como muestra el gráfico de forma simplificada. Los diferentes perfiles de riesgo se colocan en la función riesgo/rentabilidad y se indica la proporción que representa en el retorno total, cada uno de los sumandos que lo componen, para los diferentes perfiles, variando de una rentabilidad basada casi exclusivamente en la renta del arrendamiento para el perfil más

Core, a un retorno derivado únicamente de la plusvalía o incremento de valor en el perfil *Development* o promotor.

El grado de diversificación seguiría una gráfica contraria a la del riesgo/rentabilidad, siendo mayor para los fondos de perfil *Core* y más reducida para los *Development*. El creciente interés de los inversores institucionales hacia el *real estate* es más una cuestión de diversificación de su cartera y obtención de retornos más altos, que un tema de innovación o de cambios regulatorios. También influye la baja correlación con otro tipo de activos, que confiere a la inversión inmobiliaria una protección adicional frente a la volatilidad de los ciclos y una cobertura frente al riesgo de inflación.

En cuanto al nivel de liquidez, no depende tanto de los perfiles de riesgo como el tipo de vehículo y su estructura, su cotización o no en bolsa, condiciones de aportación y rescate, etc., pudiendo variar mucho de unos vehículos a otros. En general es máxima en vehículos cotizados como los REITs o las SOCIMIs y mínima en los fondos de tipo *Closed-End*, ya comentados en 1.2.3. Los fondos organizados para inversores institucionales suelen requerir un compromiso de inversión por parte de estos inversores, que deben aportar los importes requeridos por el fondo, a medida que se desarrolla el periodo de inversión. Los capitales aportados deben permanecer en el fondo a largo plazo (diez o más años) y su grado de liquidez es muy limitado y sujeto a condiciones muy restrictivas. Esta menor liquidez debe quedar compensada por retornos más elevados y distribuciones periódicas de beneficios.

DIAGRAMA DE RIESGO - RENTABILIDAD

Fig. 30 – Diagrama de riesgo vs rentabilidad por perfiles de inversión
Fuente: elaboración propia

A continuación, se incluye una tabla de preferencias de riesgo para los distintos tipos de instituciones de inversión, a nivel global, clasificados por perfil de riesgo, área de localización y tipo de institución.

RISK PREFERENCES

Value add strategies remain the strongest preference for institutions, while interest in core strategies declines

Fig. 31 – Perfiles de riesgo/rentabilidad preferidos por los inversores

Fuente: Cornell University and Hodes Weill Associates, The Institutional Real Estate Allocations Monitor, 2018, pg. 17. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]

En el primer gráfico se observa como la estrategia de inversión *Core* ha ido subiendo desde 2013, en que se consolida la recuperación de la crisis de 2007, hasta el año 2017, sin embargo, empieza a perder interés en 2018, debido a la consideración de que el ciclo ya está muy avanzado y se producirá un alza en las rentabilidades, a medida que suban los tipos de interés. Las preferencias de inversión se van desplazando hacia perfiles de valor añadido (*Value Added*) y en menor medida hacia *Opportunity*.

Por regiones, se ve que, en las Américas, hay una clara tendencia de los inversores a incrementar su exposición en perfiles *Value Added* y *Opportunity*, en localizaciones más periféricas y mercados secundarios, mientras que en EMEA (Europa y Oriente Medio) y en APAC (Asia-Pacífico), los inversores siguen prefiriendo las estrategias *Core*, con algo de *Value Added*.

Por tipo de vehículos, los fondos de pensiones públicos, fondos soberanos (SWFs: *Sovereign Wealth Funds*) y entidades gubernamentales (GEs: *Government Owned Entities*) siguen mostrando una preferencia por los perfiles *Core*, mientras que los fondos de pensiones privados y las compañías de seguros, han reducido su exposición a este perfil. La estrategia de *Value Added* está presente actualmente en todos los tipos de fondos.

1.3.4. Plazos de inversión y resultados de rentabilidad exigidos

Como se ha indicado repetidamente en epígrafes anteriores, los plazos de inversión habituales para los inversores institucionales son largos, manteniendo generalmente los activos en cartera durante al menos diez años. En ocasiones particulares puede

mantenerse algún activo durante un plazo más corto, dependiendo del momento del ciclo en que se haya adquirido y si las circunstancias específicas de ese tipo de producto y de la evolución previsible del mercado así lo aconsejan, o bien cuando ese activo haya cumplido los objetivos de revalorización previstos.

En la tabla siguiente, pueden apreciarse las cifras de retorno obtenidas por los diferentes tipos de vehículos y localizaciones en el periodo 2012-2017 y su objetivo para 2018. El retorno total medio (rentas de alquiler más plusvalía) a nivel global se ha mantenido estable en los años 2017 y 2018 en una *Tasa Interna de Retorno* TIR de un 8,2%.

HISTORICAL & TARGET RETURNS

Investment performance accelerates in 2017, and continues to outperform long-term target returns

	2018 Target Return	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015	Actual 2016	Actual 2017	Actual 3-Year Average	Actual 5-Year Average
All Institutions	8.2%	9.6%	10.8%	11.8%	10.9%	8.7%	9.2%	9.6%	10.3%
By Type									
Public Pension	7.6%	10.3%	10.0%	11.7%	11.4%	9.0%	9.4%	9.9%	10.3%
Endowment & Foundation	8.8%	9.3%	13.9%	13.0%	11.0%	8.7%	8.9%	9.5%	11.1%
Private Pension	8.4%	9.1%	10.5%	12.6%	11.1%	8.2%	8.9%	9.4%	10.2%
Insurance Company	8.2%	6.8%	7.3%	8.3%	9.3%	9.1%	9.7%	9.4%	8.7%
SWFs & GEs	7.2%	14.4%	11.4%	11.4%	9.7%	8.4%	9.4%	9.2%	10.1%
By Location									
The Americas	8.5%	10.6%	12.5%	12.6%	11.7%	8.6%	9.1%	9.8%	10.9%
EMEA	7.3%	5.9%	6.2%	10.4%	9.3%	8.4%	8.9%	8.8%	8.6%
Asia Pacific	8.1%	9.4%	9.3%	9.5%	10.1%	9.8%	10.2%	10.0%	9.8%
By Size									
Greater than US\$50 billion	7.5%	10.2%	10.1%	11.1%	11.0%	9.3%	9.3%	9.9%	10.2%
Less than US\$50 billion	8.3%	9.5%	10.9%	12.0%	10.9%	8.6%	9.2%	9.6%	10.3%

Fig. 32 – Rentabilidad de los diferentes vehículos 2012-2017 y objetivo 2018

Fuente: Cornell University and Hodes Weill Associates, The Institutional Real Estate Allocations Monitor, 2018. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]²⁸

Se observa que el retorno medio, en los últimos cinco años, es algo más bajo en las compañías de seguros que en el resto de los fondos analizados.

Respecto a las diferentes localizaciones, los vehículos radicados en las Américas (básicamente USA y Canadá) son los que obtienen un retorno más alto (10,9%) seguidos por APAC (Asia-Pacífico) 110 bps por debajo y por EMEA (Europa y Oriente Medio) que obtiene una media de 230 bps menos que Américas. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]

En todo caso, queda claramente patente que los rendimientos obtenidos son muy superiores a los generados por la inversión financiera en renta fija, tanto pública como privada, lo que, unido a su baja correlación y menor volatilidad que la presentada por las acciones cotizadas en bolsa, hace que la preferencia de los inversores institucionales y por ende su asignación al sector inmobiliario vaya en aumento año tras año. Como ejemplo, baste citar que en 2014 el rendimiento de las acciones en bolsa, a nivel global fue de un 5,2 % y el de los bonos USA de un 6,0%, frente al 11,8% obtenido por los institucionales en el *real estate*.

Comparando las cifras de esta tabla con los datos del IPD *Global Property Index*, [MSCI IPD, 2018]²⁹, figura 33, se observa que la media de los retornos obtenidos los inversores institucionales a nivel global en los últimos 5 años (2013-2018) superan en 150 bps a los correspondientes al índice IPD, llegando en algunos años a una diferencia de 220 bps (2013), lo que indica que estos inversores logran resultados por encima de la media del sector inmobiliario.

Source: MSCI, KTI

Fig. 33 – MSCI IPD Índice de Retorno Global Anual 2017

Fuente: Reid B. (2018). *Global Real Estate Performance in 2017*. New York, MSCI IPD, pg. 5

En el gráfico anterior se puede ver la distribución del retorno total entre sus dos sumandos, ingresos por alquileres y plusvalía y cómo, a lo largo de los diferentes ciclos, los ingresos por renta de arrendamiento se mantienen bastante estables, mientras que las plusvalías y minusvalías oscilan de forma muy significativa, dependiendo de la etapa de cada ciclo.

Como ejemplo de la evolución de los datos de mercado que sirven de base a la obtención de estos retornos, se incluye a continuación una gráfica que representa la evolución de las rentas de oficinas de primera categoría o *prime*, localizadas en el distrito de negocios central o CBD (*Central Business District*), en la que pueden observarse los tres ciclos de subida y bajada experimentados por este mercado en los últimos 37 años y el inicio del cuarto ciclo, desde el año 2013.

Se manifiesta claramente el acortamiento de los ciclos, siendo el primero de 14 años de duración (1980-1994) el segundo de 10 años (1994-2004) y el tercero de sólo 8 años (2004-2012).

Fig. 34 – Evolución de rentas de oficinas prime en CBD Madrid 1980-2017

Fuente: elaboración propia. JFC Real Estate Advisors

La figura siguiente refleja un detalle de la evolución de estas rentas en Madrid y Barcelona, en la que se aprecia igualmente el efecto de la crisis de 2007 y su decaimiento hasta final de 2008 y la suave recuperación producida a partir de final de 2013.

Fig. 35 – Evolución de rentas de oficinas prime Madrid y Barcelona 2004-2016

Fuente: elaboración propia JFC Real Estate Advisors, con datos de JLL et al., enero 2017

En el diagrama de barras siguiente se muestra la variación de rentas en el sector de locales comerciales *High Street*, en las mejores calles de ambas ciudades. Se puede constatar que la fluctuación de rentas en estos activos es mucho menor que en las oficinas. En algunas calles no han sufrido recorte alguno durante la crisis. De ahí la importancia de diversificar

las inversiones entre distintos productos y mercados, para obtener un mejor equilibrio de riesgo/rentabilidad.

Fig. 36 – Evolución de rentas de locales prime *High Street* Madrid y Barcelona

Fuente: elaboración propia JFC Real Estate Advisors con datos de JLL et al., enero 2017

Otro de los parámetros que sirven de base para la obtención del retorno total de una inversión inmobiliaria es la evolución de las rentabilidades (*Yields*) exigidas por los inversores, según los productos, mercados y perfiles de riesgo.

El siguiente gráfico muestra la evolución de estas rentabilidades, para los diferentes productos, siempre considerados como *prime*, versus la rentabilidad de los bonos soberanos a 10 años, en el periodo 2007 (inicio de la última crisis) hasta 2018.

En los años posteriores al inicio de la crisis (2008-2013), se produce una subida de las rentabilidades exigidas, motivada por la pérdida de confianza y la mayor percepción de riesgo por parte de los inversores, lo que, unido a la bajada de las rentas, que se ve en la figura anterior, da lugar a una importante caída del valor de los activos.

A medida que se inicia la fase de recuperación, desde mediados el año 2013, y se va recuperando la confianza, unido a la bajada de los tipos de interés, por las medidas de impulso a la economía adoptadas por los bancos centrales y, en concreto, por el Banco Central Europeo (*Quantity Easing*), las rentabilidades exigidas por los inversores inician un proceso de reducción, paralelo a la bajada de los tipos de interés de los bonos públicos, alcanzando niveles históricamente bajos, que traspasan la frontera inferior del 4,0%.

Esta bajada de rentabilidades, unida a la subida de rentas que se observa en la figura anterior, da lugar a una nueva recuperación del valor de los activos, que vuelven a los niveles precrisis, cerrando el ciclo completo.

EVOLUCIÓN Y PREVISIÓN PRIME YIELDS POR SECTORES VS BONOS

Fuente: CBRE Research.

Fig. 37 – Evolución de rentabilidades en Madrid por tipo de producto

Comparación con los bonos soberanos

Fuente: CBRE Research, 2018

La figura mostrada a continuación indica igualmente la evolución comparada de rentabilidades de oficinas prime en Madrid y Barcelona, en referencia al rendimiento d los bonos del tesoro españoles a 10 a años. Se observa la subida de rentabilidad, bastante paralela a la de los bonos durante la crisis, aunque con una ligera caída en 2010, así como la fuerte bajada que tiene lugar a partir de 2013 con la recuperación económica. El diferencial de rentabilidad con los bonos alcanza en la actualidad un valor de 200 a 250 bps o puntos básicos.

EVOLUCIÓN DE RENTABILIDAD DE OFICINAS PRIME MADRID Y BARCELONA 2004 - 2016

Year	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1Q 2016	2Q 2016	3Q 2016	4Q 2016
MAD	5.25%	4.50%	4.00%	4.25%	5.75%	6.00%	5.50%	6.00%	6.50%	6.00%	5.00%	4.31%	4.00%	4.00%	4.00%	3.75%
BCN	5.50%	4.75%	4.25%	4.50%	6.00%	6.00%	5.50%	6.00%	6.75%	6.50%	5.50%	4.81%	4.50%	4.50%	4.25%	4.00%
10 years BOND	4.19%	3.59%	3.33%	4.07%	4.18%	4.15%	3.99%	5.38%	5.40%	5.05%	3.50%	1.75%	1.72%	1.50%	1.11%	1.39%

Fig. 38 – Evolución de rentabilidad de oficinas prime Madrid y Barcelona

Comparación con los bonos soberanos a 10 años

Fuente: elaboración propia JFC Real Estate Advisors, con datos de JLL et al., enero 2017

Al trasladar este análisis de rentabilidad a los locales comerciales High Street, como refleja la figura siguiente, se concluye que el efecto de la crisis 2007 apenas elevó la rentabilidad de estos activos, que funcionaron como un valor refugio para los inversores. En efecto, se ve como los *yields* siguen bajando después de 2007 e incluso llegan a estar por debajo de los bonos del tesoro en el periodo 2011-2014, con un diferencial actual de mas de 200 bps.

Fig. 39 – Evolución de rentabilidad de locales comerciales prime Madrid y Barcelona

Comparación con los bonos soberanos a 10 años

Fuente: elaboración propia JFC Real Estate Advisors, con datos de JLL et al., enero 2017

1.3.5. Valores éticos de la inversión inmobiliaria institucional

Resumiendo lo anteriormente expuesto, el perfil de los fondos institucionales de inversión inmobiliaria es de carácter conservador, con un importante grado de aversión al riesgo (*risk averse*), buscando inversiones a largo plazo, estables y seguras, aceptando una rentabilidad moderada, con un grado elevado de diversificación y una necesidad de liquidez reducida.

Al tener como objetivo primordial la cobertura de las necesidades de previsión social, estos vehículos, están sujetos a regulaciones muy estrictas, que tratan de proteger la seguridad de las inversiones de sus partícipes para no comprometer la percepción de sus pensiones, evitando que puedan ser objeto de una gestión temeraria o irresponsable.

Esa filosofía no especulativa y de actuación estable y a largo plazo, así como la aceptación de unos niveles de rentabilidad moderados, sumados a su alto nivel de responsabilidad social y su preocupación por los temas de sostenibilidad, medio ambiente y eficiencia energética, hace de estos vehículos de inversión un apoyo muy sólido para acometer la tarea de regeneración urbana y revitalización del patrimonio arquitectónico, como colaboradores imprescindibles de las Administraciones Públicas, tal y como se explica en detalle en el apartado 4.3.1. de esta Tesis, aportando ejemplos muy interesantes de este tipo de actuaciones, en materia no sólo de regeneración urbana y rehabilitación del patrimonio, sino también de descontaminación de suelos, puesta en mercado de vivienda social asequible, mejora de infraestructuras y equipamientos, etc.

En todos ellos se busca la necesaria rentabilidad financiera para hacer frente a los compromisos de estos inversores con sus partícipes, pero también la rentabilidad social, trabajando en estrecha colaboración con las entidades locales de prestación de servicios sociales en cada distrito, como conocedores de los problemas y necesidades de sus

residentes. Esta simbiosis entre la inversión institucional, las Administraciones Públicas y estas entidades de prestación social crea efectos altamente beneficiosos para la sociedad.

En el capítulo 4.4., se incluye un análisis detallado de la actuación de estos fondos en materia de eficiencia energética y sostenibilidad medioambiental, que refleja los principios éticos de actuación de estas instituciones y sus importantes efectos en el desarrollo social y económico, así como en la mejora del medio, a nivel internacional.

Para estos inversores es esencial cumplir con sus criterios de RSC (*Responsabilidad Social Corporativa*), así como con los de los usuarios de sus inmuebles, por lo que tienen el máximo interés en que los inmuebles que componen sus carteras gocen de los certificados de sostenibilidad medioambiental y de eficiencia energética más elevados posibles.

Hoy en día, la mayor parte de los fondos de inversión, tanto financieros como inmobiliarios incluye en sus estatutos criterios de actuación en línea con la RSC (CSR por sus siglas en inglés: *Corporate Social Responsibility*), si bien no todos ellos pueden considerarse realmente como fondos de ISR o *Inversión Sostenible y Responsable* (SRI en inglés), que es aquella que incorpora consideraciones sociales, medioambientales y de buen gobierno a las puramente financieras. En este sentido INVERCO, en su circular de 2014, sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las IIC, considera tres tipos de fondos: (i) fondos propiamente éticos, (ii) fondos solidarios y (iii) fondos sectoriales. Los primeros invierten sólo en empresas que cumplan determinados principios de RSC. Los segundos simplemente ceden una parte de sus honorarios de gestión a asociaciones de perfil ONG y los últimos son los que invierten en el sector relacionado con medio ambiente, reciclaje, etc.

El primer fondo ético fue el Ansvar Aktiefond Sverige y nació en Suecia en el año 1965. Tres años más tarde apareció en EE.UU. el Pax Global Fund, como respuesta a la sensibilización social por la guerra de Vietnam (1968). En julio de 2000 se promulga en Reino Unido la *Disclosure Act*, que modifica la ley británica de fondos de inversión, exigiendo a estos vehículos una información pública sobre los factores sociales, éticos o medioambientales que influyesen en sus decisiones de inversión. [Royo Abenia J. 2006]³⁰ Esta ley tiene su reflejo en el Reglamento de Fondos y Planes de Pensiones de 2014 promulgado en España que impone una obligación similar a la norma británica.

Según CSR Deloytte y Euronext, un 78% de los gestores de fondos consideran que, a largo plazo, la aplicación de criterios sólidos de RSC en una empresa producen un incremento de su valor de mercado. Por otro lado, es cada vez mayor (por encima del 80%), el porcentaje de inversores inclinados a invertir en compañías con un alto nivel de responsabilidad social y que consideran que esta inversión supone un menor riesgo y puede generar mayor rentabilidad. Esta mayor rentabilidad se denomina *alfa ético* y se define como el valor de rentabilidad constante que ofrece una acción en bolsa, con independencia de la variación del mercado y que se sumaría a la rentabilidad variable de ese valor.

El retorno de la ISR se mide mediante determinados índices selectivos, que sólo recogen valores que incorporen determinadas exigencias de RSC. Uno de los más consolidados es

el *FTSE4 Good Global*, compuesto por 43 empresas y creado en 2008, que cotiza en la bolsa de Londres y que puede compararse con sus correspondientes globales como el *FTSE All-Share* o el *FTSE 100*, así como con el *IBEX 35* y el *Dow Jones Sustainability Europe*, desarrollado por Robeco desde 1999, incluyendo a las 120 mejores empresas en criterios de sostenibilidad, así como el *Euro STOXX 50*. El resultado de esta comparación arroja diferencias de retornos significativas a favor de los índices de sostenibilidad. En concreto, el *FTSE4 Good Global* tuvo un retorno superior al *IBEX 35* de un 3% entre 2011 y 2017, siendo un 6,9% superior en el último año. Igualmente, el *Dow Jones Sustainability Europe* tuvo un comportamiento superior al *Euro STOXX 50* en un 10% en el mismo periodo, que alcanza un 13% en 2017.

En 2012 existían en España muy pocos fondos de perfil ISR y con un volumen de inversión muy reducido en comparación con otros países europeos, representando sólo un 0,31% del total invertido a través de IICs, frente al 33,19% de Reino Unido, 12,85% de Francia, 10,39% de Suecia o 4,80% de Alemania (datos de 2005). Pero esta situación ha variado sustancialmente en estos últimos años y es patente que el interés de los inversores institucionales por la ISR ha seguido una imparable senda alcista, registrando una tasa de crecimiento del 10% entre los años 2015 y 2017, con un patrimonio gestionado, entre fondos de inversión y planes de pensiones, de 59.250 millones de euros, lo que representa una cuota del 10,30% sobre el mercado nacional de IIC y fondos de pensiones, ya más acorde a los estándares europeos, existiendo, en 2017, un total de 23 fondos de inversión, 56 planes de pensiones individuales y 250 planes de pensiones de empleo que invierten con criterios ASG / ISR.

Los planes de pensiones españoles y dentro de ellos, particularmente los planes de empleo, muestran un importante compromiso con la asunción de los criterios de ISR y de ASG (Ambientales, Sociales y Gobernabilidad, ESG en inglés por *Environmental*, etc.) y la mayoría de ellos han suscrito los Principios para la Inversión Responsable de las Naciones Unidas (PRI o RPI por sus siglas en inglés). Según los datos publicados en 2012 por Spainsif (Eurosif) en *el Corporate Pension Funds & Sustainable Investment*, un 70% de los fondos españoles participantes en el estudio consideraban la inclusión de criterios ASG en sus políticas de inversión, aunque sólo un 50% tenían ya implementadas normas de ISR, si bien un 30% preveía incorporarlas en un corto plazo de tiempo. [Spainsif, 2012]³¹ Actualmente, un 81% de los inversores en España declaran que dan mayor importancia a las inversiones sostenibles que hace cinco años. Dentro del colectivo de inversores que aplican criterios de SRI, el 70% son institucionales y representan la base con la que cuentan los reguladores para cubrir el déficit de inversión necesario para alcanzar los objetivos climáticos establecidos por la Comisión Europea para el año 2030, que se estiman en 180.000 millones de euros. [Eurosif, 2018]³²

Según Eurosif, uno de los avances más importantes en los últimos dos años en orden a acercarse a los denominados SDGs (*Sustainable Development Goals* o metas de desarrollo sostenible) es la creciente implicación de los inversores institucionales en el gobierno de las compañías en las que invierten (*Engagement & Voting*), para contribuir positivamente a la sostenibilidad de sus actividades de negocio. El HLEG (High-Level Group of Experts on Sustainable Finance o Grupo de Expertos de alto nivel en Finanzas Sostenibles) considera que los dos factores más importantes para el desarrollo de la SRI en Europa son el

creciente interés de los inversores institucionales por asignar una parte cada vez más importante de su inversión a actividades sostenibles, juntamente con el traspaso generacional de la riqueza.

En general, muchas de las estrategias de ISR han tenido un incremento importante en su volumen de inversión a nivel paneuropeo, según Eurosif, pero especialmente y además del *Engagement & Voting* (+7%), la integración de criterios ASG (+27%), con un incremento global de inversión en ISR del 5%.

Entre otras iniciativas internacionales relacionadas con el desarrollo sostenible (ODS Objetivos de Desarrollo Sostenible (SDGs *Sustainable Development Goals*) y Agenda 2030 de Naciones Unidas 2015) y la lucha contra el cambio climático, según el Acuerdo de París auspiciado por la ONU en 2015, cabe citar la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), los *Principios de Inversión Responsable PRI*, los *Principios de Seguros Sostenibles*, el desarrollo de la iniciativa de banca sostenible de UNEP FI o el *Plan de Acción sobre Finanzas Sostenibles* de la Comisión Europea, que pretende potenciar el papel de la inversión en el desarrollo de la economía alineada con los SDGs.

Es importante remarcar que los inversores institucionales están apostando de forma creciente por la ISR, como lo demuestra su apoyo, a nivel internacional, a los *Principios de Inversión Responsable PRI*, red internacional de inversores alineados con los principios de ASG en sus decisiones de inversión, y que a principios de 2018 contaba con 1.961 instituciones asociadas, que representan un patrimonio de 16,3 billones de euros, con una tasa de crecimiento entre 2016 y 2018 del 28%. [Spainsif, 2018]³³

A mayor abundamiento, para constatar la fuerte implicación de los inversores institucionales en los criterios de ISR y ASG, hay que citar el programa UNEP FI (*United Nations Environmental Program - Finance Initiative*) [UNEP FI, 2018]³⁴ que, a través de su grupo Property Working Group (PWG), trabaja para la puesta en práctica de los principios RPI (*Responsible Property Investment*). Este grupo está compuesto por 25 de los más importantes inversores institucionales y *Asset Managers*. Sus objetivos básicos son:

- Entender el impacto de las cuestiones sociales y medioambientales generado por los procesos de inversión y desarrollo inmobiliarios.
- Mejorar las ventajas competitivas de estos procesos mediante una regulación más estricta de las cuestiones sociales y medioambientales, influyendo sobre el binomio rentabilidad/riesgo.
- Responder a las demandas medioambientales de los usuarios, reduciendo sus costes de ocupación.
- Cumplir con las exigencias de la responsabilidad fiduciaria de los inversores institucionales en materia medioambiental y social, mejorando la sostenibilidad de sus activos.

De este modo, los principios RPI pueden integrarse en las diferentes etapas del proceso de inversión y gestión inmobiliario, desde la selección de activos y *portfolios* al establecimiento de criterios de decisión y actuación para los fondos de inversión inmobiliarios y para la selección de los mismos por los inversores. [RPI, 2012]³⁵

Estos principios han sido llevados a la práctica por numerosos inversores institucionales, además de los 25 miembros del PWG, e incluidos en sus estatutos sociales, manuales de procedimiento, etc.

La figura siguiente muestra la distribución de inversiones en ISR por sectores, reflejando una asignación al sector inmobiliario de un 11%.

Fig. 40 – Distribución de Inversión Socialmente Responsable en Europa por sectores
Fuente: Eurosif, *European SRI Study 2018*

Por todo lo expuesto, queda patente el compromiso de los inversores institucionales con los valores éticos, sociales y medioambientales y su decidida apuesta por integrarlos en sus procesos de inversión inmobiliaria, contribuyendo así, de forma sustancial e imprescindible a alcanzar los objetivos propuestos en esta materia, constituyendo el mayor apoyo con el que cuentan, tanto las Administraciones Públicas como las organizaciones sociales, para llevarlos adelante, tanto en materia medioambiental como de revitalización social y urbana.

1.4. GESTORAS DE FONDOS INMOBILIARIOS

Como ya se ha indicado en el apartado 1.2.1, los fondos de inversión son acumulaciones de activos o patrimonios separados que carecen de personalidad jurídica propia, por lo que necesitan, para suplir esta carencia, apoyarse en una entidad gestora, que les dé soporte legal y se responsabilice de su gestión. Estas entidades se denominan en España Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC).

Por lo tanto se puede definir el concepto de Gestora de Fondos (SGIIC), como una entidad con personalidad jurídica propia, que, bajo la forma societaria adecuada, provee a los fondos de la estructura necesaria para su constitución y desarrollo, suministrándoles los

servicios de creación, definición de su perfil y características, captación de capital, gestión, administración y liquidación, en su más amplio sentido, realizando todas las tareas y actividades necesarias para la efectiva consecución de sus fines.

La Gestora reporta a los inversores sobre la marcha del fondo y éstos controlan a la Gestora mediante los órganos de supervisión correspondientes y a través de la Entidad Depositaria y de la Administración Pública, que velan por el riguroso cumplimiento de la legislación vigente de aplicación.

El fondo retribuye las tareas realizadas por la Gestora, mediante el pago de los oportunos honorarios, establecidos en el contrato de servicios entre ambos.

1.4.1. Estructura y división de funciones. Cualificación profesional exigida. Honorarios: conceptos y cuantificación

Estructura y división de funciones: tal y como se muestra en el organigrama recogido en el punto 1.2.5, la Gestora se estructura en dos grandes áreas complementarias, dirigidas respectivamente hacia los inversores o partícipes y hacia los activos, supervisadas por la Entidad Depositaria.

El área orientada a los inversores se denomina *Fund Management* o Gestión de Fondos y comprende entre otras funciones las siguientes:

- Creación y definición de fondos
- Comercialización y captación de capital
- Relación con los inversores
- *Reporting* o envío de información periódica a los partícipes
- Valoración de activos y del fondo
- Control financiero y contable

El área dirigida hacia los activos se denomina *Portfolio Management* o Gestión de Cartera, cuando se refiere al conjunto de los activos o *Asset Management* o Gestión de Activos, cuando hace referencia a cada uno de ellos. Comprende fundamentalmente dos grandes grupos de actividades:

- Transacciones: adquisición y venta de activos
- *Asset Management* propiamente dicho.

Ambas áreas se explican con mayor amplitud en el epígrafe 1.4.2 siguiente.

Son también funciones relevantes de la Gestora: la gestión de riesgos, mediante los protocolos y procedimientos establecidos y exigidos por la legislación aplicable, así como la gestión de la tesorería y liquidez existente en el fondo, hasta su reparto a los partícipes, de manera que se obtenga la remuneración adecuada a los saldos existentes.

En cuanto a su organización interna, la Gestora cuenta con los órganos y cargos de dirección corporativa habituales, tales como: Presidente, Vicepresidente, Consejo de

Administración, Asamblea General de Accionistas, Consejero Delegado, y Comités de Dirección de sus diferentes áreas, etc.

Su estructura incorpora entre otros los siguientes departamentos transversales entre las áreas de *Fund y Portfolio Management*:

- Departamento de Relación con Inversores y *Reporting*
- Departamento de Control Financiero y Contable
- Departamento de Inversiones
- Departamento de *Asset Management*
- Departamento Jurídico y Fiscal
- Departamento Técnico
- Departamento de Recursos Humanos
- Departamento de Responsabilidad Social Corporativa

Los requisitos exigibles a las entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) en España vienen reguladas por una profusa legislación vigente, que tiene su base más reciente en la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva, desarrollada y modificada por varios Reales Decretos, así como por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre. Conviene resaltar dos de dichos Reales Decretos, que recogen en su articulado los criterios de honorabilidad comercial y profesional, conocimientos y experiencia exigidos a sus administradores y directores, así como las funciones y exigencias aplicables a las entidades depositarias.

Cualificación profesional exigida: Se encuentra regulada en el artículo 14 bis del RD 358/2015 de 8 de mayo, que modifica el RD 217/2008 de 15 de febrero sobre Régimen Jurídico de las ESIS (Empresas y Entidades de Servicios de Inversión) y que también modifica el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva.

Dicho artículo 14 bis establece que los requisitos de honorabilidad comercial y profesional exigibles a los administradores y directores de estas entidades deben ajustarse a lo dispuesto en el artículo 67.4.a) de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, así como a los recogidos en el propio artículo 14 bis de dicho RD, y cuya valoración debe considerar los siguientes aspectos:

- Trayectoria en relación con las autoridades de regulación y supervisión
- Razones de despido o cese en cargos anteriores
- Historial de solvencia personal y cumplimiento de sus obligaciones
- Historial de su actuación profesional
- Existencia de inhabilitación por procedimientos concursales
- Condenas por delitos o faltas
- Existencia de investigaciones relevantes tanto en el ámbito penal como en el administrativo
- Posibles conflictos de intereses

Si en la persona que ocupe o vaya a ocupar un cargo de esta naturaleza en una entidad gestora concurren alguna de las circunstancias mencionadas con carácter relevante, la entidad deberá comunicarlo a la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en el plazo máximo de 15 días, desde que tenga conocimiento de ello.

La CNMV dispone de un Registro de Consejeros y Directores Generales de las ESIS y SGIIC con el fin de controlar y regular el acceso a estos cargos de las personas que reúnan los requisitos exigibles.

Honorarios: conceptos y cuantificación. La Gestora obtiene los ingresos correspondientes a su actividad, mediante los oportunos honorarios que se generan con base en los siguientes conceptos y cuyos estándares de mercado se recogen a continuación:

- Honorarios de la Entidad Depositaria: 0,15 a 0,50% anual del valor de los activos en gestión o AuM (*Assets under Management*). La normativa española establece un máximo del 0,4% sobre AuM.
- Honorarios de *Fund Management* (Gestión del fondo): suelen estar alrededor de un 0,5 % anual sobre el valor de AuM, si se aplican además honorarios por los demás conceptos mencionados a continuación. En caso de no hacerlo así y englobar todos los honorarios bajo este concepto, el porcentaje oscila entre el 1,5 y el 3,0 % del valor de AuM, siendo un 4,0% el máximo permitido por la normativa española, si no se perciben honorarios por *Asset Management*.
- Honorarios de *Asset Management*: varían entre el 4,0 y el 7,5% del total de las rentas brutas percibidas por el arrendamiento de los inmuebles del fondo. La normativa española establece un máximo del 10,0% de los resultados, si no se cargan honorarios por *Fund Management*. En el caso de recibir honorarios por ambos conceptos, el máximo establecido es del 1,5% sobre AuM más un 5,0% sobre los resultados.
- Honorarios de Adquisición: el estándar es del 1,0% del precio de compra, sin incluir los honorarios de intermediación de los agentes inmobiliarios si existen.
- Honorarios de venta: No siempre se aplican y su nivel suele rondar el 0,5% del precio de venta o en ocasiones se calculan con base en el incremento de valor entre el precio de venta y el de adquisición.
- Honorarios de *Property Management*: normalmente son percibidos por los colaboradores externos responsables de este tema y suelen estar entre el 1,0 y el 2,0% del volumen de rentas brutas.
- Comisiones de Suscripción y Reembolso: La regulación española establece unos máximos del 5,0% del valor liquidativo de las participaciones en ambos casos.

1.4.2. Fund Management versus Asset Management

Como ya se ha indicado, las gestoras de fondos inmobiliarios están estructuradas en dos grandes áreas: una de cara a los inversores y el capital, denominada *Fund Management* y la otra orientada a los activos, que se conoce con el nombre de *Portfolio o Asset Management*. A continuación, se analizan en detalle cada una de ellas.

Fund Management: comprende una serie de funciones que son esenciales para la pervivencia de la gestora y el buen fin de su actividad, ya que de ella depende la necesaria captación de inversores y de su aportación de capital para invertir, así como la presentación de unos resultados que cumplan las expectativas de rentabilidad adecuada y esperada por los partícipes.

Sus principales funciones son las siguientes:

- Creación y definición de fondos: este tema se ha desarrollado ya en el apartado 1.2.1 de esta Tesis, por lo que se resume aquí brevemente lo ya expuesto en relación las funciones a llevar a cabo por la Gestora, a la hora de diseñar los vehículos de inversión que puedan comercializarse entre los posibles inversores objetivo:

Creación de Fondos: contempla como mínimo los siguientes elementos:

- Definición del colectivo de inversores a los que va dirigido el Fondo y análisis de su perfil de inversión.
- Definición del perfil de inversión del Fondo, en relación con el de los futuros inversores.
- Selección de la estructura del vehículo de inversión que resulte óptima, desde el punto de vista de rentabilidad, corporativo y fiscal.
- Estrategia de comercialización y captación de capital

Estrategia de gestión: debe definir los siguientes criterios:

- Plan de Negocio
- Objetivos de rentabilidad versus perfil de riesgo
- Selección del ámbito de actuación, previo necesario análisis de los mercados
- Selección de los sectores del mercado y tipos de productos objeto de inversión
- Criterios jurídicos y fiscales: Formas de tenencia de los inmuebles, fórmulas de optimización fiscal, etc.
- Volumen total de la cartera
- Reglas de diversificación
- Criterios de liquidez que deben cumplir los activos. Estos criterios tienen el mismo objeto que las reglas de diversificación y tratan de facilitar el que los inversores puedan deshacer fácilmente y en un corto espacio de tiempo sus posiciones en el fondo. También están recogidos frecuentemente en la legislación aplicable a cada tipo de vehículo.
- Requisitos para el rescate de la inversión. Normalmente se refieren a plazos máximos y mínimos de permanencia de las inversiones y/o de recuperación de las mismas, procedimientos de rescate, comisiones de suscripción y de reembolso, etc.

Estrategia de desinversión:

- Plan de duración del fondo y plazo para su liquidación

- Criterios de desinversión. Dependen básicamente de que se alcancen los objetivos de gestión y rentabilidad previstos, así como de la evolución sufrida por el ciclo en cada mercado, de modo que se optimice la rentabilidad producida.
- Procedimiento y gestión de venta
- Relación con los inversores: consiste en implementar los adecuados procedimientos de información y relación con los inversores: *Reporting*. Es un elemento fundamental en la actividad de *Fund Management* y es el que realmente permite el control del mismo por los partícipes. Consta de dos subsistemas básicos:
 - *Reporting*: procedimientos de información a los inversores sobre la evolución y rendimiento del fondo, mediante informes periódicos, reuniones de los órganos de gestión y control, atención a consultas, etc.
 - Control: se lleva a cabo normalmente por órganos de supervisión y decisión, debidamente definidos en los estatutos del fondo, tales como: Comité de Inversiones, Comité de Supervisión, Junta General de Partícipes, etc. Este control se complementa con el que llevan a cabo la entidad depositaria, del que se hablará en el epígrafe 1.4.3, así como por las autoridades competentes.
- Valoración de activos y del fondo: las necesarias valoraciones de los activos incluidos en el fondo deben realizarse en tres etapas dentro de su vida económica: (i) antes de su adquisición, para comprobar que el precio de compra esté en línea con su valor de mercado, (ii) durante su permanencia en la cartera del fondo, para evaluar la evolución de su valor y calcular el valor de las participaciones del fondo y, (iii) finalmente, antes de su venta, para constatar que el precio de venta está en línea o por encima de su valor de mercado.

Estas valoraciones deben realizarse por valoradores independientes y homologados por las autoridades competentes y de acuerdo con los criterios y procedimientos de valoración establecidos por la legislación vigente de aplicación a cada uno de los fondos y países en los que se haya registrado. El método más frecuente es el del DCF (*Discounted Cash Flow* o descuento de flujos de caja), aunque algunas legislaciones establecen otros sistemas.

Con base en los valores de los activos que componen la cartera del fondo y teniendo en cuenta el resto de activos y pasivos que aparezcan en sus estados contables (balance y cuenta de resultados), se procede a realizar una valoración periódica de las participaciones del fondo, a fin de medir su evolución y rentabilidad. La periodicidad de las valoraciones de los activos y participaciones depende de la normativa y estatutos de cada fondo, pero debe ser al menos anual, respecto a los inmuebles y trimestral para las participaciones.

En los vehículos cotizados en bolsa o en mercados organizados, las participaciones o acciones están sujetas a su valor de cotización, obtenido por el cruce de la oferta y la demanda en cada mercado, valor que no sólo depende del valor de los activos, sino de otras muchas variables y que en ocasiones puede ser superior al valor neto de los activos o NAV (*Net Asset Value*) y en otras, inferior al mismo.

- Control financiero y contable: es otra de las funciones esenciales de la gestora, imprescindible para generar los datos necesarios para conocer los resultados producidos por el fondo, así como para cumplimentar la normativa vigente en materia contable y fiscal. Se realiza por el Departamento Financiero Contable que habitualmente existe en todas las Gestoras, como departamento interno.

Portfolio/Asset Management: Como ya se ha indicado, el área de Portfolio/Asset Management está enfocada hacia los activos inmobiliarios que componen la cartera del fondo y se configura mediante dos grandes ramas de actividad: Transacciones y Asset Management propiamente dicho.

La Gestora lleva a cabo el Asset Management de los activos del fondo, mediante su compraventa y arrendamiento, lo que genera rentas de alquiler y plusvalías que se integran en el patrimonio del fondo y/o se distribuyen a los inversores como rendimientos.

Transacciones: abarca todas las operaciones necesarias para la adquisición y venta de los inmuebles que componen la cartera del fondo, entre las que cabe citar las siguientes:

Adquisiciones:

- Captación de activos adecuados para integrar en el fondo, de acuerdo con su estrategia de inversión.
- Análisis y evaluación inicial de los mismos.
- Selección de los que se consideren adecuados para el fondo.
- Presentación a los órganos de decisión del fondo, mediante la preparación de los oportunos informes técnicos, comerciales y de viabilidad económico-financiera.
- Preparación de ofertas de compra a los vendedores y su posterior negociación.
- Una vez obtenida la aceptación de la oferta de compra, negociación de acuerdos de exclusividad con los vendedores, mediante la suscripción del oportuno acuerdo de principio o *Head of Terms*.
- Preparación del calendario de actuación.
- Selección del equipo de colaboradores técnicos, legales, etc. para la realización del proceso de compra.
- Coordinación y realización del proceso de análisis detallado o *Due Diligence* en los aspectos técnicos, legales, medioambientales, comerciales, financieros, etc., con base en la documentación aportada por el vendedor y recabada por la propia Gestora. Acceso al dossier del vendedor o *Data Room* y análisis de la documentación contenida en el mismo. Negociación con el vendedor según los resultados obtenidos.
- Coordinación del proceso de valoración del activo por los valoradores independientes homologados.
- Redacción y negociación de los términos de la escritura pública y o contrato privado de compraventa, en sus diferentes modalidades, así como de los documentos complementarios y garantías a suscribir en cada caso.
- Instrumentación de los medios de pago del precio a utilizar y requerimiento a los inversores del fondo para la realización de las aportaciones correspondientes (Fondos propios o *Equity*).
- Preparación y obtención de la financiación externa: préstamos hipotecarios u otras modalidades que resulten convenientes. Redacción y negociación de escrituras públicas de préstamos e hipotecas, pignoraciones y otras garantías.
- Cierre de la compraventa y pago del precio.

- Tareas posteriores a la compraventa o *Post Closing*, para cerrar todos los temas administrativos y operacionales pendientes, como fianzas y garantías de arrendamiento, renovación o cancelación de contratos con proveedores, liquidaciones de gastos e impuestos, prorrata de rentas, etc.

Ventas: las tareas a realizar son muy similares a las citadas para las adquisiciones, con las siguientes particularidades:

- Análisis de los activos de la cartera que puedan ser objeto de disposición, en función de su grado de madurez y de la situación del mercado, así como del plazo de duración del fondo y de los criterios de rotación de activos fijados en su estrategia.
- Presentación de las propuestas de disposición de activos a los órganos de decisión del fondo, mediante la elaboración de la oportuna documentación justificativa de la conveniencia y oportunidad de su venta.
- Una vez aprobada la disposición de un determinado activo por el fondo, preparación del plan de marketing y del proceso de puesta en el mercado del mismo.
- Selección de los agentes inmobiliarios y otros colaboradores para llevar a cabo la comercialización del inmueble y su oferta a los potenciales interesados en su compra.
- Coordinación de la preparación de la documentación comercial a enviar a los interesados, acuerdos de confidencialidad (NDA: *Non-Disclosure Agreement*), así como del proceso de análisis del activo por los posibles adquirentes y del calendario de actuación y de presentación de ofertas.
- Preparación de la documentación completa del edificio a suministrar a los potenciales compradores para la realización de la *Due Diligence*. Creación del necesario dossier o *Data Room*, físico o virtual.
- Coordinación del proceso de valoración del activo por valorador independiente y homologado.
- Reuniones y visitas al inmueble con los potenciales compradores, aclaración de dudas y suministro de documentación adicional solicitada.
- Recepción y análisis de las ofertas recibidas y elaboración de un comparativo completo de las mismas y de las recomendaciones de decisión para los órganos de aprobación del fondo.
- Solicitud a los ofertantes de la información y documentación complementaria que sea requerida.
- Selección del ofertante o los ofertantes más interesantes, según la decisión de los órganos de gobierno del fondo.
- Negociación del acuerdo de exclusividad y de los términos del proceso de *Due Diligence* con los ofertantes seleccionados, mediante la redacción del oportuno documento de principios o *Head of Terms*.
- Coordinación y control de proceso de *Due Diligence*, con aportación de la información y documentación complementaria requerida. Recepción de los resultados presentados por el potencial comprado y negociación de los mismos.

- Redacción y negociación de los términos de la escritura pública y o contrato privado de compraventa, en sus diferentes modalidades, así como de los documentos complementarios y garantías a suscribir en cada caso.
- Comprobación y acuerdo sobre los medios de pago del precio a utilizar por el comprador.
- Cierre de la compraventa y recepción del pago del precio.
- Tareas posteriores a la compraventa o *Post Closing*, para cerrar todos los temas administrativos y operacionales pendientes, como fianzas y garantías de arrendamiento, renovación o cancelación de contratos con proveedores, liquidaciones de gastos e impuestos, prorrata de rentas, etc.

Para la realización de todas estas operaciones, las gestoras utilizan habitualmente su propio personal interno, pero se apoyan también muy frecuentemente en un conjunto de asesores externos, expertos en cada una de las diferentes áreas, tales como asesores legales, técnicos, comerciales, medioambientales, fiscales, etc.

Asset Management: El *Asset Management* o gestión de activos se distribuye en tres grandes grupos de actividades, que se reflejan en los organigramas incluidos en el punto 1.4.5 de este capítulo: Gestión General, Gestión de Funcionamiento y Gestión Arrendaticia. Estas operaciones pueden realizarse por el correspondiente departamento interno de la Gestora o bien contratarse con empresas especializadas externas, que reportarán a dicho departamento.

Gestión General (*Asset Management* administrativo): Integra los procesos generales necesarios para la realización de la gestión de activos y de la cartera del fondo, que son comunes a todas las operaciones y comprende las siguientes actividades:

- Gestión de la información y documentación tanto común como de cada uno de los inmuebles de la cartera. Incluye: recopilación, archivo, seguimiento y actualización periódica.
- Gestión de proveedores: petición y análisis de ofertas, presupuestos, contratación, renovaciones, etc.
- Gestión financiero-contable, que se puede separar en la relativa al funcionamiento de los inmuebles y a su arrendamiento:

Funcionamiento:

- Presupuestos de funcionamiento: elaboración, control y liquidación
- Repercusión de gastos a los arrendatarios
- Pagos a proveedores

Arrendamiento:

- Facturación de rentas gastos
- Control de pagos y atrasos
- Reclamación de impagados
- Penalizaciones
- Actualización de rentas
- Control y depósito de fianzas

- Gestión Fiscal, que incluye la cumplimentación de todas las obligaciones contables y fiscales y la presentación de las declaraciones correspondientes de todos los impuestos que afectan a la actividad de cada fondo.
- Control de calidad, mediante la realización de las necesarias auditorías sobre mantenimiento, servicios, suministros, encuestas de satisfacción a los arrendatarios, etc.
- Valoraciones periódicas de los inmuebles del fondo a través de los valoradores homologados, incluyendo las valoraciones previas a la adquisición y a la venta de cada activo.

Gestión de Funcionamiento: Se refiere a los procesos necesarios para el correcto funcionamiento de cada uno de los inmuebles del fondo. En el sector se denomina generalmente Administración del Inmueble o *Property Management*. Abarca las siguientes áreas de operación:

- Mantenimiento (*Asset Management* técnico): se refiere a los procesos y actuaciones necesarias para mantener el edificio en perfecto estado, realizando las operaciones necesarias para conservar tanto los elementos constructivos de obra civil como todas sus instalaciones, así como realizar las necesarias revisiones y adaptaciones a los cambios normativos, de modo que el edificio se adecúe en todo momento a la normativa vigente. Se divide en los siguientes epígrafes:
 - Mantenimiento Preventivo: operaciones necesarias para conservar el edificio en correcto estado. Se recoge en los oportunos Plan y Manual de Mantenimiento, que indican las operaciones, revisiones y sustitución de elementos a realizar con la periodicidad adecuada. En el Libro de Mantenimiento se reflejan todas estas revisiones y operaciones periódicas y puntuales con el detalle necesario.
 - Mantenimiento Correctivo: reparaciones necesarias por averías y/o recomendables por deterioro o fin de vida útil de los elementos. Se realiza un Plan de Mantenimiento Correctivo y de Sustitución, incluyendo las oportunas previsiones financieras para sufragarlo. Suele hacerse por un plazo plurianual.
 - Plan de Mejoras: incluye operaciones que se considera conveniente realizar para mejorar la calidad de los diferentes elementos del inmueble o adaptarla a las nuevas exigencias comerciales, así como la reposición de elementos que quedan obsoletos o fuera de los criterios estéticos actuales.
 - Adaptación a los cambios normativos: operaciones necesarias o recomendables, para mantener el edificio en línea con la normativa vigente. Se realiza un Plan de Adaptación Normativa, que debe incluir las previsiones de financiación correspondientes.
- Servicios: Se refiere a la implementación de los servicios necesarios para el correcto funcionamiento del edificio y la atención a sus usuarios y visitantes. Entre ellos pueden citarse: Seguridad, Conserjería, Limpieza, Jardinería, Desinfección y Desratización, etc.
- Suministros y Servicios Urbanos: contratación y control de los suministros necesarios para el edificio, tales como: Agua, Alcantarillado, Energía eléctrica, Gasóleo, Gas, Líneas de Voz y Datos, Internet, TV, etc.

- Seguros: contratación de los seguros necesarios para la protección del edificio, que deben incluir las coberturas de: Todo Riesgo de daño físico, Pérdida de Beneficios y Responsabilidad Civil.

La gran mayoría de las operaciones necesarias para el funcionamiento de un inmueble no son realizadas por personal de la propia Gestora, sino contratadas con proveedores especializados, mediante los oportunos concursos de ofertas. Es el caso del mantenimiento general del edificio y de los específicos de cada una de sus instalaciones, al igual que el de los diferentes servicios necesarios, que se han citado. La complejidad creciente de los elementos que conforman cada edificio, la necesidad de disponer del conocimiento, formación, materiales y medios técnicos necesarios para cada instalación y para cada marca y modelo de maquinaria y en definitiva la calidad y competitividad que produce la especialización, hace recomendable contratar estos servicios con empresas especializadas de reconocido prestigio y solvencia.

No hace falta mencionar que los suministros de agua, energía etc., así como los seguros tienen que ser contratados con empresas de los sectores correspondientes.

Esta forma de organización de cada inmueble facilita, además, llegado el momento de su venta, el traspaso de funciones y proveedores al nuevo propietario, sin que el cambio de propiedad pueda afectar a la calidad y efectividad de su funcionamiento y conservación.

Gestión Arrendaticia: engloba todas las actividades relacionadas con la comercialización en arrendamiento del inmueble, así como con los arrendatarios del mismo:

- Comercialización: incluye todos los procedimientos necesarios para poner el inmueble en el mercado y conseguir optimizar su nivel de ocupación. Pueden distinguirse las siguientes tareas:
 - Estudios de mercado que permitan conocer los niveles de renta y condiciones de otros edificio y localizaciones similares, para adoptar la política de comercialización más conveniente.
 - *Marketing*, definiendo los instrumentos necesarios para la presentación del inmueble en el mercado: campañas de presentación, dosieres comerciales, medios de publicidad, carteles anunciadores, etc.
 - Atención a los potenciales interesados en el alquiler del edificio, realizando visitas conjuntas y presentando las características y ventajas competitivas del mismo, así como facilitando la información de detalle requerida por los futuros clientes. Preparación y/o recepción de ofertas y negociación de las mismas con los interesados, hasta cerrar un acuerdo de principio.
 - Redacción y negociación del contrato de arrendamiento, de acuerdo con los estándares del arrendador y tratando de incorporar los requerimientos del inquilino. Recepción de garantías y fianzas y entrega de los locales.
- Relación con los arrendatarios: Una vez firmado el contrato de arrendamiento y realizada la entrega de la posesión del local al arrendatario, se inicia un proceso de relación entre ambas partes, cuyos hitos más relevantes son los siguientes:
 - Control de las obras de instalación y adecuación realizadas por el inquilino en los locales arrendados. El arrendatario estará obligado a realizarlas de acuerdo

con lo dispuesto en los estatutos de edificio y en el contrato de arrendamiento y deberá entregar planos de ejecución de sus obras o *As Built* al arrendador.

- Control de fechas y plazos. El departamento de *Property Management* debe llevar un control puntual de las fechas relevantes relativas a actualizaciones de renta, renovaciones del contrato, terminación y preavisos necesarios.
- Mantenimiento de la relación con el inquilino, mediante comunicaciones y visitas periódicas, para conocer sus planes de futuro en relación con su permanencia en el inmueble, necesidades de ampliación o reducción de espacio, etc. Realización de encuestas de satisfacción, detección y solución de quejas y problemas y conocimiento de la evolución de su actividad.
- Renovación y modificación de contratos, cuando así lo exijan las necesidades del arrendatario y a la terminación de los plazos contractuales inicialmente pactados.
- Solución de los casos de incumplimiento de contrato por el inquilino y recuperación de los atrasos en el pago de las rentas y gastos. Recuperación de la posesión de los locales.

Al igual que se ha explicado para la Gestión de Funcionamiento, la Gestora se apoya, para la Gestión Arrendaticia, además de en su estructura interna, en los oportunos colaboradores externos especializados en cada materia, entre los que pueden citarse: agentes inmobiliarios, para la comercialización y captación de inquilinos, asesores legales, para la redacción de contratos de arrendamiento y solución de problemas de incumplimiento, asesores contables y fiscales, etc.

1.4.3. Funciones del Banco Depositario

Las funciones y requisitos que deben cumplir las entidades depositarias en las IIC, vienen reguladas en España por el título V del RD 83/2015 de 13 de febrero que modifica el RD 1082/2012, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 y termina la transposición de la Directiva DGFIA iniciada por la Ley 22/2014.

Según dicho RD, las entidades depositarias deben ser entidades de crédito o agencias de valores y sus administradores y directores deben cumplir los requisitos de idoneidad, conocimientos y experiencia adecuados en relación con el mercado de valores.

Las funciones básicas de estas entidades son:

- Depósito de los activos, que incluye su custodia e inscripción en los registros oportunos
- Control del efectivo existente
- Liquidación y reembolso de participaciones
- Vigilancia y supervisión generales.
- Control del cumplimiento de la normativa vigente
- Evitar cualquier conflicto de intereses
- En los fondos inmobiliarios normalmente incluye la aprobación previa de las operaciones de adquisición y disposición de activos.

1.4.4. Garantías para los inversores. Parámetros de seguridad. Reporting y control de los inversores: Comité de Inversiones

Cómo muestra el organigrama del epígrafe 1.4.5 siguiente, la Gestora está dotada de una serie de órganos de control, que garantizan a los inversores un funcionamiento correcto y eficiente, un estricto cumplimiento de la legislación vigente y la asunción de unos niveles de riesgo limitados, según el perfil de cada uno de los fondos administrados.

Igualmente vigilan estos órganos la observancia de las exigibles *Compliance Rules o Reglas de Actuación* y de los principios del *Buen Gobierno Corporativo*, entre los que destaca por su importancia la regulación de los conflictos de interés y el buen uso de la información privilegiada, así como la supervisión de las operaciones vinculadas con personas físicas o jurídicas. Todo ello manteniendo un máximo grado de transparencia en cualquier nivel de actuación.

Entre estos mecanismos de control y supervisión, además del Banco Depositario, cuyas funciones se han detallado en el epígrafe 1.4.3. anterior, y de los propios órganos de Gobierno de la Gestora, merecen destacarse los siguientes:

- **Comité de Inversiones:** tiene como misión analizar las adquisiciones y disposiciones de los activos relevantes del fondo, autorizando o denegando cada transacción. En fondos públicos, con partícipes muy numerosos, está integrado por el Presidente y varios miembros del Consejo de Administración y de la alta dirección de la Gestora y, en algunos casos, por algún representante elegido por los inversores. En fondos institucionales, con un número reducido de partícipes, cada inversor nombra un representante en el Comité de Inversiones, que, juntamente con los miembros designados por la Gestora, toman las decisiones adecuadas a cada propuesta de inversión o disposición.
- **Consejo de Supervisión o *Supervisory Board*:** está formado por profesionales de muy alto y reconocido prestigio y amplia experiencia en el ámbito inmobiliario y que normalmente no tengan vinculación con la Gestora, ni con sus directivos, como tampoco con los inversores del fondo, de modo que se asegure su total independencia de actuación. Suelen ser elegidos por los inversores a propuesta de la Gestora y su misión es velar por el interés de los inversores y por la seguridad de sus inversiones, asegurando el cumplimiento de la legislación vigente y el control adecuado del riesgo de las inversiones.
- **Comité de Auditoría:** su objeto es coordinar y controlar los resultados de las auditorías periódicas a que debe someterse cada uno de los fondos, así como la propia Gestora, tanto en materia contable, como de procedimientos de actuación, transparencia, cumplimiento de la normativa vigente y de las normas de buen gobierno corporativo, conflicto de intereses, operaciones vinculadas, etc.
- ***Compliance Officer* y *External Ombudsman*:** Tienen como funciones el control del adecuado cumplimiento de la normativa vigente y del adecuado nivel de transparencia y honestidad en todos los procesos de actuación de la Gestora y de todo su personal. Ambos intervienen para resolver cualquier problema que pueda plantearse o preverse en esta materia: el *Compliance Officer*, actúa desde un punto de vista interno de la compañía y el *External Ombudsman*, como un defensor independiente y ajeno a la Gestora, al que puede acudir cualquier empleado o persona externa que sospeche la existencia de alguna práctica inadecuada. La

Gestora establece un conjunto de *Reglas de Actuación* que regulan temas de conflicto de intereses, manejo de información privilegiada, operaciones con personas o entidades vinculadas, aceptación o envío de regalos e invitaciones, donaciones a personas y organismo públicos y privados, etc.

- *Four eyes Principle*: consiste este procedimiento en que cualquier decisión o documento que deba aprobarse, tenga que ser refrendado al menos por dos personas, con competencia para su aprobación, de acuerdo con la *Matriz de Competencias* elaborada por los Órganos de Gobierno de la Gestora. Se refiere a aprobaciones de presupuestos, firma de todo tipo de contratos, disposiciones, etc.
- Procesos de adjudicación transparentes. En todo proceso de contratación de bienes o servicios por parte de la Gestora, deben observarse las necesarias normas de transparencia, solicitando un suficiente número de ofertas y evitando las operaciones con personas o sociedades vinculadas, para soslayar cualquier posible conflicto de intereses.
- Cumplimiento de legislación sobre blanqueo de capitales (*Money Laundering*): dentro de las *Reglas de Actuación*, se establece un conjunto de ellas para prevenir el blanqueo de capitales o *Money Laundering*, en cumplimiento de la legislación en vigor sobre esta cuestión. Entre ellas es muy importante la prohibición de realizar cualquier movimiento de dinero (pagos o cobros) en metálico o mediante cheques al portador u otros instrumentos que no identifiquen perfectamente al emisor y receptor del mismo, su procedencia y demás datos relevantes.
- Protección de datos: el estricto cumplimiento de la legislación vigente sobre esta materia se controla por el departamento correspondiente dentro de la compañía.
- Departamento de *Reporting* o envío de información a los partícipes: se encarga de elaborar y enviar informes a los inversores, con periodicidad mensual, trimestral y anual, detallando la evolución del fondo y de sus resultados, rentabilidad, revalorización, etc., y explicando todos los acontecimientos o circunstancias relevantes, tanto en la cartera del fondo, como en el mercado en que actúa. Además, atiende todas las demandas de información adicional y contesta las preguntas o aclaraciones solicitadas por los inversores, de manera que se asegure su acceso a toda la información del fondo, con total transparencia.
- Departamento de control de riesgos: analiza y evalúa, a través del adecuado procedimiento regulado en el Manual de Riesgos de la Gestora, el nivel de riesgo de cada operación de inversión o desinversión y se asegura de que esté dentro de los límites admitidos por el perfil de cada fondo. Elabora también análisis periódicos de riesgo a nivel global de toda la cartera del fondo y detecta si se producen incrementos significativos, debidos a cambios en las condiciones del mercado, incorporación o disposición de activos u otras circunstancias relevantes.

1.4.5. Organigrama de funcionamiento de una gestora

Fig. 41 – Organigrama de funcionamiento de una gestora de fondos inmobiliarios

Fuente: elaboración propia

Fig. 42 – Organización del Asset Management: Relación con Propiedad

Fuente: elaboración propia

Fig. 43 – Organización del Asset Management: Gestión General

Fuente: elaboración propia

Fig. 44 – Organización del Asset Management: Gestión de Funcionamiento

Fuente: elaboración propia

Fig. 45 – Organización del Asset Management: Gestión Arrendaticia

Fuente: elaboración propia

1.5. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL CONTEXTO INTERNACIONAL

En este capítulo se hace un recorrido por los países de nuestro entorno en los que este tipo de vehículos de inversión ha tenido un desarrollo más relevante, analizando brevemente las regulaciones existentes en cada uno de ellos.

Para un estudio más detallado de las diferentes estructuras existentes en cada país europeo, hay que remitirse al estudio realizado por la consultora PWC, cuya última versión se publicó en noviembre de 2017, del que procede parcialmente la información que se refleja a continuación [Stoschek, U y Schuurmann, J.E., PWC, 2017]³⁶, así como a la *Directiva Europea 2011/61/EU de 8 de junio sobre Alternative Investment Fund Managers* (Gestores de Fondos de Inversión Alternativos) [EU, 2011]³⁷

1.5.1. Aproximación a los *Spezial Fonds* alemanes

En Alemania existen fundamentalmente 4 clases de vehículos de inversión inmobiliaria, dos de ellos de tipo *Open-End* y otros dos *Closed-End* y, dentro de cada uno de ellos, existen dos versiones, una para inversores privados denominada *Retail* (comerciales) y otra para institucionales, denominada *specialised* (*spezial*).

Los fondos *Retail*, también llamados en Alemania fondos públicos, están abiertos al público en general, pequeños inversores privados, etc. y se comercializan habitualmente a través de entidades bancarias, que actúan como gestores y depositarios.

Los fondos *Specialised*, se crean y gestionan por gestoras de fondos especializadas y captan su capital directamente de inversores institucionales. En todo caso la estructura más extendida entre los inversores institucionales es la de los *Spezial Fonds*, que se

encuadra dentro del primer tipo mencionado: *Open-End* o fondos abiertos de capital variable (*Offenen Immobilien Fonds*), que goza de una larga trayectoria de más de 50 años en Alemania, si bien en la actualidad están tomando gran desarrollo los fondos de estructura *specialised* de tipo *Closed-End* o fondos cerrados de capital fijo, que están concentrando las preferencias de estos inversores.

Open-End o Spezial Fonds: son meras acumulaciones de activos, sin personalidad jurídica (*Sondervermögen*), por lo que necesitan de una compañía gestora fiduciaria que les aporte esa personalidad y los dirija, de modo que los inmuebles se inscriben en el registro de la propiedad a nombre de la gestora, indicando que forman parte del patrimonio separado de cada fondo, ya que una gestora puede administrar varios fondos separados. Estas gestoras tienen que cumplir unos estrictos requisitos exigidos por la ley alemana, que, debido a la implementación de la Directiva Europea arriba citada, ha sido adaptada y se denomina actualmente *Kapitalanlagegesetzbuch* (KAGB) o Ley de Inversiones de Capital y que ha reemplazado a la anterior KAGG. La forma legal de las gestoras es la de una *Kapitalverwaltungsgesellschaft*, (KVG) o Compañía de Administración de Capital y puede constituirse como sociedad anónima cotizada o no en bolsa (AG), como sociedad de responsabilidad limitada (GmbH), o también, a través de una modalidad específica, como sociedad comanditaria (*partnership*) limitada (GmbH & Co. KG), que es la forma más utilizada en la actualidad. Las gestoras están sujetas a la supervisión de la autoridad alemana, a través del BAFIN (*Bundesaufsichtsamt für das Finanzwesen*).

Los *Spezial Fonds* son sólo accesibles para inversores profesionales o institucionales y gozan de exención en el impuesto de sociedades, así como en los impuestos específicos sobre transacciones, bienes inmuebles, etc. Los impuestos sobre su beneficio son pagados directamente por los inversores, dependiendo de la fiscalidad a la que estén sujetos y que, en el caso de los inversores relacionados con la protección social, suele ir aparejada de una exención de tributación en Alemania.

Estos fondos exigen el cumplimiento de unos requerimientos muy complejos y rígidos, tanto en su constitución como en su estructura. Admiten un número máximo de 10 inversores y un capital mínimo de 150 millones de euros, que debe mantenerse invertido durante al menos 4 años. Además, están sujetos a estrictas limitaciones en cuanto a diversificación, liquidez, inversiones indirectas a través de compañías interpuestas, endeudamiento o apalancamiento, copropiedad de los activos, riesgo de cambio, liquidez, etc.

Una de sus ventajas, muy apreciada por los inversores institucionales, es su participación directa en el *Comité de Inversiones*, que debe aprobar la estrategia de gestión del fondo y todas y cada una de las inversiones y desinversiones de sus activos inmobiliarios, lo que les otorga un control muy directo sobre el fondo, de forma conjunta con la gestora. El valor de sus activos es computable a los efectos de la determinación de sus provisiones técnicas.

Closed-End Specialised Funds: al contrario que los *Spezial Funds*, estos fondos sí tienen personalidad jurídica propia y se pueden constituir como *Investmentaktiengesellschaften* o sociedades anónimas de capital fijo (AG), pero más comúnmente se estructuran como

una *Geschlossene Investmentkommanditgesellschaften* o sociedad comanditaria de responsabilidad limitada (*GmbH & Co. KG*), en la que los accionistas no son personal físicas sino, generalmente, sociedades limitadas (*GmbH*), de modo que los inversores sólo participan como socios de responsabilidad limitada a su aportación de capital, mientras que el socio comanditario con responsabilidad ilimitada es la propia compañía gestora. Estos vehículos denominados *Spezial-Investment-KG* son accesibles exclusivamente a inversores profesionales o institucionales.

La ventaja de esta modalidad es que su proceso de constitución es más sencillo y corto que en los *Open-End* y tienen una forma de gestión menos compleja y con menos requerimientos y una estructura más flexible. Funcionan en régimen de transparencia fiscal, de modo que los impuestos sobre su beneficio son pagados directamente por los inversores, dependiendo de la fiscalidad a la que estén sujetos. Los impuestos sobre transacciones, bienes inmuebles etc. no siempre gozan de exención. Las compañías de seguros de vida, salud y jubilación, fondos de pensiones, mutualidades laborales y demás inversores relacionados con la protección social están exentos de tributación en Alemania.

1.5.2. Fondos Institucionales en Holanda

Holanda es uno de los países de Europa que cuenta con un mayor desarrollo de los fondos de inversión institucionales, debido a su larga tradición de ahorro privado para la previsión social, así como a su flexibilidad y ventajas fiscales, que sitúan estos instrumentos entre los preferidos por los inversores internacionales

Existen dos tipos fundamentales de vehículos de inversión: los Fondos Transparentes que pueden ser CV o FGR y las Instituciones de Inversión Fiscal o FBI.

Fondos Transparentes: como su nombre indica son vehículos fiscalmente transparentes que pueden constituirse como sociedad comanditaria de responsabilidad limitada o CV o como fondos mutuales o *FGR*. Ambos carecen de personalidad jurídica y están basados en (i) un contrato entre los socios generales y los comanditarios en el caso de los CV o (ii) en un contrato entre la gestora y los inversores en los *FGR*. El título de propiedad de los activos se inscribe a nombre de la entidad depositaria. Ninguno de ellos está sujeto al impuesto de sociedades y sus resultados tributan al nivel de los inversores. Pueden ser estructuras *Open-End* o *Closed-End*.

Los gestores de los fondos holandeses están sujetos a la regulación de la Ley Holandesa de Supervisión de Inversiones (*Wet op het nancieel toezicht*), que recoge los criterios de la Directiva Europea AIFMD ya citada. La autoridad regulatoria es la Autoridad del Mercado Financiero (*Autoriteit Financiële Markten*).

Estos fondos no establecen ningún tipo de restricciones respecto al número y cualificación de inversores ni al volumen de inversión. Pueden ser constituidos con gran rapidez y tienen muy bajos costes de establecimiento.

Instituciones de Inversión Fiscal FBI: Se utilizan exclusivamente para inversiones pasivas y no pueden realizar inversiones directas en activos inmobiliarios ni actividades comerciales o de promoción sobre los mismos. Pueden ser de tipo *Open-End* o *Closed-End*. Este régimen puede aplicarse a sociedades holandesas de responsabilidad limitada públicas (NV) o privadas (BV), así como a fondos mutuales no transparentes (FGR). Todos ellos tienen que ser sujetos del impuesto de sociedades en Holanda, si bien el tipo aplicable es del cero por ciento (0,0%). Los inversores están sujetos a la tributación derivada de los ingresos que procedan de sus participaciones en los FBIs y a una retención del 15% al nivel del fondo. Los FBIs tienen obligación de distribuir todos sus beneficios tributables en un plazo máximo de 8 meses desde el cierre del ejercicio correspondiente, con excepción de las ganancias de capital que se incorporen a una reserva para nuevas inversiones. La transmisión de sus acciones está libre de impuestos.

Los gestores de los FBIs necesitan una autorización o licencia otorgada por la *Autoriteit Financiële Markten*, para tener el estatus de FBI Regulado. En caso de no obtenerla se califican como FBIs Privados. Las restricciones aplicables a los partícipes para invertir en estos fondos dependen de dicha calificación.

Los FBIs pueden usarse como entidades financieras o de tenencia de bienes para inversiones en el extranjero.

1.5.3. Fondos Institucionales en Reino Unido

En Reino Unido conviven tres estructuras de inversión básicas, todas ellas caracterizadas por su gran flexibilidad y eficacia: (i) *Limited Partnership* (LP) o sociedad comanditaria limitada, (ii) *Tax-Transparent Funds* (TTFs) o fondos fiscalmente transparentes y (iii) *Property Authorised Investment Funds* (PAIFs) o fondos de inversión inmobiliaria regulados.

Limited Partnership (LP): Son contratos comerciales entre uno o más socios generales o comanditarios que gestionan los negocios y asumen las responsabilidades derivadas de esa gestión y los socios inversores o socios limitados, cuya responsabilidad se limita al importe de sus inversiones.

Son transparentes desde el punto de vista fiscal sin ningún tipo de retención y los inversores tributan en sus países de residencia o pueden elegir la tributación más favorable en cada caso. Están sujetos a los impuestos de transmisiones y de bienes inmuebles, etc., pero no al impuesto sobre ganancias de capital en Reino Unido.

No están sujetos a ningún tipo de regulación específica ni al control de ningún organismo oficial supervisor, aunque, en ocasiones, los socios gestores sí pueden estarlo. Si se trata de fondos de inversión alternativo, el gestor estaría sujeto a la Directiva Europea AIFMD citada. No están limitados por restricciones respecto a tipo de inversores, volumen y características de los activos, etc., lo que hace de ellos estructuras muy flexibles y muy bien entendidas en el ámbito de los fondos de inversión inmobiliaria internacionales, si bien no se adaptan bien a las características de los fondos *Open-End*.

Tax-Transparent Funds (TTFs): pueden estructurarse de dos formas: ALP o CCA.

- **Authorised and Regulated Limited Partnership Vehicle (ALP):** similares a los LP ya descritos, pero sujetos a regulación. Los socios generales sólo están sujetos a responsabilidad en caso de conductas dolosas o negligentes. Son fiscalmente transparentes tanto para ingresos como para ganancias de capital, pero sujetos a los demás impuestos como transacciones, bienes inmuebles, etc. No están sujetos a retenciones a nivel del fondo y son los inversores los que tributan por los resultados obtenidos.
- **Contractual Co-ownership Arrangement (CCA o Acuerdo de Copropiedad Contractual):** los inversores son copropietarios de los activos, aunque se registren a nombre de una entidad depositaria que los representa. El vehículo se gestiona por un gestor de fondos o *Fund Manager* debidamente autorizado. La responsabilidad de los inversores se limita al valor de su participación en la copropiedad. A diferencia de los ALP, son transparentes fiscalmente para los ingresos, pero no a efectos de las ganancias de capital. Pueden obtener exenciones en los impuestos de transmisiones, bienes inmuebles, etc. dependiendo del cumplimiento de determinadas condiciones.

Ambas estructuras están sujetas a la regulación de la *Financial Conduct Authority* (Autoridad de Dirección Financiera).

Se trata de una estructura muy útil para crear grandes agrupaciones de fondos bajo el paraguas de un fondo principal o *Master Fund*. Al tratarse de un vehículo regulado se adapta a los requerimientos de ciertos inversores que necesitan estructuras de este tipo, particularmente de los inversores y vehículos procedentes de Estado Unidos, aunque su nuevo régimen crea alguna inseguridad respecto a su aceptación.

Su transparencia fiscal facilita a los inversores optimizar la carga fiscal, acogiéndose al régimen más conveniente en cada caso.

Property Authorised Investment Funds (PAIFs): son fondos de inversión inmobiliaria estructurados como *Open-End Investment Company* (OEIC). No gozan de transparencia fiscal, pero están exentos de tributación en impuesto de sociedades por ingresos y por ganancias de capital y no exentos de los demás impuestos, como transacciones, bienes inmuebles, etc. Los partícipes tributan por los resultados obtenidos, según la normativa que les corresponda, y sujetos a una retención del 20%, salvo inversores cualificados, estando los corporativos en Reino Unido exentos de tributar por los dividendos recibidos.

Los PAIFs está sujetos a la regulación de la *Financial Conduct Authority* (Autoridad de Dirección Financiera), que les impone una carga regulatoria intensa, con importantes limitaciones de actuación.

1.5.4. Fondos Institucionales en Francia

La normativa que regula este tipo de fondos en Francia es bastante rígida y restrictiva, por lo que estos instrumentos no han tenido un desarrollo muy apreciable, al contrario de lo que sucede con la regulación británica o incluso la alemana.

Básicamente existen dos tipos de fondos muy similares entre sí, con la única diferencia de si el vehículo tiene o no personalidad jurídica propia: (i) *Fonds de Placement Immobilier (FPI)* o fondos de colocación inmobiliaria, que carecen de personalidad jurídica y (ii)

Sociétés de Placement à Prépondérance Immobilière (SPPICAV) o sociedades de colocación de preponderancia inmobiliaria, que si la tienen. Su objeto en los dos casos es la adquisición o construcción de inmuebles para su explotación en alquiler.

Ambas estructuras necesitan la previa aprobación y están sujetas a la supervisión del Regulador del Mercado Financiero francés y están obligados a que su gestión sea llevada a cabo por una entidad gestora regulada por la Administración francesa o de la Unión Europea, que también debe ser aprobada y controlada por el Regulador del Mercado Financiero francés.

Los FPI están obligados a distribuir entre sus partícipes el 85% de todos sus ingresos netos, mientras que en las SPPICAV este porcentaje se reduce al 50% de las ganancias de capital, pero asciende al 100% en el caso de ingresos por dividendos.

Desde el punto de vista fiscal, las dos estructuras están exentas de tributación por el impuesto de sociedades y son los partícipes los que tienen que tributar por los ingresos obtenidos en el momento de su distribución, de acuerdo con los tipos impositivos que les correspondan en cada caso, dependiendo de si son personas físicas o sociedades, residentes o no residentes, del concepto por el que reciben el ingreso (rentas, plusvalías, dividendos, etc.), estando en todo caso sujetos a fuertes retenciones que pueden llegar al 30% en el caso de entidades no residentes y al 75% si lo son en paraísos fiscales. Los partícipes tienen tipos impositivos que llegan al 33,33% más una contribución social obligatoria del 15,5%. Esta fuerte carga fiscal desincentiva en gran medida el desarrollo de estos vehículos.

Tanto los FPI como las SPPICAV deben invertir un mínimo del 60% de su capital en activos inmobiliarios y, dependiendo de si están abiertas a inversores públicos o sólo a los cualificados, pueden estar sujetas a otras restricciones en cuanto a su diversificación, liquidez, apalancamiento, etc., estando obligados a mantener al menos un 10% de liquidez.

1.5.5. Fondos Institucionales en Países Nórdicos

En los países del norte de Europa, las estructuras de los fondos de inversión inmobiliaria son muy similares a las ya explicadas por Alemania, por lo que se resumen brevemente sus principales características en dos de ellos: Dinamarca y Finlandia.

Dinamarca: Los *Kommanditselskab* son muy similares y con características iguales a los *Specialised Closed-End Fonds* alemanes, basados en una sociedad comanditaria, fiscalmente transparente y no sujeta a retención. Se regulan como fondos de inversión alternativa sujetos a la Directiva Europea AIFMD y tienen que registrarse ante la Autoridad de Negocios danesa. Las gestoras deben estar registradas y aprobadas por la Autoridad de Supervisión Financiera danesa o bien por una autoridad homóloga de otro estado de la Unión Europea.

Finlandia: Existen dos tipos de vehículos:

- Los *kommandiittiyhtiö*: Prácticamente iguales a los *kommandiittiyhtiö* daneses y a los *Specialised Closed-End Funds* alemanes. Tienen la misma forma societaria y tratamiento fiscal y, además de a la normativa de fondos inmobiliarios y sociedades finlandesa, también están sujetos a la Directiva Europea AIFMD. Son supervisados por la FSA finlandesa. Han alcanzado un gran desarrollo entre los inversores finlandeses, pero no resultan apropiados para los no residentes.
- Los *erikoissijoitusrahasto* o fondos de inversión especiales: tienen la misma estructura y características de los *Spezial-Fonds* alemanes (*Specilaised Open-End Funds*). Fiscalmente transparentes y no sujetos a retención. Su regulación y autorización son iguales a los explicados para los *kommandiittiyhtiö*. Resultan muy convenientes para los inversores no residentes.

1.5.6. Fondos Institucionales en Luxemburgo

Dada la gran difusión de los vehículos de inversión en este país, que son utilizados como estructura por muchos inversores internacionales, debido a su gran flexibilidad regulatoria y a sus ventajas fiscales, es conveniente describir brevemente las características de los más utilizados por los inversores inmobiliarios institucionales.

Régimen SIF: pueden tener estructura de FCP, SICAV o SICAF. Son fondos de inversión especiales, que pueden invertir en activos inmobiliarios de forma directa o indirecta y dirigidos a inversores institucionales y/o profesionalmente cualificados. Pueden adoptar las siguientes formas jurídicas:

- ***Fonds Commun de Placement FCP*** o fondo común de colocación: son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, similares a los *Sondervermögen* alemanes, que necesitan de una entidad gestora luxemburguesa sujeta a la Directiva Europea AIFMD, que les de soporte y les preste esa personalidad.
- ***Société d'investissement à capital variable (SICAV)*** o sociedad de inversión de capital variable: son compañías de inversión cuyo capital varía y se ajusta al valor neto del fondo en cada momento.
- ***Société d'investissement à capital fixe (SICAF)*** o sociedad de inversión de capital fijo: similar a la anterior, pero con capital fijo.

Tanto SICAVs como SICAFs tienen las siguientes características comunes:

- Pueden operar con estructura de *Open-End Fund* o *Closed-End Fund* y tienen que ser gestionadas por una entidad autorizada y registrada de acuerdo con la Directiva Europea AIFMD.
- Pueden adoptar diversas formas legales como:
 - *Société Anonyme (SA)* o sociedad anónima
 - *Société à Responsabilité Limitée (S.à r.l.)* o sociedad de Responsabilidad Limitada

- *Société en Commandite* (SCA) o sociedad comanditaria, que a su vez puede tener dos modalidades:
 - *Société en Commandite Simple* (SCS): con personalidad jurídica propia, o
 - *Société en Commandite Spéciale* (SCSp): sin personalidad jurídica.
- *Société Coopérative organisée sous forme de Société Anonyme* (SCSA) o *sociedad cooperativa* bajo forma de Sociedad anónima.

Todos los vehículos constituidos bajo el régimen SIF, tienen el mismo tratamiento fiscal y regulatorio:

- Gozan de una exención total en el pago de impuestos de todo tipo y no están sujetas a ninguna retención fiscal en la distribución de beneficios a los partícipes por ningún concepto. Únicamente debe pagar una pequeña tasa anual de subscripción o *Taxe d'abonnement* a un tipo del 0,01% sobre el valor neto de los activos, dependiendo del volumen de inversión realizado. Los partícipes tributan sobre los resultados obtenidos, dependiendo de la legislación de sus países de residencia.
- Tanto el vehículo como la entidad gestora están sujetos a la autorización previa y posterior supervisión de la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF) o comisión de vigilancia del sector financiero de Luxemburgo y las entidades gestoras deben cumplir los requisitos de la mencionada AIFMD y estar autorizadas por ella. Los directores deben tener probada experiencia y alta elevada reputación en la gestión de este tipo de inversiones y fondos. El depositario y la gestora deben estar domiciliados en Luxemburgo y están también sujetos a la supervisión de la CSSF. Los SIFs están sujetos a una auditora de cuentas *anula obligatoria por un auditor homologado en Luxemburgo* (*réviseur d'entreprises agréé*).
- El capital mínimo por inversor es de 125.000 euros y el volumen mínimo del fondo de 1.200.000 euros. Los inversores en fondos cualificados como AIFs no pueden retirar su inversión antes de un plazo de cinco años. Como regla de diversificación, ningún activo puede representar más de un 30% del valor del fondo.

Los vehículos bajo el régimen SIF, son vehículos regulados muy flexibles y con una baja carga fiscal, lo que hace que sean muy utilizados por los inversores institucionales en todas sus modalidades: FCP, SICAV y SICAF. Además, el uso de la forma legal de SCA, permite a los inversores un control fuerte y muy cercano.

Régimen UCI: Es prácticamente igual y con las mismas variantes y estructuras legales que el régimen SIF descrito, pero ajustado a su distribución entre múltiples inversores privados no especializados, lo que hace que incorporen algunas cautelas y restricciones para garantizar una mayor protección de estos inversores. Por su casi total similitud con los SIF y su exclusión de los inversores institucionales, no se profundizará en su estudio.

Reserve Alternative Investment Funds RAIFs o fondos de inversión alternativa de reserva: Son vehículos semejantes a los SIF, con idénticas posibilidades de organización (FCP, SICAV y SICAF) y estructuras societarias (SA, S.à r.l., SCA, SCS, SCSp y SCSA), pero no sujetos a la autorización ni a la supervisión de la CSSF. No obstante, tienen que contar con una gestora o *Fund Manager* y un depositario autorizados según la AIFMD en algún país de la Unión Europea y establecidos en Luxemburgo, así como un auditor externo radicado también en

este país. El Fund Manager debe estar sujeto a supervisión en algún estado de la UE o en coordinación con la CSSF y su regulador local.

Los RAIFs pueden configurarse con dos tipos de estructura: (i) la misma que los SIF, ya explicados o (ii) la utilizada por las SICAR que se verá en el próximo epígrafe. En cada caso están sujetos a los mismos requerimientos y restricciones que exigen dichos regímenes, salvo en lo tocante a su autorización y supervisión.

Sólo pueden recibir aportaciones de inversores institucionales o profesionalmente cualificados, con un capital mínimo de 125.000 euros, siendo el volumen mínimo del fondo de 1.250.000 euros.

Su ventaja es la combinación de un instrumento de inversión regulado (AIFMD), con la flexibilidad que les otorga la supervisión indirecta y la no necesidad de autorización previa.

Société d'Investissement en Capital à Risque (SICAR) o sociedad de inversión de capital-riesgo:

Son vehículos dedicados a inversiones de riesgo y únicamente abiertas a inversores cualificados. Su perfil es claramente *opportunity* y no son utilizadas apenas por los inversores institucionales, por lo que no se analizan en profundidad.

Pueden adoptar cualquiera de las formas societarias vistas para los SIFs. Fiscalmente se tratan como entidades transparentes, aunque sus ingresos procedentes de inversiones de riesgo están exentos de tributación por el impuesto de sociedades. No están obligados al pago de la tasa anual de subscripción o *Taxe d'abonnement*. El resto de sus rendimientos no tienen exención. Los partícipes no soportan ninguna retención sobre los resultados obtenidos y tributan de acuerdo con la legislación de sus países de residencia.

En cuanto a regulación y autorización, están sujetos a los mismos requisitos que los SIFs, siendo el capital mínimo del fondo de un millón de euros. Al tratarse de inversiones de riesgo, no tienen ningún tipo de restricción respecto a diversificación, etc. En *real estate* sólo se usan para inversiones de tipo oportunista.

Securitization Vehicles o vehículos de securitización: se trata de fondos diseñados para crear paquetes de activos financieros o de derechos de futuro como hipotecas o préstamos y que no tienen aplicación en la inversión inmobiliaria directa, por lo que no se desarrolla su análisis. Sus formas societarias son similares a las ya indicadas para otros vehículos. No gozan de exención fiscal, pero los importes distribuidos a los inversores son considerados como deducibles de los ingresos, por lo que resultan neutros fiscalmente, lo que les ha conferido un gran éxito internacional. En general son vehículos no regulados, excepto los que se dirigen a inversores privados no cualificados, que quedan bajo la autorización y supervisión de la CSSF.

1.5.7. Fondos Institucionales en USA y Canadá

La regulación de estos fondos en ambos países es muy abierta y existen multiplicidad de estructuras que se adaptan a los diferentes perfiles de los inversores.

Pueden agruparse en *Open-End*, *Closed-End*, *Private Equity* y *REITs* (*Real Estate Investment Trusts*) y su estructura corporativa y forma de funcionamiento es muy similar a las ya descritas para otros países.

Todos ellos son fiscalmente transparentes, de modo que los impuestos se pagan directamente por los inversores al recibir sus rendimientos y en función de su fiscalidad, que, en el caso de los vinculados a la previsión social, suele ser nula o muy reducida.

El vehículo de inversión por excelencia está constituido por los REITs, que en EE.UU. tienen una amplísima variedad de perfiles, productos y mercados, existiendo una gran especialización para cada uno de ellos. Existen más de 600 REITs cotizados en bolsa.

1.5.8. Fondos Soberanos en Europa, América y Asia

Como ya se ha indicado en 1.1.2., los Fondos Soberanos (*SWFs: Sovereign Wealth Funds*) y las Entidades Gubernamentales (*GEs: Government Owned Entities*) son patrimonios creados por los Estados de diversos países para invertir los excedentes de los recursos captados, procedentes de la recaudación de impuestos, cotizaciones a sistemas de previsión social públicos, fondos de pensiones de funcionarios, así como de la explotación de recursos naturales, como gas, petróleo, etc. Esta definición está en línea con la adoptada por el FMI (Fondo Monetario Internacional), a través del GITFSI 2008 (Grupo de Trabajo sobre Fondos e Inversión).

Este tipo de fondos soberanos existen en países de gran tradición ahorro/inversora, como son los países nórdicos, Canadá, USA, etc. y también en países que acumulan grandes capitales procedentes de la explotación de sus riquezas naturales y en particular del petróleo, como los emiratos árabes, Arabia Saudita, Kuwait, países del golfo, etc. y en ciertos países del área Asia-Pacífico, como Singapur, Hong Kong, China, etc.

Su perfil de inversión es el característico de los inversores institucionales, de bajo riesgo y largo plazo (*Core y Core +*), inclinándose cada vez más por la inversión en activos reales: inmobiliario, infraestructuras, energía, etc. También manifiestan un interés cada vez mayor por las inversiones relacionadas con el medio ambiente y la sostenibilidad, en la llamada *green economy*, en la que, aunque su asignación actual es todavía baja (1,0% de sus activos), están ejerciendo una poderosa influencia a través de su representación significativa en los órganos de dirección y gobierno corporativo de las empresas, en los que imponen criterios de sostenibilidad más y mas exigentes. El I.E. SWFs Lab 2017 estima que los SWFs controlan aproximadamente un 8,0% del total de acciones de las compañías cotizadas en bolsa a nivel global, por lo que su influencia puede ser relevante [Garzón, F. (ICEX)y Santiso, J. (IE), 2017]³⁸.

Sus órganos de gestión son generalmente entidades públicas integradas en los organigramas estatales y sujetas a estrictos criterios de organización actuación y control, regulados por las diferentes legislaciones nacionales. Sus estructuras corporativas y fiscales son muy variadas, recogiendo muchas de las formas anteriormente descritas, pero siempre adecuadas a su carácter de instrumentos de inversión estatales. En general no están sujetos a ningún tipo de limitaciones o restricciones de movimiento de capital. Muchos de estos fondos, al no tener obligaciones de pago a corto presentes, pueden adoptar un horizonte de inversión a muy largo plazo, lo que aporta gran estabilidad a su actuación.

Estos fondos han tenido un desarrollo muy intenso desde el inicio de siglo XXI, aunque su existencia se remonta muchos años atrás hasta 1952, en que Arabia Saudí creó el primero de ellos denominado SAMA, seguido en 1953 por el Kuwait *Investment Authority* KIA. Los otros dos países pioneros en estos vehículos fueron Estados Unidos y Canadá. Hasta el año 2010 se habían creado 66 SWFs, a los que hay que sumar otros 26 nuevos SWFs creados entre 2010 y 2016. Actualmente 24 nuevos países están considerando la creación de este tipo de fondos. [Garzón, F. (ICEX) y Santiso, J. (IE), 2017]³⁹ y [SWFI Sovereign Wealth Fund Institute, 2017]⁴⁰

Actualmente gestionan un total de activos que supera los 7,5 billones (millones de millones) de dólares USD (trillones americanos). El más grande es el Fondo de Pensiones Públicas de Noruega, que gestiona 1,028 billones (trillones americanos) de USD, seguido por el CIC de China (813.000 millones de USD), *Abu Dhabi Investment Authority* (792.000 millones de USD), etc. Los seis fondos soberanos existentes en China concentran más de 2,0 billones de USD, más del 25% del patrimonio total de los fondos soberanos.

Los SWFs destinan una parte importante de sus inversiones al sector inmobiliario, habiendo alcanzado un porcentaje del 21,5% de sus activos en 2016 y un 23,9 % en 2017, superando ampliamente la media correspondiente a los inversores institucionales en su conjunto y con una tendencia también creciente [Garzón, F. (ICEX) y Santiso, J. (IE), 2017]⁴¹. Sus inversiones se concentran principalmente en edificios *prime* en centros urbanos, residencias de estudiantes y plataformas y carteras logísticas.

1.5.9. Comparativa de volúmenes de inversión por países y evolución pasada

La figura 46 siguiente muestra la distribución de la inversión inmobiliaria en terciario (oficinas, comercial, hotelero, etc.) en las principales áreas geográficas y su evolución en los últimos 12 años, reflejando la crisis del 2007 y la recuperación a partir del año 2010.

En general, los retornos generados por la inversión inmobiliaria siguen siendo interesantes y la demanda de los inversores se mantiene robusta con un número cada vez mayor de grupos que aumentan su exposición a este sector, debido a sus cualidades defensivas, su estabilidad y su rendimiento superior al de otros activos.

Fig. 46 – Volumen de Inversión inmobiliaria en terciario por regiones 2006-2018Fuente: adaptado de JLL, julio de 2018. [JLL, 2018]⁴². Cifras en miles de millones de USD

Comparando las previsiones al inicio de 2018 con los datos de mitad de año, las perspectivas de evolución de la inversión en 2018 respecto a 2017 han ido cambiando favorablemente en casi todas las regiones. En las Américas, por ejemplo, se ha pasado de una previsión de caída de la inversión de un -15% a una expectativa de igualar la cifra de 2017 y en Asia-Pacífico, el pronóstico inicial de un crecimiento nulo ha pasado a ser de un +15%. Sin embargo, Europa y Oriente Medio mantienen la previsión inicial de una reducción del -5%. A nivel global, la proyección inicial de una disminución entre el -5% y el -10%, se estima, a mitad del año, que podría quedar en un 0%, con una cifra de inversión igual a la de 2017. Ello generaría una cifra total de inversión inmobiliaria en terciario para 2018 de 715.000 millones de dólares USD (715 billones americanos).

La tabla siguiente refleja la distribución de la inversión inmobiliaria en terciario entre los mercados más relevantes por países y su evolución 2017-2018.

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN TERCIARIO POR PAÍSES

US\$ billions	Q1 2018	Q2 2018	% change Q1 18-Q2 18	Q2 2017	% change Q2 17-Q2 18	H1 2017	H1 2018	% change H1 17-H1 18
USA	62.8	58.7	-7%	58.6	0%	109.8	121.6	11%
UK	17.1	19.5	14%	16.1	21%	30.7	36.6	19%
Germany	14.1	15.2	8%	11.7	30%	23.8	29.3	23%
Hong Kong	5.0	9.5	92%	2.9	234%	5.8	14.5	152%
France	5.9	9.5	60%	4.4	114%	9.6	15.4	60%
South Korea	4.1	9.0	120%	4.3	108%	9.3	13.1	41%
Japan	13.9	7.2	-48%	8.4	-14%	19.8	21.2	7%
Australia	4.7	5.7	22%	4.9	17%	7.4	10.4	41%
China	8.5	4.3	-49%	8.1	-47%	12.5	12.8	3%
Canada	3.8	4.0	5%	4.2	-5%	9.6	7.8	-18%
Netherlands	2.8	3.7	35%	5.3	-30%	8.4	6.5	-23%
Spain	2.0	2.6	30%	3.7	-32%	6.5	4.5	-30%
Sweden	1.8	2.4	30%	2.4	-2%	5.2	4.2	-19%
Italy	2.1	2.4	11%	3.3	-28%	5.3	4.5	-14%
Singapore	1.2	2.3	90%	3.0	-26%	5.0	3.5	-31%
UAE	-	1.3	-	0.2	701%	0.6	1.3	133%
Taiwan	0.5	1.3	142%	0.4	231%	0.8	1.8	136%
Norway	1.0	1.3	28%	2.9	-56%	4.7	2.3	-52%
Finland	2.4	1.2	-50%	1.0	16%	1.9	3.6	87%

Fig. 47 – Distribución de la Inversión inmobiliaria en terciario por paísesFuente: JLL, Julio de 2018. [JLL, 2018]⁴³

Se observa que los mercados más importantes por su volumen son Estados Unidos y Reino Unido, seguidos de Alemania, Japón y China. Dentro de los mercados relevantes, el mayor crecimiento entre la primera mitad de 2017 y la de 2018 se produce en Alemania, Reino Unido, Estados Unidos y, en los mercados de tamaño medio, en Francia, Corea y Australia. En España, que puede considerarse entre los mercados de pequeño tamaño (13.000 millones de euros de inversión en 2017), se ha producido una caída de la inversión de un 30%, en línea con lo sucedido en Holanda, Suecia y Noruega. La tendencia indica una predilección de los inversores por los mercados de mayor volumen y liquidez y un menor apetito por los mercados de Benelux, países nórdicos y sur de Europa.

DISTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN INMOBILIARIA EN TERCIARIO POR CIUDADES

	Economy	Real Estate Investment Markets					Office Occupier Markets			
	Metro Area GDP	City Investment Volumes	City Investment Volumes Change	Capital Value Change	Prime Yield	Yield Gap	Rental Change	Net Absorption	Vacancy Rate	Supply Pipeline
Amsterdam	2.7%	3.6	-31%	15.6%	3.5%	303	7.9%	3.1%	5.4%	4.3%
Beijing	6.9%	3.1	-56%	14.1%	5.2%	168	4.2%	6.8%	3.3%	15.0%
Berlin	2.3%	7.2	45%	16.4%	2.9%	259	12.5%	0.7%	3.2%	3.8%
Boston	2.8%	6.6	-47%	1.7%	4.1%	124	1.7%	0.8%	13.7%	1.9%
Brussels	1.4%	3.0	38%	11.2%	4.3%	355	5.0%	0.0%	8.1%	2.4%
Chicago	2.8%	12.0	44%	3.0%	5.3%	244	5.0%	0.7%	16.6%	2.2%
Delhi	8.1%	1.6	-	-1.1%	8.9%	84	-1.1%	7.3%	29.2%	16.9%
Dubai	3.5%	0.6	-35%	0.0%	7.5%	na	0.0%	na	10.0%	6.6%
Frankfurt	2.3%	7.3	28%	12.1%	3.3%	294	4.1%	0.7%	7.3%	2.2%
Hong Kong	3.6%	25.2	129%	18.3%	2.6%	37	6.3%	2.9%	4.2%	5.2%
Jakarta	6.1%	0.1	-75%	-9.4%	7.9%	-11	-8.8%	48.2%	33.7%	26.1%
London	1.5%	32.2	20%	0.0%	3.5%	217	0.0%	1.2%	4.8%	5.8%
Los Angeles	3.1%	21.3	-1%	2.8%	4.4%	154	5.1%	0.6%	14.1%	0.9%
Madrid	3.3%	2.5	-55%	10.0%	3.8%	242	10.0%	1.5%	10.4%	1.4%
Mexico City	2.7%	0.0	-60%	-2.8%	7.6%	0	-2.8%	7.2%	15.0%	13.4%
Milan	1.6%	3.7	42%	17.6%	3.6%	91	11.4%	0.7%	12.9%	2.0%
Moscow	2.5%	2.7	-27%	2.6%	9.8%	205	0.0%	5.5%	12.0%	3.6%
Mumbai	8.1%	0.9	271%	-0.3%	9.6%	151	-0.5%	7.5%	17.0%	9.3%
New York	2.4%	25.5	-5%	0.0%	3.7%	84	2.8%	1.8%	8.1%	2.8%
Paris	1.6%	27.9	31%	1.3%	3.0%	238	1.3%	3.1%	5.6%	3.2%
San Francisco	3.0%	4.5	-48%	5.7%	3.8%	94	5.7%	2.8%	7.7%	7.4%
Sao Paulo	1.5%	1.1	85%	16.5%	9.0%	304	2.3%	3.5%	24.4%	7.5%
Seoul	3.0%	17.4	18%	-0.5%	4.4%	188	-0.5%	1.0%	12.4%	6.2%
Shanghai	6.4%	16.9	-6%	1.8%	5.5%	197	-1.3%	13.2%	18.1%	27.0%
Singapore	3.0%	9.6	3%	14.5%	3.6%	108	16.5%	5.8%	9.2%	2.5%
Stockholm	3.3%	2.7	-18%	7.4%	3.5%	300	7.4%	1.2%	6.7%	1.8%
Sydney	2.8%	11.3	54%	10.9%	4.8%	210	12.5%	1.2%	5.5%	3.0%
Tokyo	1.1%	20.2	38%	0.9%	2.9%	287	0.9%	5.3%	2.0%	12.3%
Toronto	1.9%	8.6	19%	4.6%	4.2%	203	2.2%	1.5%	8.5%	1.1%
Washington DC	3.5%	11.8	-7%	-3.5%	4.6%	174	-1.3%	0.9%	16.2%	3.7%

Fig. 48 – Distribución de la Inversión inmobiliaria en terciario por ciudades

Fuente: JLL, Julio de 2018. [JLL, 2018]⁴⁴

La distribución de la inversión inmobiliaria prevista para 2018 entre las principales ciudades se muestra en la tabla de la figura 48, en la que puede comprobarse como, a pesar del Brexit, Londres sigue ostentando el liderazgo con una inversión estimada de 32.500 millones de euros y con un crecimiento del 20% respecto a 2017, seguido por París (27.900 y +31%), Nueva York, Hong Kong, Los Ángeles, Tokio y Seúl.

Hacia la mitad de la tabla, se encuentran Toronto (8.600 y +19%), Frankfurt (7.200 y +28%) y Berlín (7.200 y +42%). Ambas ciudades alemanas beneficiándose del traslado de empresas motivado por el *Brexit*. Madrid, junto con Estocolmo, Ámsterdam y otras ciudades europeas, se queda muy por debajo, con un volumen de inversión que no llega ni al 10% de ciudades como París o Nueva York y con una caída de volumen de un -55%, debido a la inestabilidad regulatoria y política y a la falta de políticas e incentivos para atraer la inversión institucional, a pesar de una buena perspectiva de crecimiento de su PIB (Producto Interior Bruto).

En términos de evolución de rentas dentro del ciclo de mercado, resulta muy interesante la información contenida en el *European Office Property Clock Q4 2018*, elaborado por la consultora inmobiliaria JLL, que se incluye a continuación en la figura 49. El reloj muestra la posición de las distintas ciudades en el ciclo de variación de rentas, según el cuadrante en que se sitúen y la posición relativa dentro de éste. Por ejemplo, Madrid y Barcelona, junto con otras ciudades están pasando del momento de fuerte crecimiento de rentas a una etapa de crecimiento más moderado, mientras que Londres (distrito de la *City*) está en el punto máximo del ciclo de subida y a punto de iniciar la fase de caída de rentas. [JLL, 2019]⁴⁵

Fig. 49 – European Office Property Clock Q4 2018. Evolución rentas por ciudades
Fuente: JLL, enero de 2019

En cifras globales acumuladas, el volumen total de activos inmobiliarios en manos de inversores institucionales podría superar a finales de 2018 los 11 billones de dólares USD (trillones americanos) de los que un 53% aproximadamente podrían estar invertidos de forma directa o a través de fondos no cotizados en bolsa, mientras que el 47% restante lo estarían a través de instrumentos cotizados, tales como REITs, SOCIMIs y otras compañías inmobiliarias cotizadas. [LaSalle I.M., 2017]⁴⁶

En la figura 50 siguiente puede apreciarse el tamaño de los mercados inmobiliarios institucionales de mayor volumen, por países, en el que destacan particularmente Estados Unidos, China y Japón.

Fig. 50 – Tamaño de los mercados inmobiliarios institucionales más relevantes
Distribución entre vehículos cotizados y no cotizados.

Fuente: Lasalle Investment Management, 2017. [LaSalle I.M., 2017]⁴⁷

El gráfico siguiente indica las preferencias de distribución de la inversión inmobiliaria institucional por regiones y su evolución en el periodo 2015-2018. Se observa como los recursos que provienen de los inversores institucionales condicionan, de modo relevante el volumen de inversión asignado a cada región, en línea con lo señalado por las tablas anteriores. Queda patente que el peso de la inversión institucional es determinante en su distribución geográfica. De nuevo se observa el enorme poder de captación de Norte América y Reino Unido, que casi iguala a todo el resto de Europa.

Fig. 51 – Preferencias distribución Inversión inmobiliaria institucional por regiones

Fuente: Cornell University and Hodes Weill Associates, The Institutional Real Estate Allocations Monitor, 2018. [Cornell R.E. Review, 2108]⁴⁸

También cabe señalar la tendencia de las instituciones a invertir una parte significativa de su capital en la misma región global en la que tienen su sede. Todo ello se puede apreciar claramente en los diagramas de flujos de inversión que se incluyen en el epígrafe 1.6.5., figuras 60 a 72.

La figura 52 refleja el tamaño de los mercados de inversión bajo gestión profesional, en el ámbito global, para los países más relevantes. El mercado de EE.UU. no se ha incluido en el gráfico por su gran tamaño (2.974.000 millones de USD, 2,974 billones españoles), para evitar desvirtuar la escala de la gráfica.

Fig. 52 – Volumen de los principales mercados inmobiliarios en 2017

Fuente: elaboración propia con datos de MSCI *Real Estate Market Size 2017*. Junio 2018 [MSCI, 2018]⁴⁹

En conjunto, el tamaño del mercado global ha crecido un 15% en 2017, desde un volumen de 7,4 billones (españoles) de dólares USD a final de 2016 a 8,5 billones de dólares al terminar 2017, del que un 5,3% se debe a la fluctuación del cambio del dólar frente a otras monedas.

En cifras absolutas, el mayor crecimiento se produjo en el mercado de EE.UU, con un incremento de 244.000 millones de dólares, sin embargo, el mayor incremento porcentual tuvo lugar en España, con un aumento del 39% respecto al año anterior, del que un 14% se debió a la apreciación del euro frente al dólar y otro 9% a causa de la subida del valor de los activos.

1.5.10. Causas de las diferencias de desarrollo entre los diversos países

Dentro de los países occidentales, las diferencias de desarrollo de la inversión institucional y sus diversos vehículos están motivadas fundamentalmente por la estructura de los sistemas de previsión social y su balance entre el sistema de reparto y el de ahorro. Como se explica en detalle en los apartados 2.2.2. y 3.2. existe una clara correlación entre la *Tasa de Sustitución* de los sistemas públicos y privados de previsión social, el ahorro en fondos de pensiones y la inversión inmobiliaria institucional, de modo que en los países donde predomina el sistema de reparto, la inversión inmobiliaria institucional es mucho más reducida.

Otra causa importante de este diferente desarrollo es la legislación vigente en cada estado, en materia de fondos de pensiones, seguros de vida y jubilación e instrumentos de ahorro y muy especialmente su fiscalidad, que incentiva o desincentiva la contribución de los ciudadanos y las empresas a estos sistemas.

Por supuesto, la estructura social y económica, el PIB y la Renta per Cápita son también elementos que contribuyen a generar diferentes ratios de inversión inmobiliaria.

Por último, la forma mayoritaria de tenencia de la vivienda, en propiedad o en arrendamiento, tiene también una influencia decisiva al canalizar una parte importante del ahorro de los ciudadanos a la adquisición de su propia vivienda en lugar de orientarlo hacia el ahorro a través de estos instrumentos.

Como rango orientativo puede señalarse que la media de inversión inmobiliaria en terciario en la UE está en torno al 1,0% del PIB, en España es sólo de un 0,53%, mientras que, en Suecia, en el primer puesto del ranking, alcanza el 3,3%.

1.6. ORIGEN, DESTINO Y FLUJOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA Y MERCADOS

1.6.1. Inversión institucional versus Inversión total

Como puede verse en 1.2.6., la cuota de inversión inmobiliaria institucional, respecto a la inversión inmobiliaria total en inmobiliario terciario, varía a lo largo de los años, dependiendo de la fase del ciclo en que se encuentre el mercado.

Ya se ha explicado que en las primeras etapas tras la salida de la crisis predominan los inversores de perfil *Opportunity*, que poco a poco, con el avance del ciclo van dejando paso a otros inversores de perfil más moderado, de tipo *Value Added*, para finalmente ceder el testigo a los inversores más conservadores, de perfiles *Core* y *Core+*.

En todo caso, las cifras que se muestran en los diagramas de elaboración propia del apartado 1.2.6., correspondientes a la inversión inmobiliaria en terciario en España, en el periodo 2013 – 2017, muestran que el porcentaje de inversión abarcado por los inversores institucionales, incluyendo los fondos soberanos está siempre por encima del 50% de la inversión total, llegando, en el último año al 61% de ella.

En la figura 50 del apartado 1.5.9., se muestra el tamaño de los mercados inmobiliarios institucionales de los países más relevantes y su distribución entre vehículos cotizados y no cotizados.

1.6.2. Segmentación por productos: oficinas, comercial, residencial, hotelero, logístico, dotacional e infraestructuras

La distribución de la inversión inmobiliaria institucional por tipo de producto es muy variable y depende de la evolución de los distintos ciclos económicos e inmobiliarios en

cada uno de los mercados locales, así como de los cambios en la economía y en las necesidades sociales en cada etapa.

Las rentabilidades por arrendamiento obtenidas en cada uno de estos productos en el área de Madrid y su evolución en el periodo 2007-2019 se indican en el apartado 1.3.4. figuras 37, 38 y 39 de este documento. En el gráfico siguiente se muestran los retornos totales (arrendamiento + ganancia de capital) correspondientes a cada tipo de producto en los diferentes países, en su moneda local, para el año 2017.

Fig. 53 – Retorno total de inversión de productos inmobiliarios, por países

Fuente: MSCI, KTI. *Global Real Estate Performance in 2017*. [MSCI IPD, 2018]⁵⁰ Datos en moneda local

Como ejemplo de la segmentación por productos, se incluye a continuación un gráfico que muestra la evolución de la inversión inmobiliaria en España en los últimos 10 años, en el que se aprecia la variación del volumen total y el efecto de la crisis financiero-inmobiliaria de 2007, así como la recuperación a partir del año 2013. Pueden verse como la inversión se diversifica con la aparición de nuevos productos, que antes de la crisis tenían poca relevancia, como sectores de inversión, tales como el hotelero, el residencial en rentabilidad y los sectores alternativos (otros), entre los que cabe citar: hospitales y centros sanitarios, residencias de estudiantes y de tercera edad, almacenes, aparcamientos, centros educativos y otros equipamientos públicos y privados.

En ambos gráficos, figuras 53 y 54, se puede constatar un cambio en los criterios de asignación de los inversores, reduciéndose el porcentaje de inversión adjudicado a las oficinas, producto tradicionalmente preferido, e incrementando significativamente la inversión en *retail* (comercial) y especialmente en logístico, hotelero y en los sectores alternativos antes citados.

EVOLUCIÓN VOLUMEN DE INVERSIÓN EN ESPAÑA POR SECTORES

Fig. 54 – Evolución y distribución de inversión inmobiliaria en España 2007-2018Fuente: CBRE, 2018-2019. *Real Estate Market Outlook España 2018 y 2019*. [CBRE, 2018 y 2019]⁵¹

El gráfico siguiente muestra la evolución del volumen de inversión directa en activos de oficinas en Madrid y Barcelona en el periodo 2002 – 2016, excluyendo las operaciones corporativas. Puede apreciarse el efecto de la crisis, que sufre un decalaje hasta el año 2009, debido a la venta de la sede del Banco Santander en 2008 por importe de 1.900 millones de euros, lo que desvirtúa la cifra de ese año.

Fig. 55 – Evolución de inversión en oficinas en Madrid y Barcelona 2002–2016

Fuente: elaboración propia JFC Real Estate Advisors con datos propios y de JLL 2017

La figura siguiente refleja la distribución por tipo de producto del volumen de inversión asignado por los fondos soberanos al sector inmobiliario a nivel global y su evolución en el periodo 2009 – 2016.

Fig. 56 – Inversión inmobiliaria de fondos soberanos por tipo de producto 2018

Fuente: Instituto de Empresa e ICEX, Sovereign Wealth Funds Lab, 2018 [Garzón, F. (ICEX) y Santiso, J. (IE), 2018]⁵²

La distribución por tipo de activo en 2018 se muestra en el gráfico siguiente, en el que se observa que el producto que ha captado un mayor volumen de inversión ha sido el *retail* (comercial) con un 34%, seguido de las oficinas (27%), hotelero (19%), logístico (10%), usos alternativos (6%) y, en último lugar residencial (4%). Sin embargo, en 2015 la asignación fue: 34% al sector de oficinas, 20% al comercial, 12% al logístico, 9% al hotelero y 24% a otros.

Fig. 57 – Distribución de inversión inmobiliaria por tipo de producto 2018

Fuente: BNP Paribas Real Estate, *At a glance Inversión España T4 2018* [BNP Paribas, 2018]⁵³

1.6.3. Mercados emisores y receptores. Principales flujos

La tabla de la figura 58 y el gráfico de la figura 59 indican la distribución de flujos de inversión inmobiliaria de entrada (*in*) y salida (*out*) en las principales regiones globales, con datos de 2018 y cifras en millones de dólares USD.

Europa y Norteamérica aparecen como las regiones que generan y reciben un mayor volumen de inversión, mostrando una gran correlación entre ellas: NA destina el 83% de su volumen de salida a EU y ésta lo hace también en un 83% a la anterior.

Asia se sitúa como la tercera región por volumen, recibiendo mayor volumen de inversión de NA que de EU, sin embargo, en los últimos años ha pasado de invertir más en NA a hacerlo en EU.

La región Pacífico, que básicamente corresponde a Australia, recibe gran parte de su inversión exterior desde AS y NA y emite la suya hacia NA y AS, aunque en 2016 lo hacía hacia EU.

Oriente Medio ha pasado en los últimos dos años de recibir capitales procedentes de Asia a captarlos de EU y emite los suyos hacia EU y en menor medida hacia NA, lo que hace un par de años era al contrario.

Sudamérica tiene actualmente en AS su principal emisor y NA como receptor, aunque esta situación era diferente en años anteriores, especialmente en 2013 y 2014, en los que EU tuvo un papel relevante como emisor (2013) y receptor (2014) de capitales desde esta región.

Por último, África envía casi todo su volumen de inversión a EU y lo recibe de AS y ME.

Esta distribución de flujos cambia de forma apreciable con el transcurso de los años, según las circunstancias económicas y de los mercados inmobiliarios de cada una de las regiones y sus perspectivas de evolución.

Tanto los volúmenes de inversión como sus orígenes y destinos reflejan una alta correlación con las características de los sistemas de previsión social de cada área y/o país, como se analiza en el siguiente capítulo.

Región	In/Out	Inv Total	Inv Inter-Reg	% Int-Reg/Tot	Origen/Destino
Europa EU	In	367.963	84.219	22,9%	60% NA, 26% AS, 10% ME, 3% AF, 1% P, 1% SA
	Out	122.723	23.369	19,0%	83% NA, 11% AS, 4% P, 1% AF
Norteamérica NA	In	554.693	39.924	7,2%	49% EU, 41% AS, 8% ME, 2% P, 1% SA, 1% AF
	Out	105.391	61.023	57,9%	83% EU, 13% AS, 3% P, 1% SA
Asia AS	In	105.715	11.212	10,6%	72% NA, 24% EU, 4% P
	Out	60.985	43.434	71,2%	51% EU, 37% NA, 9% P, 2% SA, 1% AF
Pacífico P	In	22.447	7.089	31,6%	55% AS, 30% NA, 15% EU, 1% AF
	Out	1.657	1.461	88,2%	56% NA, 32% AS, 13% EU
Oriente Medio ME	In	368	248	67,4%	100% EU
	Out	11.474	11.474	100,0%	73% EU, 27% NA, 1% AF
Sudamérica SA	In	1.727	1.231	71,3%	76% AS, 24% NA
	Out	364	364	100,0%	87% NA, 13% EU
África AF	In	1.252	91	7,3%	64% AS, 36% ME
	Out	2.910	2.889	99,3%	97% EU, 2% NA, 1% P

Fig. 58 – Flujos de inversión inmobiliaria en terciario por regiones

Fuente: elaboración propia, con datos de CBRE, 2018 en USD [CBRE, 2018]⁵⁴

Fig. 59 – Flujos de inversión inmobiliaria en terciario por regiones

Fuente: elaboración propia, con datos de CBRE, 2018 en MUSD. [CBRE, 2018]⁵⁵

1.6.4. Previsiones de evolución futura

Como ya se ha indicado en 1.3.1., las previsiones a medio plazo señalan que las cuotas de inversión que los inversores institucionales asignan actualmente al *real estate* y que se cifran actualmente alrededor de un 10% de su patrimonio, sufrirán un incremento muy significativo a medio plazo. El informe de la Universidad de Cornell y Hodes Weill Association 2018 [Cornell University & Hodes Weill, 2108]⁵⁶ indica que los *family offices* ya alcanzan en 2018 una adjudicación del 16% al inmobiliario y las estimaciones de PWC (Price Waterhous Coopers) fijan en un 20% la ratio de estabilización esperada para los *portfolios* institucionales, lo que indica un potencial de crecimiento muy importante, en línea con las consideraciones de esta Tesis.

1.6.5. Mapas y diagramas de flujos de inversión. Gráficos y curvas comparativos

A continuación, se incluyen una serie de mapas y diagramas que reflejan los principales flujos de inversión inmobiliaria de entrada y salida por continentes y para el caso específico de España y de algunos otros países relevantes.

Estos datos han sido la fuente utilizada para elaborar la tabla resumen de la figura 58 y el gráfico de la figura 59.

Fig. 60 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Europa

Fuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁵⁷

Fig. 61 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Norteamérica

Fuente: CBRE, 2018 [CBRE, 2018]⁵⁸

Fig. 62 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Sudamérica

Fuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁵⁹

Fig. 63 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Asia
Fuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁶⁰

Fig. 64 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Pacífico
Fuente CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁶¹

Fig. 65 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Oriente Medio
Fuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁶²

Fig. 66 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT África
Fuente: CBRE, 2018 [CBRE, 2018]⁶³

Fig. 67 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional España IN/OUTFuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁶⁴ **Fig. 68** – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Alemania IN/OUTFuente: CBRE, 2018. [CBRE, 2018]⁶⁵

Fig. 69 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Francia IN/OUT
Fuente: CBRE, 2016. [CBRE, 2016]⁶⁶

Fig. 70 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Holanda IN/OUT
Fuente: CBRE, 2016. [CBRE, 2016]⁶⁷

Fig. 71 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Reino Unido IN/OUT
Fuente: CBRE, 2016. [CBRE, 2016]⁶⁸

Fig. 72 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Estados Unidos IN/OUT
Fuente: CBRE, 2016. [CBRE, 2016]⁶⁹

CAPÍTULO 2

SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL

2.1. CONTEXTO SOCIAL

La reducción de la natalidad, el alargamiento de la vida y la tardía incorporación al mundo laboral, hacen necesario incrementar el ahorro destinado a la previsión social y optimizar su gestión, lo que contribuirá a recuperar y reutilizar el patrimonio urbano obsoleto, creando una intensa actividad y nuevos puestos de trabajo. El cambio paulatino del sistema público de pensiones basado en el *Criterio de Reparto* piramidal a sistemas públicos y/o privados basados en el *Criterio de Ahorro* a largo plazo, equilibrará la denominada *Tasa de Sustitución*.

La adecuada gestión de estos capitales, con un doble objetivo de rendimiento económico y utilidad social, puede contribuir a un tiempo a recuperar y reutilizar el patrimonio arquitectónico obsoleto y a la creación de una intensa actividad, con la consiguiente traducción en la generación de puestos de trabajo.

En este proceso será relevante el inevitable paso escalonado del sistema público de pensiones, basado en el *Criterio de Reparto* piramidal, que goza casi de exclusividad en muchos países de nuestra cultura, a sistemas públicos y/o privados, pero basados en el *Criterio de Ahorro* a largo plazo, mal llamados sistemas de capitalización, de modo que la denominada *Tasa de Reemplazo* o *Tasa de Sustitución* vaya alcanzando un mayor equilibrio entre los componentes basados en los citados criterios, tal como se desarrollará más adelante.

2.1.1. Pirámides de población

En España, la evolución poblacional previsible se muestra en las figuras 73 y 74, en las que se aprecia cómo la parte más ancha de la pirámide pasa de la edad de 30 años en 2009 a 35-39 años en la actualidad, a 50-54 años en 2029, a la de 75 años en 2052 y 85 a 89 en 2064. La tradicional pirámide se convierte en una *Camiseta de Población (T-Shirt)*.

La población mayor de 64 años se multiplicaría por más de 2 en 50 años, pasando del 18,2% actual al 24,9% en 2029 y al 37,0% en 2052 y al 38,7% en 2064 llegando a la cifra

de 15,8 millones de personas. La mitad superior de la pirámide reflejaría un incremento de población, mientras que en la inferior sucedería lo contrario. Todos los grupos de edad por encima de los 70 años crecerían, dándose los mayores crecimientos en edades avanzadas. Así, el grupo de mayores de 64 años se incrementará un 89,0% hasta 2052.

Sin embargo, hasta ese mismo año y en las edades comprendidas entre 16 y 64 años España habría perdido un 32,0% respecto a la actualidad y un 26,0% de la población entre 0 a 15 años.

El proceso de envejecimiento de la población en España se acelera por el descenso de la natalidad, sin resultar compensado por el saldo migratorio positivo (negativo hasta hace pocos años).

Como consecuencia, en 2049 por cada 10 personas en edad de trabajar en España, habrá otras 9 personas sin actividad, entre los menores de 16 años y los mayores de 64, por lo que la *Tasa de Dependencia* aumentaría hasta el 89,6%, desde el 47,8% estimado en 2010. Si se considera la *Ratio de Dependencia* entre los trabajadores activos y los pensionistas, los valores pasan de un rango del 20-40% actual a un 40-80% en 50 años.

Fig. 73 – Proyección de la población en España 2012-2052
Fuente INE, 2012. [INE, 2012]⁷⁰

Fig. 74 – Proyección de la población en España 2014-2064

Fuente INE, 2014. [INE, 2014]⁷¹

2.1.2. Edades de jubilación y vida laboral

En España, tras la reforma del sistema de pensiones de 2011, la edad de jubilación teórica pasará gradualmente de los 65 años a los 67 en 2027. Actualmente se encuentra en los 65 años y 8 meses para los que hayan cotizado menos de 36 años y 9 meses o a los 65 años si se ha cotizado por un periodo superior. Sin embargo, la edad efectiva media de jubilación se encuentra en los 62,7 años, debido fundamentalmente a las jubilaciones anticipadas. El objetivo del INSS o Instituto Nacional de la Seguridad Social es retrasar al menos en un año la jubilación efectiva media, sin modificar la edad legal de jubilación a los 67 años.

En los países de la Unión Europea (+ Noruega), la edad legal de jubilación varía actualmente entre los 60 años en Austria y Polonia, sólo para las mujeres y los 67 en Suecia y Noruega, con el rango de distribución que se indica a continuación:

- 60 años: Austria y Polonia, sólo para mujeres
- 63 años: Chequia y Hungría
- 65 años: Bélgica, Dinamarca y Polonia (hombres)
- 65-66 años: España, Alemania, Irlanda, Holanda y Reino Unido
- 66-67 años: Finlandia, Francia, Italia, Portugal y Grecia
- 67 años: Suecia y Noruega (61 y 62 respectivamente para la pensión garantizada)

Hasta hace pocos años, era relativamente frecuente la existencia de diferentes edades de jubilación para hombre y mujeres, en algunos casos con diferencias sustanciales en el número de años exigido. Así en Austria es de 60 años en las mujeres y 65 para los hombres, diferencia que se irá reduciendo paulatinamente (3 meses por año) hasta

desaparecer en 2033. Lo mismo sucede en Polonia, donde está previsto, sin embargo, que esta diferencia se mantenga indefinidamente. En Reino Unido existió la misma diferencia que en Austria hasta 2018 en que se igualó a los 65 años. En Italia la diferencia era de 62 en las mujeres a 66 en los hombres, actualmente igualada en 66,6 años para ambos sexos.

En la mayoría de estos países la tendencia es la de incrementar la edad legal de jubilación gradualmente hasta los 67 años y en algunos casos hasta edades más avanzadas, según el siguiente esquema:

- Hasta los 65 años: Chequia (2030), Hungría (2030), Austria (ya 65) y Polonia (ya 65)
- Hasta los 67 años: España (2027), Bélgica, Alemania (2029), Francia (2023), Suecia (ya 67) y Noruega (ya 67)
- Hasta los 68 años: Reino Unido (2063) e Irlanda (2030)
- Más de 69 años: Portugal (69,6 en 2070)
- Hasta los 71 años: Finlandia (2070)
- Más de 71 años: Italia (71,1 en 2070), Holanda (71,2 en 2070), Grecia (72,6 en 2070)
- Hasta los 74 años: Dinamarca (2070)

[Comisión Europea, 2018]⁷²

En otros países relevantes de la OCDE, las edades legales de jubilación actuales y su evolución prevista se mueven en un abanico mucho más estrecho, tal y como se muestra a continuación:

- Edad actual 65 años sin variación prevista: Canadá, Chile, México, Japón, Nueva Zelanda y Suiza
- Edad actual 65 años y evolución futura hasta 67 años: Australia
- Edad actual 66 años y evolución futura hasta 67 años: Estados Unidos

[OCDE, 2017]⁷³, [OCDE, 2018]⁷⁴

Con respecto a la carrera laboral o número de años de cotización exigidos para alcanzar la jubilación con el 100% de la pensión, también varía entre los diferentes países: en Alemania, Austria y Bélgica se exigen 45 años de cotización, En Francia un mínimo de 41,5 a 43 años a implementar gradualmente entre 2020 y 2035, en Italia 42 y 10 meses para hombres y 41 y 10 meses para mujeres, 40 años de contribución en Portugal, Grecia y Suecia (para la pensión garantizada y 30 para la contributiva), 37 en España, 35 en Chequia y 30 en el Reino Unido. [BBVA Pensiones, 2014]⁷⁵ y [Comisión Europea, 2018]⁷⁶

2.1.3. Esperanza de vida

La esperanza de vida se define como el número de años medio que las personas de una cierta edad pueden esperar vivir, si siguen los parámetros de envejecimiento y mortalidad, en función de su sexo, que prevalecen en un determinado país, para un año concreto.

Se trata de uno de los factores que tiene una influencia más importante en la viabilidad futura de los sistemas de pensiones, y su constante incremento durante el siglo XX y XXI, debido a los enormes avances de la medicina y de la prevención, es uno de los grandes logros de la humanidad. Este crecimiento tiene como consecuencia la necesidad de

aumentar proporcionalmente el volumen de reservas necesario para cubrir las prestaciones de jubilación y salud correspondientes.

Con el alargamiento de la vida de media de los individuos, no sólo aumenta el número de años en los que deben recibir la pensión de jubilación, sino también el coste de las prestaciones de salud que se tornan más complejas, frecuentes y costosas, a medida en que avanza la edad de los beneficiarios de las mismas. El avance de la ciencia médica y de la bioingeniería, al tiempo que alarga la esperanza de vida, da lugar a la aparición de tratamientos y equipos médicos cada vez mas sofisticados y caros, que producen un significativo aumento de los costes de asistencia sanitaria, mayor aún en las edades más avanzadas de la población.

En el quinquenio 2015-20, la esperanza de vida media al nacer es de 78,3 años para los hombres y de 83,4 años para las mujeres. Se estima que la esperanza de vida a los 65 años crezca durante los próximos 45 años en 4,6 años para los hombres y 4,2 para las mujeres.

En 2015-20, la esperanza de vida media en los países de la OCDE a la edad de 65 años es de 18,2 años para los hombres y de 21,3 años para las mujeres. Según el crecimiento esperado citado en el párrafo anterior, en 2060-65 las mujeres de 65 años esperarían vivir una media de 25,5 años más, mientras que los hombres tendrían una esperanza de vida a dicha edad de 22,8 años adicionales.

En la Unión Europea a 27 UE27, la esperanza de vida al nacer en 2015 era de 76,7 años para los hombres y de 82,6 para las mujeres.

En la figura siguiente se muestra la esperanza de vida de hombres y mujeres al nacer en los distintos países de la OCDE y en algunos de los no pertenecientes a esta organización. Se aprecia como Japón y España son los dos países con una esperanza de vida al nacer más elevada, mientras que los últimos lugares de la tabla son ocupados por Letonia y Turquía en la OCDE y por India y Sudáfrica fuera de ella. [OCDE, 2017]⁷⁷ y [Comisión Europea, 2018]⁷⁸.

Fig. 75 – Esperanza de vida al nacer. Hombres y mujeres nacidos entre 2015 y 2020

Fuente: OCDE *Society at a Glance*, 2017 con datos de United Nations, *World Population Prospects* – 2017 [OCDE, 2017]⁷⁹

2.1.4. Tendencias y evolución en el contexto internacional. Ratio de Dependencia

En los epígrafes anteriores ya se han puesto de manifiesto algunas de las tendencias en lo concerniente a la evolución de los sistemas de previsión social y de las circunstancias sociales a las que deben responder, pero quizá uno de los factores más relevantes y que mejor refleja estas previsiones de evolución es el denominado *Ratio de Dependencia* o *Support or Dependency Ratio* en inglés. En palabras sencillas esta ratio puede definirse como la relación entre trabajadores activos y pensionistas (*Support Ratio*) o como su inverso si se utiliza el concepto de *Dependency Ratio*. En términos más estrictos, la OCDE define el *Old Age Dependency Ratio* como la relación porcentual entre el número de individuos de edad igual o superior a 65 años y el número de persona en edad de trabajar, definidas como las que se encuentran entre los 20 y los 64 años de edad.

La evolución de esta ratio depende de las tasas de mortalidad y fertilidad y de la inmigración y su tendencia es continuar sufriendo un incremento considerable en el futuro.

Los valores medios de esta ratio en los países de la OCDE han pasado del 13,9 % en 1950 al 19,5% en 1975, 22,5 % en 2000, 27,9% en 2015, estimándose un crecimiento hasta el 53,2 % en 2050 y 58,6 % en 2075. Los valores medios para los países de la Unión Europea a 28 EU28 son ligeramente superiores: 30,0% en 2015 y 58% en 2075.

Japón es el país con una ratio más elevada: 46,2 en 2015 y una proyección del 75,3% en 2075.

Finlandia y Francia tienen ratios actuales altas del 35,0% y 33,3% respectivamente, pero su estimación para 2075 es menos desfavorable, debido a sus políticas de fomento de la natalidad: 54,7% y 55,8% respectivamente. En cambio, España con una ratio en 2015 del 30,6%, tiene una previsión de llegar a un 70,4% en 2075, debido a su baja tasa de fertilidad y a la ausencia de incentivos y ayudas a la natalidad.

Dentro de la OCDE, México y Turquía son los países más jóvenes con ratios en 2015 de 11,4% y 13,4% respectivamente, si bien su expectativa para 2075 supera también el 50%.

Fuera de la OCDE, India, Indonesia y Sudáfrica tienen ratios actuales por debajo del 10%, con un pronóstico para 2075 del 37,0%, 32,0% y 29,0% respectivamente. [OCDE, 2017]⁸⁰

Otra tendencia que se observa en la evolución de los sistemas de previsión social es la introducción de determinados mecanismos automáticos de ajuste que sirven para compensar, en cierta medida la evolución de la ratio de dependencia, ajustando la cuantía y condiciones de percepción de las pensiones de jubilación a la evolución de determinados parámetros demográficos o económicos. De entre ellos los más utilizados son los siguientes:

Factor de sostenibilidad: vincula el importe inicial de la pensión a la evolución de la esperanza de vida. Ha sido ya introducido por la Administración de ocho países de la Unión Europea, entre otros España (su aplicación prevista a partir de 2019 se ha retrasado).

Mecanismo automático de ajuste: desconecta la evolución de las pensiones del IPC o índice de inflación y lo sujeta a otros parámetros determinados, en general basados en incrementos fijos más reducidos. Este criterio sólo se ha introducido por cuatro países de la UE: Suecia, Alemania, Lituania y España.

Edad legal de jubilación asociada a la esperanza de vida: establece un mecanismo de variación de la edad de jubilación en función de la evolución de la esperanza de vida. Se ha adoptado ya por ocho países de la UE.

2.1.5. Movimientos migratorios y su influencia

En general, los movimientos migratorios tienen una influencia positiva en términos de estructura poblacional para los países receptores, ya que mejoran las tasas de fertilidad y aumentan la población en edad activa, lo que disminuye la ratio de dependencia, si bien incrementan el coste asistencial. Esta contribución se tiene naturalmente en consideración por los organismos de análisis antes citados, para evaluar sus proyecciones a medio y largo plazo en términos de evolución de la población y sus parámetros asociados, así como en la estimación de las necesidades de cobertura de los sistemas de previsión social y sus previsiones de crecimiento.

Las previsiones para la Unión Europea es que el flujo de inmigración continuará siendo elevado en el periodo 2016-2070, si bien con una paulatina tendencia a ir reduciéndose hacia el final del periodo. Las cifras medias estimadas por la Comisión Europea varían desde 1,4 millones anuales en 2015 y 2016, 1,1 millones anuales en 2030, 0,9 millones en 2060 y 0,8 millones en 2070, lo que representa un porcentaje de un 0,3% a un 0,2% anual de su población y un valor acumulado de un 11,3% de su población actual en el periodo 2016-2070, [Eurostat, 2015 – *Based population projection*]⁸¹.

2.2. SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL

2.2.1. Sistemas de capitalización/ahorro y de reparto

Tal y como se ha expuesto anteriormente en el epígrafe 1.1.2., *Los sistemas de capitalización o de ahorro (Funded Systems)* consisten en que los partícipes realizan sus contribuciones a lo largo de su vida laboral y, por lo tanto, durante un largo periodo de tiempo, mientras que las prestaciones empiezan a recibirse normalmente muchos años después de haber realizado las aportaciones, lo que da lugar a la formación de una masa de ahorro que puede invertirse a largo plazo y que genera unos rendimientos que aumentan de forma muy considerable el capital acumulado.

Por el contrario, en los *sistemas denominados de reparto (Pay-as-you-go, PAYGO o PAYG)*, todas las aportaciones realizadas se consumen inmediatamente en pagar las prestaciones de los individuos que ya han generado el derecho a las mismas, funcionando como un sistema piramidal en el que las contribuciones de los partícipes que están en edad laboral activa se consumen totalmente en sufragar las prestaciones de los pasivos. De este modo no se genera ningún ahorro y por lo tanto no existe ninguna posibilidad de inversión ni de

obtención de rendimientos, de manera que el sistema es económicamente mucho más ineficiente.

Dentro de los Sistemas de Capitalización pueden distinguirse dos grandes modalidades:

- **Capitalización Individual:** Cada partícipe constituye su propia masa de ahorro independiente en función de sus aportaciones, que se invierte separadamente de acuerdo con los criterios de inversión establecidos por el fondo. La masa de ahorro y rendimientos generada corresponde en exclusiva al partícipe que la creó.
- **Capitalización Colectiva:** Normalmente se emplea en planes de pensiones en los que los partícipes pertenecen a un mismo colectivo. Las aportaciones realizadas por todos los partícipes se acumulan en una única masa de ahorro, que se invierte, de forma conjunta, según los criterios de inversión definidos por el plan. El capital acumulado más los rendimientos obtenidos se distribuyen entre los partícipes de forma proporcional a las aportaciones realizadas y al tiempo de permanencia de las mismas en el plan.

Desde el punto de vista de la relación entre las contribuciones realizadas al sistema durante la vida activa y las prestaciones recibidas tras la jubilación, hay básicamente dos modalidades:

- **DB *Defined Benefit* o Prestación Definida:** El importe de la pensión de jubilación está definido en función del número de años de cotización y de la base de cotización media durante un cierto periodo de la vida laboral, que suele oscilar entre 15 años y toda la vida laboral. Este sistema es el empleado por la mayor parte de los sistemas de reparto.
- **DC *Defined Contribution* o Contribución Definida:** Las aportaciones realizadas se acumulan en una cuenta individualizada de ahorro y juntamente con los rendimientos obtenidos por su inversión generan una masa de capital, cuyo rendimiento determina el importe de la pensión a percibir. En este caso la prestación no es fija, ya que depende del montante de las contribuciones realizadas y del rendimiento obtenido por su inversión. [OCDE, 2017]⁸², [Coggan Ph, 2011]⁸³

En el siguiente gráfico puede verse la rentabilidad neta de inflación de los fondos de pensiones en el conjunto de la OCDE, que alcanzó en 2017 una media del 6,6%, variando del -1,8% en la República Checa hasta el 14,5% en Polonia. En España fue del 2,2%, habiendo caído desde el 8,0% en 2014. Estos niveles de rentabilidad apoyan la ventaja comparativa ya indicada de los sistemas de capitalización frente a los de reparto, en los que todas las aportaciones de los partícipes se gastan en pagar las pensiones de los pasivos, sin que pueda producirse ningún tipo de ahorro que se pueda rentabilizar.

Fig. 76 – Rentabilidad de los fondos de pensiones (neta de inflación) 2017

Fuente: OCDE *Pension Markets in Focus 2018* pgs. 19 y 39 [OCDE. 2018]⁸⁴

2.2.2. Sistemas públicos versus sistemas privados

Para entrar en el análisis de este tema es importante definir el concepto de *Tasa de Sustitución*. Se denomina *Tasa de Reemplazo en el sistema de pensiones*: también llamada *Tasa de Sustitución*, al porcentaje correspondiente a la cantidad que percibe una persona cuando accede a la jubilación en comparación con los ingresos que recibía cuando se encontraba en activo, en valores medios para el conjunto de los trabajadores. Mediante la Tasa de Reemplazo del sistema de pensiones se puede evaluar la disminución de renta que se produce por la jubilación.

La *Tasa de Sustitución* media de las pensiones públicas en la OCDE es del 41,3%. Sumando las pensiones privadas obligatorias (11,6%) alcanza el 52,9% y añadiendo los sistemas privados voluntarios (4,7%), la tasa supone el 57,6%. En comparación, España es el país de la OCDE con la *Tasa de Sustitución* de la pensión pública más elevada (82,0%), habiendo superado recientemente a Austria que hasta 2013 estaba por delante, mientras que, en consecuencia, el patrimonio de fondos de pensiones se sitúa en 2016 tan sólo en un 9,5% de su PIB, cuando en la OCDE la media es del 85,3% y en países como Holanda del 181%.

TASA BRUTA DE SUSTITUCIÓN EN CADA SISTEMA						Activos en fondos de pensiones privados (2016)
	Sistema público	Sistema privado obligatorio	Total obligatorio	Sistema privado voluntario	TOTAL	
México	3,9	21,4	25,3		25,3	15,6
Japón	35,1		35,1		35,1	29,4
Corea	39,3		39,3		39,3	9,9
Chile		32,8	32,8		32,8	70,1
Polonia	43,1		43,1		43,1	8,3
Estonia	28,5	22,0	50,5		50,5	
Australia	13,5	30,9	44,4		44,4	120,9
Grecia	66,7		66,7		66,7	0,7
Nueva Zelanda	40,1	12,4	52,5	14,1	66,6	23,7
Portugal	73,8		73,8		73,8	9,9
Finlandia	55,8		55,8		55,8	49,1
Suiza	23,3	16,9	40,2		40,2	127,9
Suecia	37,0	19,0	56,0		56	8,6
Bélgica	46,6		46,6	13,3	59,9	5,9
Luxemburgo*	56,4		56,4		56,4	2,9
Alemania	37,5		37,5	12,5	50,0	6,8
Francia	55,4		55,4		55,4	0,6
Noruega	44,0	5,9	49,9		49,9	10,2
Turquía	75,7		75,7		75,7	4,7
Eslovaquia	38,9	26,1	65,0		65,0	
Reino Unido	21,6		21,6	29,8	51,4	95,3
Media OCDE	41,3	11,6	52,9	4,7	57,6	85,3
Italia	69,5		69,5		69,5	7,2
Islandia	3,4	65,8	69,2		69,2	144,5
Canadá	36,7		36,7	29,3	66,0	86
Israel	11,8	49,3	61,1		61,1	55,7
Hungría	58,7		58,7		58,7	
ESPAÑA	82,0		82,0		82,0	9,5
EE.UU.	36,2		36,2	32,6	68,8	81,0
Austria	78,1		78,1		78,1	6,0
Dinamarca	21,5	44,3	65,8		65,8	47,3
Irlanda	34,7		34,7	30,3	65,0	40,0
Rep. Checa	49,0		49,0		49,0	
Holanda	27,1	66,4	93,5		93,5	181,8

Fig. 77 – Tasa de Sustitución por países de la OCDE

Trabajador con ingresos medios que, accediendo hoy al mercado laboral, completa el periodo de cotización

Fuente: adaptado de INVERCO informe febrero 2018 pg. 14 y 16 con datos OCDE, *Pensions at a glance* 2015

En Portugal, la situación es similar a la de España, con una TS es del 73,8%, estando íntegramente soportada por el sistema público, representando el patrimonio de los FP el 9,9% de su PIB.

Llaman la atención algunos países que ya han ido haciendo la transición del sistema de reparto público a los de ahorro privados, como es el caso de Holanda, con una TS pública de un 27,1% a la que se suma una TS del sistema privado obligatorio de un 66,4%, totalizando una TS del 93,5%

Fig. 78 – Tasa de Sustitución pública y privada (OCDE 2015)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pgs. 16, con datos OCDE

En Iberoamérica, Chile tiene una TS del 32,8% para el sistema privado obligatorio, representando sus FP un porcentaje del 70,1% de su PIB. México alcanza una TS del 25,3% de la que un 3,9% corresponde al sistema público y un 21,4% al privado obligatorio, alcanzando sus FP un 15,6% del PIB. [INVERCO, 2018]⁸⁵

En el gráfico de la figura 78 se clasifican los diferentes países según que su sistema de pensiones sea de reparto, de capitalización o mixto, lo que permite apreciar el reparto de *las Tasas de Sustitución* correspondientes a cada uno de los sistemas, con independencia de que se trate de sistemas públicos o privados.

Además de los factores demográficos específicos, el efecto del envejecimiento de la población sobre la sostenibilidad del sistema público de pensiones es mayor cuanto más elevada es la contribución del sistema público a la *Tasa de Sustitución*, lo que va asociado habitualmente a un reducido desarrollo de los sistemas privados y por ende del volumen de inversión en fondos de pensiones. A ello hay que añadir el incremento del gasto sanitario con la edad y el encarecimiento de los modernos y sofisticados tratamientos médicos y de los equipos tecnológicos precisos, auspiciados por el desarrollo de la ingeniería biomédica.

En la figura siguiente se muestra la relación inversa entre el patrimonio de los fondos de pensiones respecto al PIB y la *Tasa de Sustitución* del sistema público. En España estas cifras son respectivamente del 9,5% y del 82,0%. Obsérvese el contraste entre países como España, Austria, Hungría e Italia con *Tasas de Sustitución* públicas muy altas y bajo patrimonio de fondos de pensiones con la situación contraria en otros como Holanda, Islandia, Chequia o Australia.

Fig. 79 – Tasa de Sustitución bruta del sistema público (%)

Fuente: INVERCO, Informe febrero 2016 pg. 34, con datos OCDE (*Pension markets in focus 2015* con tasas brutas de sustitución actualizadas en *Pensions at a glance 2013*)

Las pensiones públicas en España han experimentado una revalorización del 1,6% en 2017 y 2018, según la variación del índice de precios al consumo IPC, al haberse derogado la revalorización fija establecida en el 0,25%, alcanzando así la pensión máxima en 2019 un valor de 37.231,74 euros anuales (2.659,41 euros x 14 pagas) y la mínima (sin cónyuge) 9.483,6 euros anuales equivalentes a 677,40 euros x 14 pagas.

En la actualidad, la Administración Pública española está analizando si algunas prestaciones del sistema público que hoy día se financian con cargo a las cotizaciones a la Seguridad Social, podrían pasar a financiarse con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, es decir vía impuestos.

A mayor abundamiento y siempre según la misma fuente, aunque los fondos de pensiones en España han experimentado un incremento de patrimonio durante los cinco últimos años, alcanzando su máximo histórico (111.077 millones de euros) al cierre del ejercicio 2017, gracias a un crecimiento del 4% anual, esta cifra es muy inferior al nivel de crecimiento medio mundial que fue de un 7%. En 2017, tras haberse reducido desde el 12% de años anteriores (2015)

Es interesante señalar que, según la Memoria publicada por la Administración Tributaria en 2014, en España, un 75,6% de los aportantes a fondos de pensiones declara rentas inferiores a 42.000 euros y hasta un 88,3% inferiores a 60.000 euros, lo que hace patente el interés de la población por este tipo de sistemas de previsión, especialmente en los niveles medios de renta. [INVERCO, 2018, pg. 36]⁸⁶

2.2.3. Rango e importe de coberturas

En relación con las pensiones públicas, el importe de las coberturas de jubilación varía mucho entre los diferentes países europeos, debido a la diferente proporción entre los sistemas públicos de reparto y los privados obligatorios o voluntarios de capitalización, así como al reparto entre las diferentes *Tasas de Sustitución*, como ya se ha explicado en el apartado anterior.

Los importes de la pensión mínima procedente del sistema público varían desde los 430 €/mes en Portugal a los 1.475 €/mes de Luxemburgo. En España este importe es actualmente de 789 €/mes x 14. La media en Europa es de 400 €/mes

En cuanto a las pensiones públicas máximas, España tiene una de las más elevadas de la Unión Europea, alcanzando en 2019 la cifra de 2.659 €/mes x 14. La media UE es de 1.500 €/mes

Las pensiones medias están alrededor de los 1.000 €/mes. En España es de 1.077 €/mes x 14, en Alemania 1.003 €/mes y en Francia 1.086 €/mes

Como puede verse, las pensiones públicas en España están entre las más elevadas de Europa, debido a la preponderancia de su sistema público de reparto y a su alta *Tasa de Sustitución*, en detrimento del sistema privado de ahorro, prácticamente inexistente.

2.2.4. Análisis comparativo del contexto internacional

Las familias europeas tienen constituido un porcentaje de ahorro financiero sobre el PIB de sus países superior al de los hogares españoles (Media europea 239% versus 188% la española). Sobresalen especialmente Reino Unido, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Suecia e Italia que alcanzan un volumen de activos financieros superior al 250% de su PIB, como se aprecia en la figura 99. [INVERCO, 2018]⁸⁷

Las familias españolas acumulan una inversión en Planes de Pensiones y seguros de un 15,9% del total de su ahorro, muy por debajo del mismo dato en las europeas que es de

un 38,7%. Lo contrario sucede en términos de depósitos y efectivo, siendo en España de un 41,2% versus el 29,9% en Europa. (Ver figura 88). [INVERCO, 2018]⁸⁸

Otro fenómeno distintivo de la inversión colectiva en España, respecto a otros países, es que las familias detentan una porción muy elevada de los fondos de inversión domésticos, llegando a 9,7 millones de partícipes privados (19% más que en el año anterior), mientras que los inversores institucionales sólo tienen un 20% de participación en los mismos. Por el contrario, un 71,9% del patrimonio de los Fondos de Inversión europeos y un 45% de los de Estados Unidos están en manos de inversores institucionales. [INVERCO, 2016]⁸⁹

A nivel global, en 2017 el patrimonio total de Fondos y Sociedades de Inversión (IIC) alcanzó los 41,1 billones de euros y el de los fondos de pensiones 26,1 billones de euros. Estos datos corresponden a un incremento del 7%, inferior al de años anteriores que fue del 12% en años anteriores para los fondos de pensiones y del 13% para las IIC. El patrimonio de ambos totalizó los 67,2 billones de euros. [INVERCO, 2018]⁹⁰

Fig. 80 – Patrimonio de la inversión colectiva - IIC y FP (a nivel mundial)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 11

En los últimos 25 años se ha producido un notable incremento del volumen de ahorro privado destinado a la previsión social, pasando de 3 billones de euros en 1990 a 67,2 billones de euros en 2017, lo que supone multiplicar la cifra de 1990 por más de 22, que representa un crecimiento medio del 12,13% anual. [INVERCO, 2018]⁹¹

Fig. 81 – Fondos de pensiones (a nivel mundial), por continentes

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 11, con datos IIFA, OCDE, FMI

En el gráfico anterior puede observarse el enorme desarrollo de los fondos de pensiones en Norteamérica (EE.UU. y Canadá) derivado de la escasa importancia de los sistemas de previsión social públicos, mientras que, en Europa, con mayor población, el patrimonio de los FP es mucho menor, ya que se complementa con las pensiones públicas obligatorias. En Asia el volumen de los FP es mucho menor, a pesar de su ingente población, debido a la falta de sistemas de protección social públicos y privados en la mayoría de los países, también motivado por los índices mucho más bajos de renta per cápita y de RDB. Estas mismas causas son el origen del escaso patrimonio de los FP en Iberoamérica, unido a su menor volumen poblacional.

En España el patrimonio de la IIC (sin incluir los FP) llegó en 2017 a 463.886 millones de euros, lo que representa un 1,12% del volumen mundial, pero su incremento en 2017 fue de un 17,7% y de un 45% en los últimos 3 años, lo que nos irá acercando poco a poco a la media internacional.

Los fondos de pensiones en España alcanzan en 2017 un patrimonio de 111.077 millones de euros, lo que representa sólo al 0,43% del volumen mundial, siendo su crecimiento en 2017 de tan sólo un 4% que, por el contrario, nos alejará cada vez más de las medias mundiales que crecen un 7% en ese mismo año, pero han tenido crecimientos del 12% en los años anteriores. [INVERCO, 2018]⁹²

Fig. 82 – Patrimonio de los fondos de pensiones en España

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 31 e informe febrero 2016 pg. 45

La cifra de aportaciones brutas a Planes de Pensiones en España en 2017 fue de 4.970 millones de euros y las prestaciones de 4.543 millones de euros, lo que arroja un saldo neto de aportaciones de 427 millones de euros.

La evolución de activos de las IIC y de los FP en España se muestra en la tabla y gráficos siguientes:

EVOLUCIÓN PATRIMONIO INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA. IIC Y FP

PATRIMONIO (Millones de euros)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Variación 2017	
									Mill €	%
Fondos de Inversión	144.203	132.267	126.523	157.546	196.805	220.299	235.718	263.207	27.489	11,7%
Mobiliarios	138.080	127.772	122.322	153.834	194.844	219.877	235.341	262.847	27.506	11,7%
Inmobiliarios	6.123	4.495	4.201	3.713	1.961	421	377	360	-17	-4,5%
Sociedades Inversión	26.477	24.458	24.120	28.199	33.165	34.803	33.501	32.679	-822	-2,5%
Mobiliarias (SICAV)	26.155	24.145	23.836	27.331	32.339	34.082	32.794	32.058	-736	-2,2%
Inmobiliarias (SII)	322	312,5	284,1	868,2	826,3	721	707	620	-87	-12,3%
IIC Extranjeras*	48.000	45.000	53.000	65.000	90.000	118.000	125.000	168.000	43.000	34,4%
Total IIC	218.680	201.725	203.644	250.746	319.969	373.101	394.219	463.886	69.667	17,7%
Sistema Individual	52.548	51.089	53.160	57.911	64.254	68.012	70.487	74.378	3.891	5,5%
Sistema de Empleo	31.238	31.067	32.572	33.815	35.262	35.548	35.431	35.796	365	1,0%
Sistema Asociado	971	836	795	1.005	940	958	921	903	-18	-2,0%
Total FONDOS DE PENSIONES	84.757	82.992	86.528	92.730	100.457	104.518	106.839	111.077	4.238	4,0%
TOTAL INVERSIÓN COLECTIVA	303.437	284.717	290.171	343.476	420.426	477.620	501.058	574.962	73.904	14,7%
Variación anual	-3,2%	-6,2%	1,9%	18,4%	22,4%	13,9%	4,9%	14,7%		

* Datos INVERCO estimados, incluyendo inversores institucionales

Fig. 83 – Evolución patrimonio inversión colectiva en España. IIC y FP

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 19

Fig. 84 – Evolución patrimonio. Inversión colectiva en España. IIC y FP

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 19

Los datos que se muestran en la tabla y gráfico anteriores respecto a los Fondos Inmobiliarios y Sociedades Inmobiliarias se refieren únicamente a los FII (Fondos de Inversión Inmobiliarios) y a las SII (Sociedades de Inversión Inmobiliaria). Ambos instrumentos de inversión que fueron regulados por la *Ley 19/1992 de 7 de julio sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria*. BOE 168 de 14.07.1992, modificada por la legislación posterior Texto Consolidado 28.04.2015.

Estos instrumentos, como se ve en la tabla, han perdido gran parte de su vigencia en la actualidad, debido al deterioro sufrido a causa de la crisis 2007-2013 y a la obsolescencia de su regulación, habiendo sido sustituidos por las nuevas SOCIMIs, en las que se ha concentrado la mayor parte de la inversión inmobiliaria desde su creación a principios del año 2014 y que se analizan en el epígrafe 1.2.4 de esta Tesis.

En el contexto mundial, la inversión institucional colocada en Fondos de Inversión y fondos de pensiones supera el 43,8% de la capitalización total de la renta fija y la variable y una cifra mucho más importante en el volumen de negociación de los mercados, otorgándole un papel esencial en la financiación y liquidez de la economía global. Los activos de las IIC y FP, representan el 102,3% del PIB mundial, según muestra la figura 80, cifrado por el FMI en 66 billones de euros para 2017. [INVERCO, 2018]⁹³

Respecto a los fondos de pensiones, su patrimonio anual en 2017, a nivel mundial (último dato disponible), era de 26,1 billones de euros, lo que significa un incremento del 7,0% en euros. Su rentabilidad neta de inflación en el conjunto de la OCDE alcanzó en 2017 una media del 6,6%, variando del -1,8% en la República Checa hasta el 14,5% en Polonia. En España fue del 2,2%. Estos niveles de rentabilidad apoyan la ventaja comparativa de los sistemas de capitalización frente a los de reparto, en los que todas las aportaciones de los partícipes se gastan en pagar las pensiones de los pasivos, sin que pueda producirse ningún tipo de ahorro que se pueda rentabilizar.

Como ya se ha indicado anteriormente, La *Tasa de Sustitución* media de las pensiones públicas en la OCDE es del 41,3%. Sumando las pensiones privadas obligatorias (11,6%) alcanza el 52,9% y añadiendo los sistemas privados voluntarios (4,7%), la tasa supone el 57,6%. En comparación, España es el país de la OCDE con la *Tasa de Sustitución* de la pensión pública más elevada (82,0%), habiendo superado recientemente a Austria que hasta 2013 estaba por delante, mientras que, en consecuencia, el patrimonio de fondos de pensiones se sitúa en 2016 tan sólo en un 9,5% de su PIB, cuando en la OCDE la media es del 85,3%.

En la siguiente figura puede verse el patrimonio de los FP respecto a su PIB en cada uno de los países de la OCDE. Sólo en Holanda, Islandia, Suiza y Australia supera el tamaño de su PIB, mientras que en 16 países queda por debajo del 25% del mismo. Sorprende el porcentaje tan bajo de países como Suecia, Noruega, Alemania, Austria, Italia, Bélgica, Luxemburgo y Francia. Las razones para estas cifras tan bajas son variadas y se centran en la existencia de otros instrumentos de previsión social alternativos, como las mutualidades empresariales y laborales en Alemania, la elevada *Tasa de Sustitución* del sistema público de pensiones en Austria (la segunda más alta de la OCDE), la preferencia por otros instrumentos de ahorro/inversión, más flexibles como los fondos de inversión, SIVCAVs, etc. o la falta de incentivo que las legislaciones de algunos países otorgan a los fondos de pensiones.

Fig. 85 – Patrimonio fondos de pensiones vs. PIB (%) 2016

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 14, con datos de OCDE.

En España el número de partícipes en fondos de pensiones en 2017 fue de 8,0 millones, habiéndose reducido en medio millón de personas desde el año 2015. La edad media es de 50 años, siendo el 31,0% de edad inferior a los 45 años y el 49,5% de edades entre 46 y 60 años. Sólo el 19,0% tienen más de 61 años de edad. El 57,4% de los partícipes son hombres, frente a un 42,6% de mujeres. Un total de 14.434 entidades han promovido planes de pensiones, dando lugar a 2.557 planes y 1.626 fondos de pensiones. [INVERCO, 2018]⁹⁴

NÚMERO DE CUENTAS PARTICIPES. EVOLUCIÓN

Fig. 86 – Evolución número de cuentas de partícipes en fondos de pensiones

Fuente: INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 33

Estos datos indican que sólo un 42,38% de la población activa y ocupada es partícipe de un Plan de Pensiones, porcentaje muy inferior a países similares al nuestro, en los que alcanza entre el 80 y el 100%.

El siguiente gráfico muestra el porcentaje del ahorro financiero que se destina por las familias a fondos de pensiones y seguros de jubilación. Igualmente puede verse como España está en el grupo de países con un peso inferior de estos instrumentos, aunque casi se ha duplicado desde 2014 a 2016.

Fig. 87 – Fondos de pensiones sobre el total de activos financieros (%). 2016

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 9, con datos OCDE

Fig. 88 – Activos financieros de las familias europeas (%).2016

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 9, con datos EFAMA

En España el total de inversión en fondos de pensiones y seguros representa un 15,9 % de la inversión total en activos financieros de las familias, muy por debajo de la media europea que es de un 38,7%.

2.2.5. Ahorro privado/institucional y financiero/inmobiliario: Mapas y gráficos

La recuperación y posterior mejora de la confianza de los consumidores, como resultado de un sentimiento más positivo sobre el futuro de la economía y las buenas perspectivas de empleo, ha determinado un incremento del consumo privado de un 2,4%, que ha llevado consigo, a su vez, una reducción de la Tasa de Ahorro (TA) respecto a la Renta Disponible (RDB). En la tabla y gráfico siguientes puede verse la caída de la Tasa de Ahorro de un 13,4% de la RDB en el 4º T de 2009 a un 6,1% en el 4ºT de 2017, siendo la más baja desde 2008 y por debajo de la media desde el año 2000 (9,5%). Además, se sitúa muy por debajo de la media de la Zona Euro (12,1%) y muy alejada de la de Alemania, máxima de la Zona Euro (17,0%)

TASA DE AHORRO (TA) VERSUS RENTA DISPONIBLE BRUTA (RDB)

Trimestre	Renta disponible bruta (RDB)		Ahorro bruto	
	Mill €	% Variación interanual	Mill €	% sobre RDB TASA DE AHORRO
IV-2001	460.021	7,1%	47.820	10,4%
IV-2002	488.315	7,4%	50.666	10,4%
IV-2003	524.353	6,3%	62.841	12,0%
IV-2004	557.354	6,1%	59.357	10,6%
IV-2005	591.488	5,8%	55.099	9,3%
IV-2006	625.742	4,0%	49.414	7,9%
IV-2007	650.741	5,4%	38.378	5,9%
IV-2008	686.073	1,9%	56.942	8,3%
IV-2009	698.869	-1,5%	93.606	13,4%
IV-2010	688.395	0,8%	69.462	10,1%
IV-2011	694.224	-3,2%	74.674	10,8%
IV-2012	672.120	-0,8%	58.768	8,7%
IV-2013	666.602	0,9%	66.214	9,9%
IV-2014	672.537	0,4%	64.635	9,6%
IV-2015	687.000	4,0%	65.000	9,5%
IV-2016	699.336	1,8%	59.445	8,5%
IV-2017	713.353	2,0%	43.515	6,1%

Fig. 89 – Tasa de ahorro (TA) vs. renta disponible bruta (RDB)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 5 e INE

Fig. 90 – Tasa de ahorro (TA) vs. renta disponible bruta (RDB)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 5 e INE

Como puede verse en el gráfico, existe una correlación entre la variación de la Renta Disponible y el porcentaje de la Tasa de Ahorro respecto a ella. Cuando la RDB modera su crecimiento, pero éste es positivo, la TA también decrece, como sucede en el periodo 2003-2007, sin embargo, cuando la variación de la RDB entra en terreno negativo, es decir la RDB decrece, entonces la TA se incrementa significativamente, como ocurrió en los años 2009 y 2011, en estos casos con un decalaje de anticipación de casi un año. Es decir, cuando la percepción de las familias es que su RDB va a disminuir, refrenan el gasto en consumo e incrementan su TA, tomando precauciones por si la situación se deteriora en el futuro. Cuando el crecimiento la RDB vuelve a entrar en terreno positivo, al principio se incrementa la TA como en 2013, pero a medida que la RDB crece y se recupera la confianza, la TA vuelve a reducirse, como se ve en el periodo 2014-2017.

A partir de 2012, se ha venido produciendo un incremento del patrimonio de las familias españolas, tanto en lo tocante a su vertiente financiera como a la inmobiliaria, recuperando una parte significativa de la pérdida sufrida durante la crisis. Así, en 2017, la riqueza financiera neta de los hogares se sitúa en un 115% y la inmobiliaria en un 424% ambas del PIB. Debido a la caída de valor sufrida por los inmuebles en los años precedentes, este dato se ha reducido considerablemente desde su máximo en 2007 que era de un 585% del PIB.

Sin embargo, el patrimonio financiero neto (valor de los activos financieros menos las deudas contraídas) se recuperó mucho más rápidamente, subiendo del 99% del PIB en 2006 al 104% ya en 2013 y al 115% en 2017.

Fig. 91 – Endeudamiento de las familias españolas (% RBD)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero de 2018 pg. 6 y anexo 1, con datos INE y Banco de España

Fig. 92 – Riqueza financiera neta e inmobiliaria de los hogares españoles (% PIB)

Fuente: INVERCO, Informe febrero de 2016. pg. 12 con datos Banco de España 2018

El esfuerzo de desapalancamiento de las familias españolas ha producido una reducción de su deuda desde un 144% de la RDB en 2007 (máximo histórico) a un 100% a finales de 2017 (por debajo de los niveles precrisis: 114,7% en 2005), que es sólo ligeramente superior a la media de los países de la Zona Euro, e inferior al de países como Dinamarca, Holanda, Irlanda, Suecia o Reino Unido.

Fig. 93 – Endeudamiento de los hogares europeos (% RDB)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero de 2018 pg. 6, con datos EUROSTAT

Fig. 94 – Activos financieros vs. no financieros

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero de 2016 pg.13, con datos Banco de España y OCDE. 2012

En el gráfico anterior se aprecia que en España la composición del ahorro se ha concentrado tradicionalmente en los activos inmobiliarios, mientras que en la mayoría de los países avanzados sus recursos están más diversificados.

Por ejemplo, en EE.UU. los datos de 2012 asignan por encima de un 70% del ahorro de las familias a activos financieros. Al contrario que en España donde un 73% de los activos que poseen los hogares son inmobiliarios.

Fig. 95 – Riqueza total de las familias sobre su renta disponible (%)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2016 pg. 14, con datos OCDE

La asignación del ahorro en los hogares españoles, muy escorada hacia los bienes inmuebles, dio lugar a una erosión mayor de su patrimonio total durante la pasada crisis que en los países que destinan una mayor proporción a la inversión financiera. Durante los 6 años de crisis 2007-13, los hogares españoles vieron su patrimonio reducido en más de un 30%, por la caída de valor de sus inmuebles, mientras que, en aquellos con mayor porcentaje de ahorro financiero, las familias conservaron o incluso aumentaron su patrimonio total.

Esta estructura de ahorro viene determinada por el régimen de tenencia de la vivienda habitual, que en España es de un 78% en propiedad frente al alquiler. La comparación con otros países se muestra en el siguiente gráfico:

Fig. 96 – Población con vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad en Europa

Fuente: Eurostat. (2018). *Estadísticas sobre vivienda: Distribution of population by tenure status* (Distribución de población por régimen de tenencia). [Eurostat, 2108]⁹⁵. Datos 2016

En los países en los que el porcentaje de vivienda en propiedad es más alto, las familias disfrutaban de un nivel más bajo de activos financieros per cápita, como se muestra en el siguiente gráfico:

Fig. 97 – Activos financieros per cápita (€). 2016

Fuente: adaptado de: INVERCO, Informe febrero de 2018 pg. 8, con datos OCDE

Los patrones de ahorro de las familias en los distintos países europeos tienden a mantenerse en el tiempo, sin cambios porcentuales significativos. El siguiente gráfico refleja las tasas de ahorro bruto sobre su RDB de las familias europeas por países.

Fig. 98 – Tasas de ahorro bruto de los hogares europeos respecto a su RDB. 2016

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero de 2016 pg. 17, con datos Eurostat 2016

La ratio de activos financieros respecto al PIB de los hogares españoles está por debajo de la media europea, así como de la mayor parte de los países de nuestro entorno, como puede apreciarse en el gráfico siguiente.

Fig. 99 – Activos financieros brutos de las familias europeas (% PIB)

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero de 2018 pg. 9, con datos EFAMA

2.3. ASPECTOS LEGALES Y FINANCIEROS

2.3.1. Influencia de la legislación vigente de aplicación

La legislación vigente en España, tanto en materia de Seguridad Social como en la regulación de los fondos de pensiones, seguros de jubilación y otros instrumentos de ahorro a largo plazo, es determinante en como está estructurado el sistema de pensiones, con una total preponderancia del sistema público de reparto.

El elevado porcentaje de aportación a la Seguridad Social obligatorio hoy día en España, que supera un 36,0% del salario bruto recibido por el trabajador, entre la cotización de la empresa y del empleado, drena completamente las posibilidades de ahorro para la jubilación y hace imposible para la gran mayoría de los ciudadanos la aportación a un sistema complementario.

Por otro lado, la fiscalidad que grava las aportaciones y prestaciones de los fondos de pensiones en España está entre las más elevadas de la OCDE, contando con unas desgravaciones muy reducidas. En el gráfico siguiente se comparan los incentivos fiscales en los países de la OCDE y puede verse como España está a la cola con un 9% y muy lejos de los porcentajes máximos que llegan al 51% y también de la media de la OCDE que está en torno al 30% de desgravación.

Este gráfico deja patente la voluntad de las autoridades españolas de privilegiar el sistema de pensiones público de reparto, con menoscabo del apoyo a los sistemas de ahorro, en contra de la tendencia seguida por la mayor parte de los países de nuestro entorno.

Por ello y como se indica con mayor detalle en el apartado 6.3.2 de esta Tesis, es necesario abrir una profunda reflexión para trazar un plan viable que permita ir pasando paulatinamente y sin graves consecuencias desde el sistema actual de reparto a un sistema mixto con un peso más importante del ahorro, que permita garantizar la sostenibilidad del sistema a largo plazo y encajar los cambios demográficos que se están produciendo. Para ello habrá que hacer una profunda remodelación de la legislación vigente, como se indica más adelante.

Fig. 100 – Incentivos fiscales a los fondos de pensiones en los países de la OCDE

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 18

2.3.2. Contribución del sistema bancario y asegurador

En esta línea de actuación, la colaboración de la Administración Pública con las compañías aseguradoras y las entidades bancarias es muy importante, a fin de encauzar de forma adecuada y con las obligadas garantías de seguridad y rentabilidad, la gran masa de ahorro que este cambio de sistema generará.

A lo largo de esta Tesis se han explicado las características de los fondos de inversión institucionales, su funcionamiento y procedimientos de control, en las diferentes modalidades y legislaciones de nuestros países vecinos, que pueden aportar modelos de éxito en los que apoyarse para la reforma del sistema español.

La legislación vigente que regula estas instituciones tendrá que adaptarse a los estándares internacionales, permitiendo mayor flexibilidad en sus inversiones e introduciendo los necesarios incentivos fiscales que animen a los ciudadanos y obliguen a las empresas a dedicar la parte necesaria de sus recursos a contribuir a estos sistemas de previsión social.

2.3.3. Optimización de rentabilidad versus Incremento coste de previsión social

En España la rentabilidad media anual en 2017 de los Planes de Pensiones alcanzó en el 2,77%, en línea con la de los fondos de inversión que fue del 2,64%. Teniendo en cuenta que la inflación anual fue del 1,1%, los Planes de Pensiones obtuvieron una revalorización neta en el año.

Los Planes Individuales de Renta Variable y Renta Variable Mixta, obtuvieron una rentabilidad anual del 8,8% y 4,5% respectivamente. Los Planes del Sistema de Empleo y Asociado sólo produjeron una rentabilidad anual del 3,2% y 3,0%.

La rentabilidad media anual en el largo plazo (25 años) alcanzó el 4,5% para el total de Planes. Siendo en el medio plazo (5 y 10 años) de un 4,4% y 2,2% anual respectivamente. [INVERCO, 2018]⁹⁶

RENTABILIDADES MEDIAS ANUALES PONDERADAS DE LOS PLANES DE PENSIONES A 31/12/2017							
RENTABILIDAD (%)	25 AÑOS	20 AÑOS	15 AÑOS	10 AÑOS	5 AÑOS	3 AÑOS	1 AÑO
SISTEMA DE EMPLEO	5,19	3,60	3,88	3,14	4,78	2,98	3,19
SISTEMA ASOCIADO	5,53	3,85	4,44	2,95	4,98	2,70	2,99
SISTEMA INDIVIDUAL	4,01	2,70	2,85	1,83	4,18	1,88	2,56
Renta Fija Corto plazo	3,88	1,81	1,03	1,13	0,75	0,03	-0,11
Renta Fija Largo plazo	3,78	2,24	2,15	2,69	2,64	0,30	0,11
Renta Fija Mixta	4,00	2,33	2,27	1,33	2,62	1,04	1,50
Renta Variable Mixta	5,21	3,98	4,30	2,45	5,32	3,10	4,54
Renta Variable	-	2,91	4,94	2,26	9,58	6,30	8,83
Garantizados	-	-	3,08	2,73	6,38	1,08	0,41
TOTAL PLANES DE PENSIONES	4,49	3,00	3,27	2,23	4,39	2,25	2,77

Fig. 101 – Rentabilidades medias anuales de los planes de pensiones

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2018 pg. 39. Datos 31.12.2017

En la siguiente tabla tomada del informe de la OCDE *Pensions at a Glance* 2013 puede verse la previsión de evolución del gasto público en pensiones respecto al su PIB en el periodo 2010-2060.

Puede apreciarse el importante aumento del gasto público previsible debido al envejecimiento de la población, que en España alcanzará un aumento del 3,6% hasta 2060.

Como ya se ha visto en el apartado 2.2.2., además de los factores demográficos específicos, el efecto del envejecimiento de la población sobre el gasto público en pensiones es mayor cuanto más elevada es la contribución del sistema público a la *Tasa de Sustitución*, lo que va asociado habitualmente a un reducido desarrollo de los sistemas de ahorro y por ende del volumen de inversión en fondos de pensiones.

Por otro lado, la evolución gasto público en pensiones en % PIB prevista para el periodo 2010-2060 en los países de la OCDE pasa del 9,3% al 11,4%, estimándose para el grupo de países EU27 del 10,8% al 13,2%. La previsión para España es del 10,1% al 13,7%. [OCDE, 2013]⁹⁷

GASTO PÚBLICO EN PENSIONES (% PIB). Proyecciones 2010-2060							
	2010	2020	2030	2040	2050	2060	Variación 2010-2060
Luxemburgo	9,2	10,8	14,0	16,5	18,1	18,6	9,4
Bélgica	11,0	13,1	15,5	16,5	16,7	16,6	5,6
Austria	14,1	15,1	16,7	16,5	16,4	16,1	2,0
Finlandia	12,0	14,0	15,6	15,2	14,9	15,2	3,2
Francia	14,6	14,4	14,9	15,2	15,1	15,1	0,5
Hungría	11,9	11,5	11,1	12,1	13,5	14,7	2,8
Grecia	13,6	13,7	14,1	14,9	15,4	14,6	1,0
Italia	15,3	14,5	14,5	15,6	15,7	14,4	-0,9
Noruega	9,3	11,6	12,9	13,7	13,9	14,2	4,9
ESPAÑA	10,1	10,6	10,6	12,3	14,0	13,7	3,6
Alemania	10,8	10,9	12,0	12,7	13,0	13,4	2,6
EU 27	10,8	11,1	11,9	12,6	13,1	13,2	2,4
Portugal	12,5	13,5	13,2	13,1	13,1	12,7	0,2
Rep. Checa	9,1	8,7	8,9	9,7	11,0	11,8	2,7
Irlanda	7,5	9,0	9,0	10,0	11,4	11,7	4,1
Holanda	6,8	7,4	9,1	10,4	10,4	10,4	3,6
Suecia	9,6	9,6	10,1	10,2	9,9	10,2	0,6
Polonia	11,8	10,9	10,9	10,3	10,0	9,6	-2,2
Dinamarca	10,1	10,8	10,7	10,3	9,6	9,5	-0,6
Reino Unido	7,7	7,0	7,7	8,2	8,2	9,2	1,5
Estonia	8,9	7,7	8,2	8,1	8,0	7,7	-1,1
Rusia	7,1	8,9	9,0	8,4	7,5	6,9	-0,2
Corea	0,9	1,4	2,5	3,9	5,5	6,5	5,6
Canadá	5,0	5,8	6,6	6,5	6,3	6,2	1,2
EE.UU.	4,6	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	0,1
Sudáfrica	1,3	1,8	1,7	1,6	1,5	1,4	0,1
Brasil	8,5				15,8		
Media OCDE	9,3	9,7	10,5	11,1	11,4		
Suiza	6,3	6,8	8,1	8,6	8,6		
Argentina	5,9				8,6		
N. Zelanda	4,7	5,3	6,7	7,7	8,0		
Islandia	4,0				6,9		
Austria	3,6	3,7	4,3	4,7	4,9		
China	2,2				2,6		
India	1,7				0,9		

Fig. 102 – Gasto público en pensiones (% PIB). Proyecciones 2010-2060

Fuente: adaptado de INVERCO, Informe febrero 2016 pg. 32, con datos OCDE: *Pensions at a glance* 2013.

2.3.4. Evolución previsible y aconsejable

En el horizonte internacional han aparecido algunos elementos que están generando dudas sobre la evolución de la economía. La ralentización del crecimiento en China, las barreras arancelarias al comercio internacional, la inestabilidad política en algunos países, el *Brexit*, la desconfianza en la solvencia de la banca europea, etc. han generado una reacción a la baja en los índices bursátiles.

El BCE, con objeto de estimular la recuperación de la economía e impulsar el crédito, ha extendido su programa de compra de deuda hasta finales de 2018, reduciendo los tipos de interés y su facilidad de depósito.

Las estimaciones de crecimiento del PIB según datos del FMI para la Zona Euro en 2018 son del 2,0%, y del 1,9 en 2019. Para EE.UU. del 2,9% en 2018 y 2,5 en 2019 y para Japón del 1,1% en 2018 y del 0,9 en 2019. La previsión de crecimiento para España del 2,7% en 2018 descendiendo al 2,2 en 2019. Estos datos indican una ligera desaceleración respecto a los años anteriores, que se acentuará en este año 2019 [FMI, 2018]⁹⁸.

Como se indica en la figura 83, en el ejercicio 2017, el volumen de activos de las IIC en España alcanzó los 463.886 millones de euros, que significa un aumento del 17,7% respecto al año anterior.

Respecto a los fondos de pensiones el incremento en 2017 fue de 4.238 millones de euros (un 4,0% más), terminando el año con 111.077 millones de euros. En todo caso son incrementos muy inferiores a los generados a nivel mundial, superiores al 12,0%. [INVERCO, 2018]⁹⁹

2.3.5. Soluciones viables para la previsión social

Como ya se ha indicado en 2.1.4., la mayor parte de los países están introduciendo ajustes en la regulación de sus sistemas públicos de pensiones, para compensar los efectos desfavorables de la evolución demográfica. Entre estos, se han citado el *Factor de Sostenibilidad*, que vincula el importe de la pensión a la esperanza de vida, el *Mecanismo Automático de Ajuste*, que desconecta la evolución de las pensiones de la tasa de inflación y el *Retraso de la Edad de Jubilación* según el avance de la esperanza de vida. Pero estas correcciones no son suficientes para resolver el aumento de la *Ratio de Dependencia* derivado del cambio de la estructura poblacional.

En los países más avanzados en materia de previsión social, como Holanda, países nórdicos, Alemania, etc. se ha iniciado ya hace bastantes años el paso paulatino del sistema de reparto a los sistemas de ahorro, creando sistemas mixtos de gran éxito y cuyas ventajas ya se han explicado anteriormente y que constituyen la única solución viable para la supervivencia de los sistemas de pensiones.

2.3.6. Coste político y como minimizarlo

Es evidente que esta transformación tendrá un coste político y una repercusión social importantes, como en su día los tuvo la reconversión industrial u otros cambios sociales y económicos profundos que fue necesario introducir, pero, en todo caso, se superaron con éxito, no sin un importante sacrificio, y su resultado fue mejor que las desastrosas consecuencias que se habrían derivado si no se hubieran llevado cabo o se hubieran retrasado en exceso.

Por ello, para poner en marcha este proceso es necesario lograr un amplio consenso de todos los grupos políticos, como se ha intentado sin mucho éxito en el llamado *Pacto de Toledo*, así como aprovechar la experiencia de nuestros vecinos, para diseñar un plan de actuación a medio y largo plazo, que permita llevar a cabo esta transición, minimizando su impacto social y económico.

Entre otras acciones, será imprescindible diseñar un plan de comunicación al conjunto de la sociedad que explique de forma clara la necesidad de estos cambios, sus ventajas para el futuro, en orden a garantizar la viabilidad del sistema, mostrando cuáles serían las consecuencias si no se llevase a cabo en contraposición a los efectos positivos sobre el ahorro, la inversión, la creación de empleo y la revitalización del patrimonio y regeneración urbana, tal como se argumenta en esta Tesis.

CAPÍTULO 3

PREVISIÓN SOCIAL VERSUS INVERSIÓN INSTITUCIONAL

3.1. REFLEJO EN EL DESARROLLO ECONÓMICO, EMPRESARIAL Y SOCIAL

3.1.1. Cifras de volumen de inversión institucional

Como ya se ha indicado en 1.3.1. y 1.6.4., las previsiones a medio plazo señalan que las cuotas de inversión que los inversores institucionales asignan actualmente al *real estate* y que se cifran alrededor de un 10,4% de su patrimonio, sufrirán un incremento muy significativo a medio plazo, estimado entre 20 y 40 bps (puntos básicos) por año. El informe de la Universidad de *Cornell* y *Hodes Weill Association* 2018 [Cornell University & Hodes Weill, 2108]¹⁰⁰ indica que los *family offices* ya alcanzan en 2018 una adjudicación del 16% al inmobiliario y las estimaciones de PWC (Price Waterhouse Coopers) fijan en un 20% la ratio de estabilización esperada para los *portfolios* institucionales, lo que indica un potencial de crecimiento muy importante, en línea con las consideraciones de esta Tesis.

Otros autores como T.M. Craft, establecen, para los planes de pensiones, una asignación ideal al inmobiliario de un 13% en fondos inmobiliarios no cotizados más un 15% adicional en fondos cotizados o REITs, utilizando para ello un modelo de análisis basado en la correlación entre los activos inmobiliarios y la variación de coberturas del plan (*Asset-liability framework model*). [Craft T.M., 2005]¹⁰¹

A esta tendencia hay que añadir que muchos de los inversores institucionales han alcanzado un nivel de exposición al inmobiliario que está por debajo de sus objetivos en aproximadamente 90 puntos básicos *bps*, siendo las compañías de seguros el grupo que se encuentra más lejos de alcanzarlos. Un 60% de los fondos de inversión se encuentra por debajo de sus planes de inversión en unos 200 bps. Esta situación contribuye a generar una masa de capital destinado al inmobiliario que está ya comprometido pero pendiente de invertir, denominado *dry powder*, lo que incrementa el potencial de crecimiento de los recursos destinados a este sector. [Cornell University & Hodes Weill, 2108]¹⁰².

De acuerdo con lo expuesto en 1.5.9., El volumen de inversión global en inmobiliario terciario estimado para 2018 supera los 700.000 millones de dólares USD (700 billions USD), cifra que se ha mantenido bastante estable desde el año 2014. De ellos, 250 corresponden a las Américas, 300 a Europa y Oriente Medio (EMEA) y los restantes 160 a

la región Asia-Pacífico. Estas cifras suponen la práctica recuperación de los volúmenes de inversión anual máximos precrisis que fueron de 305 en Américas, 320 en EMEA y 760 billones americanos a nivel global.

Para esta Tesis partiré de unas cifras de inversión de 710.000 millones de dólares USD a nivel global y de 300.000 millones para EMEA, de los que corresponden a España unos 15.000 millones de dólares (13.000 millones de euros) en 2018.

3.1.2. Traducción al incremento de actividad económica

Para analizar el impacto de la inversión inmobiliaria sobre el conjunto de la actividad económica, se puede tomar como base el análisis que anualmente realiza la institución estadounidense *NAIOP Research Foundation (Commercial Real Estate Development Association)* en colaboración con el instituto *DODG Data & Analytics*, bajo la dirección del profesor Stephen S. Fuller [NAIOP, 2018]¹⁰³

En la tabla insertada a continuación se analiza el impacto del sector inmobiliario en la economía en términos de contribución al PIB, creación y mantenimiento del empleo y masa salarial generada, con relación al volumen de inversión directa inyectado en el sector. Se consideran separadamente cuatro grupos de actividades relacionadas con el inmobiliario: (i) promoción y construcción residencial, no residencial y de infraestructuras, (ii) promoción inmobiliaria en el sector terciario (oficinas, comercial, logístico, industrial, hotelero, alternativos, etc.), (iii) uso y actividad generada en los nuevos inmuebles construidos y (iv) operación y mantenimiento del conjunto de inmuebles de todo tipo existentes.

Se observa como en el mercado de Estados Unidos, el crecimiento medio de la inversión directa en promoción de nuevos inmuebles terciarios ha sido de un 13,31% anual en los últimos 5 años, con un volumen total de inversión en 2017 de 188.750 millones de dólares USD. Hay que destacar también la inversión/gasto directo absorbido por la operación y mantenimiento de los inmuebles existentes, que alcanza la cifra de 155.200 millones de dólares llegando casi a igualar al importe invertido en nuevos edificios. El conjunto de la inversión directa, incluyendo edificación de todos los tipos más infraestructuras superó, en 2017, 1.200 billones americanos de dólares (1,2 billones españoles).

IMPACTO ECONÓMICO DEL INMOBILIARIO TERCIARIO. NAIOP / DODGE 2018

IMPACTO ECONÓMICO DEL INMOBILIARIO TERCIARIO. NAIOP / DODGE 2018

CONCEPTO	SUPERFICIE CONST / AFECT Mill m2	INVERSIÓN DIRECTA Bill USD	CRECIMIENTO MEDIO DESDE 2012	CONTRIBUCIÓN TOTAL AL PIB BILL USD	PORCENTAJE CONTRIBUCIÓN AL PIB	INGRESOS LABORALES Bill USD	EMPLEOS SOPORTADOS/ GENERADOS	EMPLEOS POR MILL USD INV	SUPERFICIE m2 por EMPLEO
Resid, no resid e infraestructuras		1.217,30	3,70%	3.499,00	18,00%	1.108,50	23.400.000	19,22	
Desarrollo inmobiliario terciario	48,64	188,75	13,31%	545,23	2,80%	174,86	3.660.748	19,39	13,29
Uso nuevos inmuebles construidos	48,64			223,79	0,36%	70,90	1.314.600	6,96	37,00
Operación inmuebles existentes	4.308,85	155,20	2,03%	394,10	2,03%	1.129,00	3.952.000	25,46	1.090,30
TOTALES (1)		1.372,50		4.116,89	20,39%	2.308,40	28.666.600		

Fig. 103 – Impacto económico del inmobiliario terciario.

Fuente: elaboración propia, con datos de NAIOP y DODG Data & Analytics, *Economic Impacts of Commercial Real Estate*, 2018. [NAIOP, 2018]¹⁰⁴

En la línea de totales no se ha sumado el desarrollo inmobiliario terciario, ya incluido en la línea anterior.

3.1.3. Proyección sobre el incremento del P.I.B.

En términos de contribución al P.I.B. o Producto Interior Bruto, por cada dólar de inversión directa en inmobiliario, se generan 2,87 dólares de contribución al P.I.B. (*factor multiplicador* o *efecto arrastre*), debido a toda la actividad económica inducida por este sector. Ello da lugar a una contribución total al P.I.B. de un 18 %, generada por la promoción y construcción de inmuebles e infraestructuras, del que un 2,8% corresponde al inmobiliario destinado a usos terciarios. A ello habría que sumar otro 2,0% producido por la operación y mantenimiento de los edificios existentes más un 0,36% causado por la nueva actividad económica que se crea en los nuevos inmuebles construidos, por su propio uso. En total se puede hablar de un porcentaje de contribución al P.I.B. superior al 20%.

El efecto arrastre o factor multiplicador en España sería ligeramente inferior al generado por la economía americana, cifrándose en un 2,28 para la inversión directa en construcción y en un 1,51 para las actividades inmobiliarias. [Asprima e IEE, 2014]¹⁰⁵

En España, la contribución del sector inmobiliario al P.I.B. fue muy elevada en los años anteriores a la crisis del 2007, alcanzando también un porcentaje del 20,0%, pero, a partir entonces, sufrió una gran contracción, situándose en un nivel del 13,0% en el año 2013, del que un 5,4% (41,5%) correspondía a la construcción de edificios y el 7,6% restante (58,5%) a actividades inmobiliarias. El sector constructor ha pasado de suponer un 10,8% del P.I.B. en 2009 a solamente un 5,8 % al final de 2018, con una ligera tendencia a recuperarse desde 2015. En cuanto al resto de actividades inmobiliarias han crecido del 6,9% en 2009 hasta un 10,8 en 2015, pero han bajado posteriormente hasta un 9,6 % en 2018 [Círculo e Empresarios, 2018]¹⁰⁶, [Asprima e IEE, 2014]¹⁰⁷, [INE, 2018]¹⁰⁸.

Si, como se establece en 3.1.1., se toman unas cifras de inversión inmobiliaria en terciario de 700.000 millones de dólares USD a nivel global y de 300.000 millones para EMEA, de los que corresponden a España unos 13.000 millones de euros, la contribución al P.I.B. en cada región se puede obtener aplicando un factor multiplicador similar, de un 2,87%, lo que daría una cifras de 2,0 billones españoles y 861.000 millones de dólares respectivamente, de los que 37.000 millones de euros se generarían en España, equivalentes a un 3,0% de nuestro P.I.B., en línea con las cifras mostradas para Estados Unidos.

3.1.4. Análisis de la generación de puestos de trabajo

De acuerdo con los datos que se muestran en la tabla anterior, la promoción y construcción de nuevos edificios genera una creación media de 19,22 empleos por cada millón de dólares USD de inversión directa (19,39 en los inmuebles de uso terciario), a los que habría que sumar 6,96 empleos a largo plazo, generados por el uso de este tipo de edificios, en función de su actividad económica. Por su parte, la operación y mantenimiento de los inmuebles existentes soporta una media de 25,46 empleos por cada millón de dólares USD aplicado a estas operaciones, mientras que el resto de actividades inmobiliarias producen solamente 2,05 empleos por millón de dólares.

En España estas ratios de creación de empleo son similares, cifrándose en 18,76 empleos directos por inversión en construcción más 11,12 empleos inducidos, por millón de euros de inversión directa, equivalentes a 16,31 y 9,66 empleos por millón de dólares. Respecto a la creación de empleo en actividades inmobiliarias, la ratio estaría en 1,90 empleos directos y 5,90 inducidos, por millón de euros, equivalentes a 1,65 y 5,13 empleos por millón de dólares USB. [Asprima e IEE, 2014]¹⁰⁹

En términos de superficie construida necesaria para crear o soportar un empleo, hace falta construir una superficie de 13,29 m² de uso terciario, para crear un puesto de trabajo. El ulterior uso de estos inmuebles generará un empleo por cada 37,00 m² de nuevo uso terciario desarrollado. La ratio media que resulta de la operación y mantenimiento del patrimonio inmobiliario existente es mucho más reducida, soportando un empleo por cada 1.090,00 m² de superficie operada.

Aplicando estos parámetros a los volúmenes de inversión anual en inmobiliario terciario citados en 3.1.1., considerando que toda la inversión se destinase a construcción y rehabilitación, se obtendrían unas cifras teóricas de creación de empleo directo más inducido del siguiente tenor:

- Ámbito global: 700.000 MUSD x (19,22+6,96) E/MUSD = 18.326.000 empleos
- EMEA: 300.000 MUSD x (19,22+6,96) E/MUSD = 7.854.000 empleos
- España: 15.000 MUSD x (16,31+9,66) E/MUSD = 389.550 empleos

Esas cifras serían mucho menores, si toda la inversión se aplicase a actividades inmobiliarias excluida la construcción y rehabilitación, ya que la tasa de creación de empleo sería de 2,05 empleos por millón de USD (1,65 E/Mill USD en España). Aceptando una distribución 50/50 entre edificación y actividades inmobiliarias y excluyendo el empleo indirecto inducido, las cifras serían de:

- Ámbito global: 700.000/2 MUSD x (19,22+2,05) E/MUSD = 7.444.500 empleos
- EMEA: 300.000/2 MUSD x (19,22+2,05) E/MUSD = 3.190.000 empleos
- España: 15.000/2 MUSD x (16,31+1,60) E/MUSD = 134.325 empleos

Esta cifra teórica se acerca en España a los datos del INE que cifran la creación total de empleo en el sector inmobiliario para 2018 en 114.000 nuevos puestos de trabajo. [Ministerio de Fomento, 2018]¹¹⁰

Adicionalmente a estas cifras, habría que sumar el empleo soportado por la gestión de activos de las instituciones de inversión colectiva (IIC) que, según el informe de la Fundación IINVERCO de febrero de 2016, soporta en España, de forma directa o indirecta, más de 30.000 puestos de trabajo, la mayoría de ellos de alta cualificación. [INVERCO, 2016]¹¹¹

El sector de la construcción representa en España en 2018 el 6,1% del empleo, sin incluir los servicios inmobiliarios, abarcando aproximadamente un 83,5% del empleo en el conjunto del sector. Los servicios inmobiliarios concentrarían el 16,5% restante, con un peso en el conjunto del empleo en España de un 1,20%, lo que arrojaría un total, para el sector cercano al 7,3%. En la UE27, el empleo se reparte en un 86,0% para la construcción

y un 14% para actividades inmobiliarias. [INE, 2018]¹¹², [Asprima e IEE, 2013]¹¹³, [Ministerio de Fomento, 2018]¹¹⁴.

Ya en los años ochenta los fondos de pensiones americanos se plantearon la inversión en proyectos de desarrollo inmobiliario, con el objetivo de crear empleos directos en esos proyectos concretos para sus propios afiliados [Blakely E.J. et al, 1985]¹¹⁵.

3.1.5. Ecuaciones y funciones de relación. Gráficas

Como resumen de lo expuesto en los epígrafes anteriores, pueden extraerse las siguientes conclusiones en forma de ecuaciones o funciones:

Asignación de inversión al sector inmobiliario:

$A_{RE\ 2018}$ – (Asignación inversores institucionales al inmobiliario en 2018) = $10,4\% \times GAV$

$A_{RE\ EQ}$ – (A_{RE} estimado para equilibrio patrimonial en el futuro) = $20,0\% \times GAV$

Contribución del sector inmobiliario al PIB:

$FM_{PIB\ USA}$ – (Factor multiplicador contribución al PIB o efecto arrastre. USA) = $2,87 \times ID_{CP}$

$FM_{PIB\ ESP/C}$ – (Factor multiplicador contribución al PIB o efecto arrastre ESP) = $2,28 \times ID_{CP}$

$FM_{PIB\ ESP/RE}$ – (Factor multiplicador contribución al PIB o efecto arrastre ESP) = $1,51 \times ID_{RE}$

$C_{PIB\ USA}$ – (Contribución construcción, promoción e infraestructuras al PIB USA) = $18,00\%$

$C_{PIB\ USA}$ – (Parte del $C_{PIB\ USA}$ en sector terciario) = $2,80\%$

$C_{PIB\ USA\ ACT}$ – (Contribución inducida actividad en inmuebles construidos al PIB USA) = $0,36\%$

$C_{PIB\ USA\ OP}$ – (Contribución operación y mantenimiento inmuebles exist. al PIB USA) = $2,00\%$

$C_{PIB\ ESP\ CO}$ – (Contribución construcción al PIB ESP) = $5,80\%$

$C_{PIB\ ESP\ RE}$ – (Contribución actividades inmobiliarias al PIB ESP) = $9,60\%$

$C_{PIB\ ESP}$ – (Contribución total sector inmobiliario y construcción al PIB ESP) = $15,40\%$

$C_{PIB\ ESP\ TER}$ – (Parte del $C_{PIB\ ESP\ RE}$ correspondiente a inmuebles terciarios) = $3,00\%$

Creación de empleo:

$E_{USA\ C}$ – (Creación empleo construcción USA) = $19,39\ E/MUSD$

$E_{USA\ ACT}$ – (Creación empleo actividad edificios construidos USA) = $6,96\ E/MUSD$

$E_{USA\ RE}$ – (Creación empleo act inmobiliarias, USA) = $2,05\ E/MUSD$

$E_{ESP\ CO}$ – (Creación empleo construcción ESP) = $18,76\ E/M€ = 16,31\ E/MUSD$

$E_{ESP\ CO\ ACT}$ – (Creación de empleo actividad inducida ESP) = 11,12 E/M€ = 9,66 E/MUSD

$E_{ESP\ RE}$ – (Creación empleo actividades inmobiliarias ESP) = 1,90 E/M€ = 1,65 E/MUSD

$E_{ESP\ RE\ ACT}$ – (Creación empleo inmobiliarias Inducida ESP) = 5,90 E/M€ = 5,13 E/USD

$S_{USA\ CO}$ – (Superficie construcción necesaria para crear 1 empleo USA) = 13,29 m²/E

$S_{USA\ ACT}$ – (Superficie edificios nuevos necesaria para crear 1 empleo USA) = 37,00 m²/E

$S_{USA\ OP}$ – (Superficie edificios en operación para crear 1 empleo USA) = 1.090 m²/E

$S_{ESP\ CO}$ – (Superficie construcción necesaria para crear 1 empleo ESP) = 13,29 m²/E

$E_{ESP\ C/T}$ – (Empleo en construcción sobre empleo total EST) = 6,10%

$E_{ESP\ RE/T}$ – (Empleo en actividades inmobiliarias sobre empleo total EST) = 1,20%

Notación:

GAV: Gross Asset Value. Valor Bruto de Activos

ID_{CP}: Inversión directa en construcción y promoción

ID_{RE}: Inversión directa en actividades inmobiliarias

E/MUSD: Empleos por millón de dólares USD

E/M€: Empleos por millón de euros (1,00 € = 1,15 USD)

E: empleo

La gráfica siguiente refleja la evolución de la contribución del sector constructor al PIB en España, entre los años 2009 y 2018, así como la variación anual experimentada por el Valor Añadido Bruto VAB de la construcción y de la afiliación media del empleo en el sector de construcción a la seguridad social (creación de empleo).

Se observa como la contribución de la construcción al PIB en España se reduce de un 10,1% en 2009 a un 5,0% en 2013 y como desde entonces hasta la actualidad se produce un suave incremento paulatino, hasta llegar al 5,4% en 2017 y 5,8% en 2018.

Las curvas de variación del VAB y de afiliación a la seguridad social tienen un primer tramo convergente en 2009-2010, pasando de un -4,0% y un -26,0% respectivamente a un -15,0% y luego se mueven de forma bastante paralela creciendo hasta llegar al 6,0% de variación actual, con la excepción del periodo 2012-2013 en que se produce un distanciamiento, debido a la importante caída de afiliación a la seguridad social que se descuelga del incremento del VAB.

Fig. 104 – Evolución del sector de la construcción en España respecto al PIB

Curvas de valor añadido y empleo 2009-2018

Fuente: Círculo de Empresarios, con datos de Banco de España, Ministerio de Trabajo e INE. Julio 2018 [Círculo de Empresarios, 2018]¹¹⁶

Las figuras 105 y 106 siguientes, muestran la distribución de la contribución total al PIB del sector inmobiliario, entre la edificación y el resto de actividades inmobiliarias. Puede constatarse como el peso de la actividad constructora se ha ido reduciendo, pasando del 10,8% en 2009 al 5,1% en 2014, repuntando hasta un 5,8% al final de 2018, mientras que la contribución del resto de actividades inmobiliarias ha subido desde un 6,9% en 2009 hasta un 10,8 en 2015, pero ha bajado posteriormente hasta un 9,6% en 2018.

Es decir, el reparto de la contribución al PIB del sector inmobiliario entre edificación y actividades inmobiliarias ha pasado de un 61/39 en 2009 a un 38/62 en 2018, dándose casi la vuelta y pasando por momentos intermedios de una distribución 50/50.

Fig. 105 – Evolución Valor Añadido Bruto por actividades inmobiliarias 2009-2013

Fuente: Asprima e IEE Instituto de Estudios Económicos. *El sector inmobiliario en España, 2014* [Asprima e IEE, 2014]¹¹⁷. Datos en % del PIB

VALOR AÑADIDO BRUTO (VAB) POR GRUPOS DE ACTIVIDAD INMOBILIARIA EN % EL PIB 2006-2016 **Fig. 106** – Evolución Valor Añadido Bruto por actividades inmobiliarias 2006-2018

Fuente: Ministerio de Fomento. Observatorio Vivienda y Suelo, Boletín Anual 2017, [Ministerio de Fomento, 2018]¹¹⁸. Datos en Mill €

3.2. EFECTO SOBRE EL SECTOR INMOBILIARIO

El gráfico de la figura 107 y la tabla de la figura 108 relacionan las *Tasas de Sustitución* TS de los sistemas de pensiones públicos y privados y los porcentajes que representan los fondos de pensiones y ahorro financiero total respecto al PIB, con el volumen de inversión destinado por cada país al inmobiliario terciario, en el que se focalizan los inversores institucionales.

El primer grupo de países, de Suecia a Australia, presenta volúmenes de inversión inmobiliaria altos respecto a su PIB (1,47% a 3,33%), lo que se corresponde con TS públicas bajas (13,5% a 37,0%) y un gran desarrollo de los sistemas de previsión privados (136,0% a 373,8%). Noruega supone una cierta excepción debido a que el Fondo Soberano del Estado Noruega, que cubre las pensiones, es el principal inversor institucional del país, tanto en la propia Noruega como en el extranjero, ya que trabaja con un sistema de ahorro/capitalización en lugar de basarse en el sistema de reparto, lo que le permite invertir a largo plazo.

El siguiente conjunto de países, de Alemania a España, es más heterogéneo, aunque también se observa una correlación semejante al grupo anterior. Los países con TS pública más baja, Holanda (27,1%) y Alemania (37,5%) y/o con mayores volúmenes de ahorro privado, Holanda (297,0%), Francia (219,0%) y Alemania (178,0%), son los que invierten mayores capitales en el inmobiliario institucional (0,93% a 1,08% del PIB); mientras que, por el contrario, España y Austria, presentando las TS públicas más altas del mundo (82,0% y 78,1%, respectivamente) y basadas en el sistema de reparto, arrojan cifras de inversión inmobiliaria institucional muy modestas (0,53% y 0,65% de su PIB).

El resto de los países analizados presentan situaciones muy diversas que hacen más difícil la extracción de conclusiones. Casos como el de Chile refuerzan esta correlación, ya que,

a pesar de su escaso potencial de ahorro privado, cuenta con una asignación a fondos de pensiones de un 70,1% de su PIB y alcanza un volumen de inversión inmobiliaria superior al de España (0,55%), a causa de su baja TS. Chile cuenta además con un fondo público o fondo soberano de reserva de pensiones FRP, que tiene por objeto completar la financiación en el área de pensiones y protección social, con un horizonte de inversión a largo plazo, lo que le permite invertir en activos menos líquidos y más rentables. Este fondo ha ido creciendo anualmente, desde su creación en el año 2006, alcanzando un patrimonio en 2017 de 9.800 millones de dólares USD.

Un caso similar es el de México, con una TS pública muy baja y un volumen de ahorro en activos financieros muy elevado para su renta per cápita, presentando una ratio de inversión inmobiliaria de un 0,28% de su PIB.

TASA DE SUSTITUCIÓN Y AHORRO PRIVADO VERSUS INVERSIÓN INMOBILIARIA

Fig. 107 – Tasa de Sustitución y ahorro privado versus inversión inmobiliaria

Fuente: elaboración propia con datos OCDE et al., 2016. [OCDE et al., 2016]¹¹⁹ e INVERCO informe febrero 2018 pg. 9 datos 2016 EFAMA y pg. 14 y 16 datos OCDE *Pensions at a Glance* 2015

Italia y Portugal son casos muy particulares, ya que, a pesar de contar con cifras de ahorro privado significativas, (249% y 203% de su PIB), quizá debido también a su elevada TS pública, (69,5% y 73,8%), presentan cifras de inversión inmobiliaria notablemente bajas.

El volumen medio de activos en planes de pensiones de los países indicados en la tabla (sin ponderar) sería de un 52,5% del PIB y el de su inversión inmobiliaria del 1,18% del PIB.

TASA DE SUSTITUCIÓN Y AHORRO PRIVADO VERSUS INVERSIÓN INMOBILIARIA

País	Tasa Sust Pub	Tasa Sust Priv	Fond Pens/PIB	Act Fin/PIB	Inv Inmob Com año/PIB
Suecia	37,0%	19,0%	8,6%	286,0%	3,33%
Reino Unido	21,6%	29,8%	95,3%	356,0%	2,77%
Estados Unidos	36,2%	32,6%	81,0%	373,8%	2,67%
Noruega	44,0%	5,9%	10,2%	136,0%	2,47%
Canadá*	36,7%	29,3%	86,0%	264,4%	1,76%
Dinamarca	21,5%	44,3%	47,3%	294,0%	1,50%
Australia	13,5%	30,9%	120,9%	243,8%	1,47%
Alemania	37,5%	12,5%	6,8%	178,0%	1,08%
Francia	55,4%		0,6%	219,0%	0,97%
Holanda	27,1%	66,4%	181,8%	297,0%	0,93%
Suiza	23,3%	16,9%	127,9%	368,7%	0,70%
Japón	35,1%		29,4%		0,67%
Austria	78,1%		6,0%	179,0%	0,65%
Chile		32,8%	70,1%		0,55%
España	82,0%		9,5%	188,0%	0,53%
México*	3,9%	21,4%	15,6%	89,7%	0,28%
Portugal	73,8%		9,9%	203,0%	0,09%
Italia	69,5%		7,2%	249,0%	0,08%
Bélgica	46,6%	13,3%	5,9%	314,0%	0,08%

Fig. 108 – Tasa de Sustitución y ahorro privado versus inversión inmobiliaria

Fuente: elaboración propia con datos OCDE, 2016. [OCDE et al.,2016]¹²⁰ (*Datos OCDE 2014) e INVERCO informe febrero 2018 pg. 9 datos 2016 EFAMA y pg. 14 y 16 datos OCDE *Pensions at a Glance* 2015

Lo anterior hace claramente patente la correlación existente entre estas magnitudes. Así, la tendencia a transvasar una parte significativa de la previsión social de los sistemas públicos de reparto a los sistemas de ahorro privados, ya iniciada en los países más avanzados, dará lugar a un importante aumento del volumen de la inversión institucional en inmobiliario, con un carácter de medio/largo plazo y no especulativo, que se podrá destinar en buena parte a la rehabilitación del patrimonio y regeneración urbana.

Source: World Bank, MSCI, KTI (Finland).

Fig. 109 – Tamaño mercados de inversión inmobiliaria respecto al PIB per cápita

Fuente: MSCI Real Estate Market Size 2017 con datos de Banco Mundial et al. [MSCI, 2018]¹²¹

En la figura 109 anterior, puede apreciarse la relación entre el tamaño del mercado de inversión inmobiliaria profesional y el PIB (*GDP Gross Domestic Product*), ambos en términos per cápita. Analizando el conjunto de países de la OCDE, se observa como en los países del sur de Europa, el tamaño del mercado inmobiliario es mucho más reducido respecto al PIB per cápita, que en los países del norte de Europa y América, corroborando lo ya puesto de manifiesto por las figuras 107 y 108 anteriores, sobre la correlación con los sistemas de protección social y su evolución desde el criterio de reparto al de ahorro, lo que ya se ha producido en los países que muestran tamaños del mercado inmobiliario más elevados.

3.2.1. Incremento del P.I.B. del sector inmobiliario y de los sectores sinérgicos

De acuerdo con los parámetros reflejados en el epígrafe 3.1.3. anterior, la inversión inmobiliaria genera un efecto arrastre o multiplicador sobre el PIB, que puede cifrarse entre 2,8 y 2,2 veces el volumen de inversión directa en este sector, dando lugar así a una contribución al conjunto del PIB que puede moverse en una banda entre el 10% y el 20% del PIB total, dependiendo del momento del ciclo inmobiliario. Por lo tanto, si se considera en 2018 una inversión en inmobiliario terciario, a nivel global, de 700 billones americanos de dólares USD (700.000 millones), su contribución al PIB global alcanzaría la cifra de 2.000 billones americanos (2 billones) de dólares, casi el doble del PIB de España.

El montante de inversión en inmobiliario terciario se incrementará en lo futuro debido un mayor porcentaje de asignación a este sector en las carteras de los inversores institucionales, que pasará del 10,4% actual a un 20,0% en un plazo de entre 20 y 25 años, (33 a 26 bps de incremento por año) a lo que habrá que añadir el necesario incremento de la masa de ahorro derivada de los cambios que experimentarán los sistemas de previsión social al pasar del sistema de reparto al de ahorro, para hacer frente a los cambios demográficos previstos.

La media de activos de los planes de pensiones de los países que se muestran en la tabla de la figura 108 respecto a su PIB multiplica por más de 5 la de España y la de su inversión en inmobiliario lo hace por 2,2, lo que da una idea del potencial de crecimiento que el sector de la inversión inmobiliaria institucional, derivada de los sistemas de previsión social, puede tener en muchos países.

Como ya se ha indicado en 1.6.2., la distribución de estos capitales entre las distintas clases de activos inmobiliarios varía mucho entre las diferentes regiones, países y años, dependiendo de la evolución de su economía y de las necesidades sociales en cada etapa. Para dar una idea, se compara la asignación en terciario a nivel global en 2015, que fue de un 34% al sector de oficinas, 20% al comercial, 12% al logístico, 9% al hotelero y 24% a otros, con los datos finales del 2018, año en el que se observa que el producto que ha captado un mayor volumen de inversión ha sido el *retail* (comercial) con un 34%, seguido de las oficinas (27%), hotelero (19%), logístico (10%), usos alternativos (6%) y, en último lugar residencial, excluida la promoción y la compraventa entre privados, (4%).

En cuanto a la distribución dentro del sector de la vivienda, en Europa, la inversión en rehabilitación de vivienda varía, según los años, entre el 54% y el 61% de la inversión total en el sector residencial, mientras que, en países como España, la ratio era inferior, pero ha aumentado desde un 18,6% en 2002 hasta un 59,9% en 2016. Debido a la reducción del volumen de construcción de vivienda nueva en España después de la crisis de 2007, este porcentaje ha tendido a aproximarse a la media europea [Euroconstruct et al. 2018]¹²² y [Ministerio de Fomento, 2017]¹²³.

3.2.2. Incremento del volumen de trabajo para los profesionales inmobiliarios

De acuerdo con las cifras de creación de empleo señaladas en 3.1.4., la promoción y construcción de edificios genera entre 16,31 y 19,39 empleos por millón de dólares USD de inversión directa y las restantes actividades inmobiliarias crean 2,05 empleos por millón de dólares.

Si se tiene en cuenta una cifra de inversión en inmobiliario terciario a nivel global de 700 billones americanos de dólares en 2018, el número de empleos creado sería de entre 1,43 y 13,5 millones de empleos, dependiendo de la distribución de la inversión entre nueva construcción y activos ya existentes. Suponiendo un reparto del 50/50 entre ambas ramas, la creación de empleo sería de 7,5 millones de puestos de trabajo.

En España, partiendo de una cifra de inversión de 13.000 millones de euros (15.000 millones de dólares) en activos terciarios existentes, la creación de empleo en 2018 sería del orden de 24.700 puestos de trabajo en el sector, lo que corroboran las estadísticas del INE y Ministerio de Fomento que dan una cifra de 21.300 empleos directos creados en la rama de actividades inmobiliarias, más 92.700 empleos en la rama de edificación. En conjunto la creación de empleo para todo el sector inmobiliario en 2018 habría sido de 114.000 puestos de trabajo.

3.2.3. Incremento del volumen de trabajo para los arquitectos

Para cuantificar cuál podría ser el efecto de la evolución de los sistemas de previsión social y su traslado al volumen de inversión inmobiliaria institucional en España, se toma como hipótesis el acercamiento de España a los niveles medios europeos de inversión inmobiliaria, lo que supondría multiplicar las cifras actuales por 2,0 pasando de 13.000 millones de euros a 26.000 millones, en un plazo de 20 años, con un aumento anual de un 3,5%. Además, se considera que los inversores institucionales aumentasen la asignación de sus inversiones al sector inmobiliario, pasando en 20 años de una media del 10,4 % a un 20,0% de sus carteras, lo que supondría un incremento anual de un 3,32% en su inversión inmobiliaria.

El efecto de ambos incrementos sería de un 7,0% anual, lo que supondría una inversión adicional, en edificios de uso terciario, de 900 millones de euros el primer año, que se iría incrementando cada año al 7,0%. Hasta alcanzar una cifra de inversión anual en 2039 de 50.300 millones de euros, en moneda constante.

Si se acepta que el 50% de esta inversión se dedique a la construcción de nuevos edificios y/o a la rehabilitación integral y el 50% restante a inversión en inmuebles existentes, tal como se ha indicado en 3.1.5., y tomando como base un valor medio de inversión (suelo + construcción + beneficio) de 3.000 €/m², un incremento de inversión anual de 900 millones de euros permitiría construir o rehabilitar una superficie adicional de 150.000 m² adicionales cada año, equivalente a 33 edificios de 4.500 m² de superficie, que iría aumentando cada año hasta llegar en 2039 a un volumen de inversión de 50.300 millones de euros, con los que se podría actuar sobre más de 8,4 millones de m² que representarían más de 1.800 edificios de 4.500 m². Todo ello sin incluir la inversión en la construcción de viviendas que, en 2018 ha sido de unas 80.000, que, considerando una media de 100 m² de superficie y una inversión media de 2.500 €/m² (suelo más construcción más beneficio), representaría un volumen de inversión adicional en 2018 de 20.000 millones de euros.

Estas cifras estimativas dan una idea de cual podría ser el incremento del volumen de actividad profesional que este crecimiento de la inversión inmobiliaria podría generar para los arquitectos y otros profesionales vinculados a este sector.

CAPÍTULO 4

CONEXIONES CON LA ARQUITECTURA Y LA CIUDAD

4.1. INTERACCIONES CON LA ARQUITECTURA

En los capítulos anteriores, se han analizado las estructuras y criterios que presentan los fondos y otros vehículos de inversión Institucionales y las instituciones de inversión colectiva (IICs), relacionados con la previsión social, clasificados por la procedencia de sus fondos, perfil de riesgo/rentabilidad, estructura organizativa, duración en el tiempo, flexibilidad de entrada y salida, cotización en mercados organizados, etc.

De esos requerimientos de inversión se deriva un perfil de producto inmobiliario que sea capaz de satisfacer las exigencias de la inversión institucional. Los inmuebles objeto de inversión deben estar bien situados, contruidos con alta calidad y perfectamente adecuados a las condiciones exigibles en materia de sostenibilidad y consumo energético. Pero, además, en la búsqueda de la excelencia y la calidad, será de la máxima relevancia contar con un buen proyecto arquitectónico. Con ello, aparece una nueva forma de inversión inmobiliaria que valora de forma relevante la calidad de la arquitectura.

Por lo tanto, a la hora de realizar una inversión significativa, será de la mayor relevancia el proceso de selección de los equipos de arquitectos para la redacción de proyectos singulares.

El establecimiento de los procesos de asignación de los proyectos debe ser objeto de una profunda reflexión, con objeto de evitar los excesos que actualmente se producen en los tradicionales concursos, con un absoluto desequilibrio, que constituye un abuso por parte de las entidades contratantes, obligando a los profesionales a dedicar unos desmesurados recursos humanos y económicos, con una muy reducida posibilidad de obtener la adjudicación del proyecto y, a un tiempo, con unos premios de tan bajo importe, que ni siquiera cubren los costes materiales de realización de los trabajos a presentar, además de padecer la lamentable y muy frecuente escasa calidad y competencia profesional de los jurados.

4.1.1. Conexiones en aspectos artísticos y culturales

La inversión institucional propone la rehabilitación de inmuebles, conjuntos históricos o barrios en los que se puede realizar operaciones económicamente rentables. Así es como se hace en los países de nuestro entorno y constituye la única manera de multiplicar la acción de la Administración, siempre limitada en la asignación de recursos públicos. Dado el enorme patrimonio existente, no parece razonable descartar tan importante capacidad de colaboración en el ámbito de la regeneración urbana.

Es importante destacar que, en el ámbito de la intervención en edificios protegidos o en centros urbanos, la calidad del diseño arquitectónico y el estudio profundo de sus valores históricos y culturales son fundamentales para realizar una rehabilitación y reutilización adecuadas, que respeten sus elementos y valores más relevantes, permitiendo a la vez introducir una arquitectura de actualidad y unas tecnologías acordes con los criterios actuales, sin olvidar la aplicación de los parámetros de eficiencia energética y sostenibilidad medioambiental, que permitan la certificación de estos inmuebles con los sellos correspondientes.

4.1.2. Conexiones en aspectos técnicos

Entre los aspectos técnicos, cabe señalar como fundamental el que se refiere a la eficiencia energética y sostenibilidad medioambiental, que hace, en muchas ocasiones, necesario proceder a la rehabilitación energética de los inmuebles. A continuación, se expone la necesidad de adecuar los edificios a la Directiva de la Unión Europea 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2018 por la que se modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la Eficiencia Energética de los Edificios y la Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética, que exige una intervención profunda sobre ellos, para mejorar su rendimiento energético.

La adaptación a la regulación existente va a exigir la implementación de medidas capaces de corregir las ineficiencias actuales de los edificios, a fin de conseguir un parque edificado con un alto rendimiento energético y alcanzar en las ciudades europeas un entorno sostenible y bajo en emisiones de carbono. Así se recoge en el paquete de medidas sobre clima y energía hasta 2020 publicado por la Comisión Europea en su estrategia para combatir el cambio climático. [Comisión Europea, 2017]¹²⁴.

El paquete de medidas contiene legislación vinculante que garantizará el cumplimiento de los objetivos climáticos y de energía asumidos por la UE para 2020. Los objetivos fundamentales de este paquete son tres:

- 20% de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero (sobre niveles de 1990)
- 20% de energías renovables en la UE
- 20% de mejora de la eficiencia energética

Esas metas, establecidas por la UE en 2007 e incorporadas a la legislación en 2009, también figuran entre los objetivos principales de la estrategia Europa 2020 para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador.

Estos objetivos se repiten, de nuevo, en el Programa Operativo de Crecimiento Sostenible 2014-2020 [Comisión Europea, 2014]¹²⁵, de modo que los indicadores objetivos se concretan, para el año 2020, en:

- Reducción de las emisiones de GEI (Gases de Efecto Invernadero) de los sectores difusos (básicamente transporte, edificación y servicios) en un 10% respecto de los niveles de 2005
- Participación de fuentes renovables en el consumo final de energía en un 20%
- Mejora de la eficiencia energética en un 20%

A pesar del importante apoyo de la UE en la formulación de políticas activas en el campo del rendimiento energético y de las ayudas ofrecidas por las distintas Administraciones para lograr tan ambicioso objetivo, todo parece apuntar a que, si bien se van haciendo notables esfuerzos en esa dirección, aun queda muy lejos el alcance de las metas propuestas.

Según el análisis del Buildings Performance Institute Europe (BPIE), Alemania, Austria, Dinamarca y los Países Bajos no cumplen con el artículo 4 de la Directiva de Eficiencia Energética publicado por la Unión Europea sobre estrategias de rehabilitación energética de edificios. Francia solamente lo cumple parcialmente, mientras que las estrategias propuestas por Reino Unido, República Checa, Rumanía y de España todavía tienen mucho por hacer. Se trata de una clasificación de las estrategias en base a los cinco requisitos del artículo cuarto de la Directiva de Eficiencia Energética. Los planes propuestos por Alemania, Austria, Dinamarca y los Países Bajos no cumplen lo dispuesto por este artículo, según el análisis del BPIE. Austria es el peor calificado de los países de la muestra, con sólo una puntuación del 28% sobre 70%.

La entrada en escena de un significativo volumen de capital procedente de la inversión institucional puede obrar en este campo mejoras de enorme envergadura, al rehabilitar edificios bajo el criterio de someterse a los requisitos descritos.

4.1.3. Conexiones en aspectos económicos y sociales

Pero donde realmente será determinante la entrada de la inversión institucional es en el campo social. La rehabilitación de edificios y su posterior ocupación podría consolidar la mejora de zonas ya en ascenso, iniciar la recuperación de áreas deprimidas y moderar las condiciones especulativas en los polos más demandados. La mejora de la ciudad repercute en el más significativo progreso social.

La mejora de las condiciones de habitabilidad se mueve en mancha de aceite. La rehabilitación de edificios singulares tiene un efecto contagio, estimulando otras acciones similares en el entorno. La apuesta por la rehabilitación de edificios residenciales destinados al alquiler tendría como primera consecuencia la atracción de una nueva población joven, principal demandante del arrendamiento de viviendas, impulsando la rehabilitación y mejora de un barrio.

Son muy numerosos los edificios vacíos o infrautilizados en los centros y ensanches de las ciudades españolas. No todos son edificios de singular valor histórico. En ocasiones se

trata únicamente de edificios corrientes de cierta antigüedad. La normativa vigente los protege, a veces con desmesura, y exige la previa redacción de Planes Especiales, con la pertinente autorización de las diversas comisiones de protección patrimonio, de cuyos criterios y composición se tratará más adelante, que dilatan considerablemente los procesos de obtención de licencia para la promoción inmobiliaria afectada, cuando no impiden su consecución o desvirtúan e imposibilitan el uso requerido para el edificio. La simplificación de tan dificultosa tramitación supondría un estímulo notable a la entrada de la inversión institucional en operaciones de revitalización de edificios catalogados.

4.1.4. Vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad

Las generaciones más jóvenes muestran un mayor interés por el alquiler de la vivienda frente a la propiedad, no sólo por razones económicas, sino por un cambio social en lo referente a expectativas profesionales y de movilidad, consecuencia de diversas razones. La incidencia de la globalización del mercado laboral es, desde luego, un elemento determinante, pero no es la única razón.

En el campo del transporte urbano han aparecido recientemente los vehículos de uso compartido, que, en pocos años, se han convertido en el modo preferente de transporte privado en el centro de la ciudad. Las plataformas que los ofrecen han irrumpido con fuerza y operan con éxito creciente en Madrid. Cuentan con vehículos eléctricos que presentan significativas ventajas frente al coche particular. Se mueven sin limitaciones por el centro de la ciudad, circulan sin restricciones durante los episodios de alta contaminación y tienen acceso libre al estacionamiento regulado (SER).

Lo mismo sucede con los espacios de *coworking*. Su origen data de más de treinta años atrás, pero ha sido a raíz de la reciente crisis, cuando se han convertido en una nueva forma extensiva y creciente de espacios de trabajo.

Y más recientemente, ha aparecido el *coliving*, una extensión o evolución del *coworking* en el ámbito residencial, que proporciona a los demandantes espacio en una vivienda, donde pueden intercambiar otro tipo de experiencias vitales. Se han desarrollado ya compañías que ofrecen el uso de viviendas por semanas y meses para empresas y trabajadores desplazados temporalmente para la ejecución de un proyecto. Viviendas equipadas para el uso inmediato que evitan las incomodidades y resultan mucho más económicas que un hotel.

En el mismo sentido, el desplazamiento de los individuos fuera del lugar habitual de trabajo por diferentes razones se hace más fácil e integrado si existe una conexión entre el uso de la vivienda ofrecida y un espacio de *coworking* vinculado a la actividad laboral.

En este orden de cosas, en Silicone Valley, Google está realizando la adquisición de viviendas en la zona, con la intención, al parecer, de facilitar viviendas a sus trabajadores cerca de su lugar de trabajo.

Como en otras materias, en el mundo actual se impone el uso flexible frente a la propiedad.

La Unión Europea, en uno de sus más exitosos y certeros proyectos, creó en 1987 el Programa Erasmus, un ambicioso plan que, a través de la gestión las distintas Administraciones Públicas, apoya y estimula la movilidad académica de estudiantes universitarios dentro del Espacio Económico Europeo. Su objeto es “mejorar la comunicación y fortalecer la relación, fomentando la cooperación entre las universidades europeas, provocando la movilidad de los estudiantes y el pleno reconocimiento académico de los estudios y cualificaciones en toda la Unión Europea”. Pero además constituye un elemento importante de fomento del sentimiento europeo de pertenencia y conocimiento del ámbito de la Unión. Su éxito ha contribuido a que los jóvenes dispongan hoy de la posibilidad de realizar estudios en el extranjero con enorme facilidad y que muchos decidan establecer su residencia en otros lugares de la UE. La vivienda en propiedad constituye un fuerte vínculo a un lugar determinado, limitando el movimiento de las personas en función de sus preferencias laborales y vitales [Comisión Europea, 2019]¹²⁶.

España, con un alto índice de vivienda en propiedad (78%) en comparación con otros países europeos, tal y como ya se ha expuesto en el capítulo 2.2.5 de esta Tesis, figura.96, cuenta con un escaso e insuficiente número de viviendas en alquiler. El resultado es un elevado precio de los alquileres y un proceso de encarecimiento, que los poderes públicos tratan de contener sin éxito. La aplicación de los capitales provenientes de la inversión institucional a la creación del necesario parque de vivienda en alquiler con la localización y calidad adecuadas permitirá suplir esta carencia, a la par que lograr un abaratamiento y una estabilidad de las rentas

Los datos de Eurostat correspondientes a 2016 para EU28 muestran que un 62,9% de la población habita en viviendas en propiedad, mientras que un 19,9% lo hace en régimen de arrendamiento a precio de mercado y un 10,8% en la modalidad de alquiler protegido o gratuito. [Eurostat, 2018] ¹²⁷

Por países, los porcentajes de vivienda en propiedad varían del el 51,7% en Alemania al 96,0% en Rumanía, no habiendo pues ningún caso por debajo del 50%. Fuera de la Unión, en Suiza, por ejemplo, el porcentaje de vivienda en propiedad baja hasta el 42,5%.

Por otra parte, y debido a esa falta de incentivo y seguridad para estos inversores, el mercado arrendaticio español se ha caracterizado hasta ahora por unas relaciones entre arrendador y arrendatario como personas físicas, situándose lejos de un efectivo mercado profesionalizado de alquiler.

Así, en esta última etapa, el mercado del alquiler se ha acelerado y se han alcanzado niveles de renta que hacen muy difícil el acceso a esta vivienda a muy amplias capas sociales. La razón está en una demanda sólida y creciente frente una oferta exigua, poco variada y de baja calidad.

VIVIENDA EN ALQUILER VERSUS VIVIENDA EN PROPIEDAD EN EUROPA

Fig. 110 – Vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad en Europa

Fuente: Eurostat. (2018). *Estadísticas sobre vivienda: distribution of population by tenure status* (Distribución de población por régimen de tenencia). [Eurostat, 2018]¹²⁸

Las administraciones en su afán de poner puertas al campo, están tratando de limitar los alquileres turísticos, atribuyéndoles equivocadamente la causa de estas subidas, que realmente estriban en la aparición de una nueva demanda potente y sostenida que no encuentra satisfacción en la oferta, junto a una legislación inapropiada incapaz de fomentar la creación y puesta a disposición del mercado del necesario número de viviendas en alquiler, al que podrían sumarse las viviendas que actualmente se encuentran vacías, por las reticencias de sus propietarios a ponerlas en arrendamiento, a causa de la inseguridad jurídica que afecta a esta actividad.

Lejos de implementar medidas que favorezcan el equilibrio del mercado, el Gobierno, mediante el Real Decreto Ley 21/2018 de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Alquiler, ha modificado las condiciones del arrendamiento, en aras de una supuesta protección al arrendatario, con medidas que penalizan y desincentivan a los propietarios y a los inversores, provocando así que la oferta no sólo no aumente, sino que se pueda reducir en el futuro, teniendo como consecuencia inevitable que la subida de precios continúe.

Son necesarias medidas que estimulen el alquiler, con garantías para los arrendadores, soluciones que animen a los propietarios de viviendas vacías a ponerlas en alquiler y a los inversores institucionales a construir nuevas viviendas para este fin. Regulaciones que no generen incertidumbre legal y no aumenten la desconfianza.

En épocas pasadas, la Ley de Arrendamientos Urbanos de 1964 produjo desajustes que acabaron con el mercado del alquiler que entonces era la forma mayoritaria de uso de la vivienda en España, con la excesiva protección al inquilino en las viviendas conocidas como de renta antigua. Aquella normativa no permitía actualizar las rentas, ni terminar nunca los contratos, debido a la prórroga forzosa indefinida y a las subrogaciones a otros miembros de la familia. Los inquilinos pagaban rentas muy por debajo de las que señalaba el mercado, lo que tenía como consecuencia el abandono del mantenimiento de los edificios por parte de unos propietarios que veían cómo las reducidas rentas no alcanzaban ni siquiera para sufragar los gastos derivados de su conservación. El resultado fue el deterioro absoluto de los inmuebles y la desaparición del mercado de alquiler de viviendas.

4.1.5. Efecto sobre la movilidad social y laboral

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, la vivienda en propiedad, en tanto que vincula al propietario a un lugar determinado, limita su movimiento en función de sus preferencias y necesidades de trabajo. Es manifiesto el problema de extrema gravedad que tiene España en el ámbito laboral como consecuencia de la escasísima movilidad de sus trabajadores y que actúa como una de las causas de la elevada tasa de desempleo existente, que supera ampliamente la media europea. Con datos de noviembre de 2018, la tasa de paro en España es de un 14,7%, frente a la media de la Eurozona del 7,9% y muy lejos de los países de nuestro entorno, como Francia (8,9%), Italia (10,5%), por no hablar de Reino Unido (4,1%), Alemania (3,3%) o Estados Unidos (3,9%) [Expansión, 2018]¹²⁹

Entre la población más joven, sin embargo, es cada vez más frecuente la movilidad laboral, especialmente dentro del espacio europeo. En la mayor parte de los países de la Unión existe un parque notable de viviendas en alquiler. Ello constituye una ventaja para esa parte creciente de la población que se mueve a instancias de su trabajo.

El incremento de la oferta de vivienda para alquilar en condiciones razonables en un mercado no estresado resultaría muy favorable para estabilizar un sector tan desequilibrado por la escasez de oferta.

La entrada de los inversores institucionales, con una gestión eficaz y profesionalizada, capaz de mantener los edificios, renovar con tiempo los contratos de acuerdo con los inquilinos y dispuestos a ofrecer mejores servicios, cambiaría la percepción del mercado del alquiler y determinaría, en un cierto plazo, un adecuado ajuste de los precios.

4.2. REPERCUSIÓN SOBRE EL PATRIMONIO ARQUITECTÓNICO. RECUPERACIÓN Y REUTILIZACIÓN DEL PATRIMONIO.

Como muestra de la conexión entre la inversión inmobiliaria institucional y la rehabilitación del patrimonio, baste señalar que sólo con que un 10% de la inversión inmobiliaria anual en terciario que recibe EU, figura 58, se invirtiera en rehabilitación del patrimonio (36.796 MUSD), a un coste medio de rehabilitación de 1.500 USD/m², se podrían rehabilitar 24,5 millones de m², equivalentes a cerca de 4.900 edificios de 5.000 m² cada uno. Con el fin de canalizar esos ingentes recursos hacia la rehabilitación y reutilización del patrimonio, se proponen los criterios recogidos en los siguientes epígrafes, que deben permitir aprovechar eficientemente la masa de nuevos recursos económicos que generará la evolución de los sistemas de previsión social, para así potenciar el proceso de recuperación del patrimonio arquitectónico y por ende de regeneración urbana aparejada al mismo. Para ello se define el concepto de *Protección Sostenible*.

Protección Sostenible

Se entiende como tal el conjunto de políticas, criterios y normas que permitan, de forma flexible y eficaz y siempre preservando los valores sustanciales de los bienes patrimoniales, dotarlos de un uso y características constructivas, funcionales, formales y de sostenibilidad energética y medioambiental, que los hagan útiles para satisfacer las demandas sociales actuales y al mismo tiempo rentables desde el punto de vista económico. De esta manera, su rehabilitación y reutilización, a un coste asumible, resultarán atractivas para los inversores, que así optarán por canalizar hacia esta actividad una parte significativa de sus recursos.

Como se verá más adelante, la discusión se centra en la dicotomía entre *Patrimonio Activado (Asset)* y *Patrimonio Museizado*, entrando en las consideraciones pertinentes sobre la reutilización del patrimonio arquitectónico y su rentabilidad social y económica, frente a la situación de obsolescencia y consiguiente deterioro (*Edificios Muertos*).

¿Cómo arbitrar los fondos necesarios para la conservación del ingente patrimonio existente en los países de nuestro entorno, si no es posible dar a una parte considerable del mismo una rentabilidad social y económica y un grado de utilidad para usos requeridos por la propia sociedad, que generen los recursos suficientes?

¿Cómo habría que flexibilizar la normativa de conservación del patrimonio arquitectónico o, más bien, qué criterios tendrían que tomarse en consideración para impulsar las iniciativas tendentes a lograr esta reutilización, manteniendo a un tiempo sus valores esenciales tanto urbanos como arquitectónicos?

4.2.1. Reutilización del patrimonio arquitectónico

La necesidad de mantener el patrimonio histórico en condiciones adecuadas ha puesto de manifiesto la gran cantidad de recursos precisos. Sólo con el concurso de las

Administraciones Públicas y de algunas instituciones privadas sin ánimo de lucro, resultaría imposible llegar a cubrir una mínima parte de esta labor de recuperación. Es imprescindible concitar la intervención de la iniciativa privada, haciendo atractivas estas actuaciones.

Debido a su gran número, no todos los edificios históricos pueden convertirse en museos, bibliotecas, centros culturales o equipamientos. Hay que facilitar otros usos que permitan obtener una rentabilidad suficiente para que los inversores institucionales y/o privados, decidan desarrollarlos. Desde hoteles a edificios residenciales o de oficinas, pasando por centros comerciales, hospitales privados, u otros usos de carácter lucrativo. La historia está llena de ejemplos que muestran el camino de grandes contenedores que han sido, por ejemplo, monasterios y después hospitales y colegios para verse actualmente convertidos en hoteles. Esas múltiples vidas enriquecen su historia y su capacidad para readaptarse en un mundo diferente.

Ello requerirá una flexibilización y adecuación de la normativa de protección, con nuevos criterios que preserven los valores urbanos y arquitectónicos esenciales, permitiendo a la vez un uso rentable social y económicamente.

De este modo, se evitará la proliferación de *Edificios Muertos* en avanzado estado de ruina que pueblan muchas de nuestras ciudades, debido a la excesiva rigidez e inadecuadas determinaciones de las normativas y/o de los organismos relacionados con la protección del patrimonio. En toda esta cuestión el papel de los inversores institucionales y del inmenso volumen de fondos que gestionarán será muy relevante, como lo ha sido históricamente. Véase por ejemplo el Edificio Metrópolis, calles de Alcalá y Gran Vía, Madrid, promovido en 1910 por La Unión y El Fénix.

4.2.2. Rentabilidad económica versus rehabilitación / obsolescencia

Atendiendo a sus condiciones y de acuerdo con los criterios de riesgo y rentabilidad, ya se ha expuesto que la inversión institucional busca un nivel de riesgo reducido y rentabilidad prudente, localizaciones adecuadas de primera categoría y altos niveles de ocupación, es decir alquilados en su totalidad con inquilinos solventes, así como edificios en perfecto estado de conservación, lo que significa que, una vez efectuadas las necesarias operaciones de mejora o rehabilitación, el edificio se mantendrá siempre en buen estado de conservación y adecuado a la normativa vigente.

Estas condiciones son concurrentes en gran medida con las que ofrecen los edificios protegidos que forman parte, en diversos grados, del patrimonio arquitectónico. Las características de dichos edificios se ajustan, en las más de las ocasiones, a los objetivos de las mencionadas instituciones de inversión, como se expone a continuación:

- **Riesgo reducido:** Dada la situación y el valor intrínseco de los edificios protegidos, el riesgo de perder su condición y, en consecuencia, su valor, es mínimo. Se trata de un proceso seguro. Por otro lado, la compra de un edificio reporta menor riesgo que la de un solar. Ampliando el concepto de patrimonio histórico, se pueden encontrar todavía, por ejemplo, en antiguas zonas industriales, hoy céntricas,

magníficos edificios industriales en un estado muy deteriorado, que podrían ser objeto de una adecuada revitalización, mediante el adecuado cambio de uso. De esta forma podrían volver a cobrar nueva vida y contribuir a regenerar su entorno y esa parte de la ciudad. Un buen ejemplo de este tipo de actuaciones es el cambio de normativa urbanística realizado en el distrito 22@ de Barcelona, que ha transformado una antigua área industrial obsoleta en una moderna y pujante zona urbana, con una interesante mezcla de usos residencial, comercial, oficinas, equipamientos, etc., transformándose en la zona de crecimiento urbano más importante de la ciudad.

- **Rentabilidad moderada:** Dado que las inversiones se realizan a largo plazo y que las rentabilidades que se buscan no resultan excesivas, no se produce una espiral especulativa, lo que favorece la puesta en el mercado de productos de alta calidad e interés a precios razonables.
- **Inmuebles bien localizados:** La mayor parte del patrimonio edificado se sitúa en los centros de las ciudades. En algunos casos en el centro de barrios o zonas periféricas de alto interés, que ya han pasado a integrar el centro urbano. Naturalmente, hay todo un recorrido en la localización y la centralidad en las ciudades y poblaciones heterogéneas, pero los edificios catalogados generan siempre zonas de especial valor en su entorno.
- **Alta ocupación:** La condición singular que el patrimonio confiere a los edificios hace que la demanda sea potente y se den las condiciones adecuadas para lograr un alto grado de ocupación a largo plazo, con rentas moderadas.
- **Inquilinos solventes:** Para dotar a los inversores institucionales de las garantías que requieren, es necesario que los arrendatarios puedan aportar las garantías de solvencia suficientes. En esta materia existe un gran campo de actuación para las Administraciones Públicas, en el sentido de crear los instrumentos de garantía que puedan avalar a los inquilinos en el cumplimiento de sus obligaciones contractuales, de modo que, al reducir el riesgo para los arrendadores, también se reducirá la rentabilidad requerida y, por ende, la renta será más asequible.
- **Estado de conservación:** La profesionalización del mercado y la agrupación de las viviendas y locales de actividad en edificios completos, hará mucho más eficiente la gestión de mantenimiento y funcionamiento de los inmuebles, lo que redundará en una enorme mejora en su estado de conservación.

Así pues, existe un importante y creciente volumen de inversión de capital institucional no especulativo, de muy diverso origen, que podrá destinarse a la rehabilitación del patrimonio y a la correspondiente regeneración urbana, tal y como se ha establecido en los capítulos 1 y 3 anteriores.

Del aprovechamiento de estas sinergias derivará una extraordinaria mejora en la calidad urbana de nuestras ciudades y una adecuada preservación de un patrimonio en uso, hoy en muchas ocasiones, abandonado.

4.2.3. Patrimonio activado *Asset* versus patrimonio *museizado*

Patrimonio Activado

La implementación de los criterios de *Protección Sostenible* generará *Edificios Activos* (*Assets* en su doble concepto funcional y económico), otorgándoles nueva vida y utilidad social, a la par que la necesaria rentabilidad económica. Estos *Edificios Activos*, además de producir una arquitectura actual y de calidad, contribuirán a regenerar el tejido urbano, creando actividad económica y atrayendo a la zona más inversiones. Todo ello se traducirá en la creación de nuevos puestos de trabajo, tan necesarios en la coyuntura presente. “[...] y es que el mejor seguro para una construcción es su utilidad.” [Aroca, Ricardo, 2011]¹³⁰. Como paradigma de esta afirmación, el Profesor Aroca cita el Acueducto de Segovia, que se ha conservado casi intacto hasta nuestros días debido a la permanencia de su uso como suministro de agua a esta ciudad hasta fechas muy recientes.

Fig. 111– Acueducto de Segovia

El Profesor Francesco Gurrieri [Gurrieri, F. 1992]¹³¹ desarrolla también su discurso resaltando la diferencia entre *Resto Arqueológico Embalsamado* y *Construcción en Servicio*, funcionando.

Como ejemplo de este *Patrimonio Activado* se puede citar el edificio General Lacy, 23 de Madrid, en su origen antiguo almacén de tabacos de Tabacalera. Construido en 1891 por el arquitecto Eduardo Hernández y rehabilitado para el uso de oficinas por el arquitecto Gabriel Allende entre 1999 y 2002. El edificio fue promovido por la consultora Aguirre Newman, como sede de sus oficinas y adquirido por Oppenheim Immobilien KAG (IVG), gestora alemana de fondos de inversión inmobiliarios institucionales, como inversión en rentabilidad. La calidad de su rehabilitación le valió la obtención de varios premios nacionales e internacionales de la Comunidad y Ayuntamiento de Madrid, RICS (Royal Institute of Charter Surveyors), etc. La actuación reúne muchas de las características de una *Rehabilitación Sostenible* y de un *Patrimonio Activado*: criterios de rehabilitación amplios y flexibles, que han permitido introducir elementos de arquitectura de actualidad en un edificio clásico, para mejorarlo y hacerlo útil y eficiente para un nuevo uso social y económicamente rentable. Arquitectura de firma, regeneración urbana, creación de

empleo y sostenibilidad (certificado LEED) asociados a la inversión inmobiliaria institucional. No es un museo, es un edificio vivo. [Aguirre Newman et al.,2006]¹³²

Fig. 112 – Edificio General Lacy 23, Madrid. Vista Patio
Foto: F. Javier Fernández Clavé

Otro caso de Patrimonio Activado sería el nuevo edificio de *coworking* y semillero de *start-ups* de Google en Madrid, situado en el distrito de Arganzuela. Antigua fábrica de 2.500 m2 de superficie, reutilizada según los criterios del *Workplace Management*, incluyendo una cafetería y un auditorio. Inaugurado en junio de 2015, acoge a 3.000 miembros y da cabida a nuevas *start-ups* que han generado 1.300 empleos.

Fig. 113 – Campus de Google en Madrid. Salas de *coworking*

En esta línea se encuentra también el establecimiento de la empresa Zara (Grupo Inditex) en Salamanca, ubicado en la Iglesia del antiguo convento de San Antonio el Real. En la mencionada iglesia se han conservado y potenciado sus valores arquitectónicos,

dotándola de un uso renovado y demandado en la actualidad. A día de hoy, se encuentra al alcance del público en general, que puede visitar el inmueble en un dilatado horario comercial con acceso gratuito. Los ocho largos años que requirió la obtención de la licencia y las enormes dificultades administrativas que hubo que superar son una muestra de las barreras existentes actualmente, que necesariamente deben desaparecer.

Otra de las actuaciones de mayor refrendo popular fue en su día la creación de la red de Paradores Nacionales. Iniciada durante el reinado de Alfonso XIII, con el Parador de Gredos, a lo largo del siglo XX se ha ido enriqueciendo con numerosas actuaciones que han supuesto, la conservación de un patrimonio que se encontraba cerrado y sin uso. Se han rehabilitado con éxito y se han dado a conocer monasterios, castillos, palacetes y palacios, antes en ruinas, como consecuencia de un mantenimiento inasumible que, con el uso, ha dejado de ser gravoso para incluso generar beneficios.

Para terminar, puede citarse también la complicada operación promovida por el Colegio de Arquitectos de Madrid para su propia sede, en la de las antiguas Escuelas Pías de San Antón, con más de 12.000m² edificadas en cuatro plantas y un espléndido jardín central. Un cambio de uso, de equipamiento educativo a oficinas en un edificio protegido, que ha permitido dotarlo de unos usos social y económicamente demandados y rentables.

Patrimonio Museizado

Se encuadran en este concepto aquellos edificios que, por sus valores arquitectónicos, históricos y culturales, son objeto de un elevado grado de protección que impide cualquier modificación de sus elementos, limitando enormemente las obras de consolidación y/o rehabilitación y restringiendo su cambio de uso a un abanico muy específico, generalmente de carácter cultural: museos, centros culturales, salas de exposiciones, etc.

En la mayoría de estos inmuebles, tanto las obras de consolidación o rehabilitación como su posterior uso y mantenimiento tienen que ser sufragados por las Administraciones Públicas, vía impuestos o por fundaciones privadas, ya que su carácter y uso hace que sean incapaces de generar ingresos para autofinanciarse. Naturalmente esta catalogación sólo puede aplicarse a un grupo muy selecto y reducido de edificios que realmente lo merezcan por sus excepcionales valores histórico-artísticos, ya que el coste derivado de su rehabilitación y mantenimiento resulta muy gravoso para el Estado.

Cuando este elevado grado de protección se aplica a edificios que no lo justifican o a un número excesivo de los mismos que la Administración no puede digerir, se producen ejemplos de edificios que, tras ser rehabilitados con un significativo coste, apenas si tienen uso real o lo tienen muy limitado, por lo que van entrando en un estado de abandono y deterioro creciente, a menos que se mantenga un nivel de gasto importante en su mantenimiento.

Cabe citar como ejemplo, entre otros, el Palacio Ducal de Medinaceli, edificio renacentista del siglo XVI, que fue objeto de rehabilitación en el año 2008 para convertirlo en un espacio abierto a las actividades culturales y creativas y que gestiona la fundación Dearte con el apoyo del Ayuntamiento de Medinaceli, la Diputación Provincial de Soria, Grupo

Prisa, Caja Soria y el de algunas fundaciones o entidades privadas. El edificio tiene un uso limitado a los fines de semana y a algunas actividades culturales en contados días del verano, que no rentabilizan su funcionamiento. Quizá hubiera tenido sentido buscar otro uso más intensivo que, manteniendo sus valores históricos y arquitectónicos, hubiese podido hacerlo autosuficiente. Actualmente ha comenzado a alquilarse para eventos, bodas, etc. para contribuir a financiar su mantenimiento.

Fig. 114 – Palacio Ducal Medinaceli. Vista exterior
[Darte, 2008]¹³³

Fig. 115 – Palacio Ducal Medinaceli. Patio central durante un concierto de verano
[Darte, 2008]¹³⁴

Otra actuación semejante ha sido la rehabilitación de la antigua Cárcel de Palencia, edificio neomudéjar que data de finales XIX. Fue rehabilitado en 2011-12 por Exit Architects y, tras la terminación de la obra, permaneció cerrado y sin uso hasta junio 2014 por falta financiación para ponerlo en funcionamiento, debido a las dificultades para dotarlo de contenido y financiar su actividad.

Inicialmente se intentó albergar en él un centro de emprendedores del tipo Google Campus para fijar empresas en Palencia y que pudiera autofinanciarse, pero la capacidad de la ciudad de Palencia para este uso no era suficiente y hubo que desistir de la idea por falta de demanda.

Más tarde se planteó ubicar un Museo de la Policía, pero esta actividad tampoco resultó posible por falta de contenido suficiente, así como por la carencia de recursos económicos para sustentarlo.

En la actualidad alberga el Servicio de Cultura y Fiestas del Ayuntamiento y algunas exposiciones temporales, de forma esporádica, naturalmente financiándose a costa del Ayuntamiento, es decir de los contribuyentes. [Experimenta. 2012]¹³⁵

Fig. 116 – Antigua Cárcel de Palencia antes de su rehabilitación

Fig. 117 – Antigua Cárcel de Palencia tras su rehabilitación

Edificios Muertos

Son edificios a los que su elevado grado de protección y la rigidez de las normativas en vigor, así como de las autoridades y organismos públicos responsables de su aplicación, les han impedido recobrar su utilidad social y gozar de nueva vida. Ello los ha conducido a un proceso de deterioro creciente, haciendo en algunos casos ya casi imposible su recuperación. Son Inmuebles en avanzado estado de ruina que además menoscaban su entorno urbano.

Cuando las costumbres sociales cambian, modificando los requerimientos de las distintas partes de la ciudad, de nada sirve “poner puertas al campo” imponiendo regulaciones que han perdido su sentido. Así, antiguos cines y teatros que han dejado de tener uso en

ciertas zonas deberían poder reinventarse para otros usos demandados en ellas por la sociedad. Si la iniciativa privada no actúa debido a esa falta de flexibilidad para adaptar el edificio al uso posible y la Administración carece de recursos suficientes para *museizarlo*, el inmueble entrará inevitablemente en la senda de su destrucción.

Podrían ponerse muchos ejemplos de estos edificios en ciudades como Madrid, Lisboa y otras urbes de Europa, pero baste citar uno relevante como el Frontón Beti Jai de Madrid, sito en la céntrica calle de Marqués de Riscal, 7, junto al Paseo de la Castellana. Construido en la última década del siglo XIX (1893), fue declarado *Monumento del Patrimonio Histórico de España* en 1991 y *Bien de Interés Cultural* por la Comunidad de Madrid en 2011. Hasta hace unos meses, se encontraba en avanzado estado de ruina casi irreparable y fue incluido en la *Lista Roja de Patrimonio en Peligro* de la fundación Hispania Nostra.

En aquellos años, el deporte de la pelota vasca alcanzó una notable popularidad en Madrid y en el resto de España, construyéndose frontones en muchas localidades. Le precedieron en la capital los de Jai Alai (1891), Fiesta Alegre y Euskal Jai. Cuando hace décadas el interés por este deporte decayó fuera del País Vasco, todos estos recintos cerraron sus puertas, al perder su razón de ser social.

El Ayuntamiento de Madrid culminó su expropiación en 2015, con el pago de una suma de 7 millones de euros a la empresa que lo compró en 1997 por 2,3 millones de euros y que trató de recuperar su uso como frontón sin conseguirlo. El Consistorio gastó inicialmente más de 800.000 euros en las obras de consolidación para detener su deterioro y evitar riesgos para vecinos y viandantes. Recientemente ha convocado un concurso para adjudicar su rehabilitación y operación, insistiendo en su uso como frontón y en mantener el uso deportivo y cultural⁷¹. Sin embargo, esta corporación ha procedido a su rehabilitación casi completa, sin esperar al resultado de dicho concurso y con un coste desconocido para los ciudadanos, si bien parece bastante elevado y para un uso sin ninguna demanda social, salvo la de un reducido grupo de conservacionistas.

En los últimos años ha habido algunos intentos frustrados de rehabilitarlo y adaptarlo a un nuevo uso que pueda tener sentido en la actualidad. El último conocido ha sido el de la Fundación Norman Foster⁷¹ que, tras su decisión de renunciar en 2014 a la instalación de su sede en el Palacete del Duque de Plasencia en la calle Monte Esquinza 48, por discrepancias con las comisiones de protección del patrimonio del Ayuntamiento y la Comunidad de Madrid, reconsideró su proyecto en noviembre de 2015, con idea de incorporar el edificio del Beti Jai al citado Palacete para desarrollar una sede de mayor importancia para su museo y fundación. Esta solución, que hubiera sido financiada por la iniciativa privada, no habría supuesto ningún coste para el Ayuntamiento, que incluso recuperaría con creces lo invertido hasta ahora. Sin embargo, las asociaciones de vecinos y algunos conservacionistas a ultranza se opusieron a este proyecto, insistiendo en un uso deportivo que ya no tiene sentido y menos en esa zona de la ciudad.

Fig. 118 – Frontón Beti Jai, Madrid. Patio de juego y galerías
[El Confidencial, 2015]¹³⁶

Fig. 119 – Frontón Beti Jai, Madrid. Interior galerías
[El Confidencial, 2015]

Fig. 120 – Frontón Beti Jai, Madrid. Patio de juego
[El Confidencial, 2015]

Pueden citarse otros ejemplos polémicos, como la manzana de Canalejas y el Edificio España de Madrid o el antiguo Cinema Odeón sito en Rua dos Condes en Lisboa.

El Edificio España, sito en la plaza del mismo nombre de Madrid consta de 25 plantas y alcanza 117 m de altura, con una superficie de 65.000 m².

Fue construido de 1948 a 1953 por la Compañía Inmobiliaria Metropolitana propiedad de la familia Otamendi y proyectado por el arquitecto Julián Otamendi y su estructura de hormigón diseñada y calculada por el ingeniero de caminos José María Otamendi.

Durante unos años ostentó el dudoso honor de ser el edificio más alto de Europa con estructura de hormigón, hasta que fue superado por la Torre de Madrid, obra de los mismos autores. Este emblemático edificio representa un claro exponente de la pobreza cultural, económica y tecnológica de la posguerra. Este tipo de estructura, que no resulta adecuada para edificios de gran altura, dio lugar a la aparición de pilares de grandes dimensiones en las plantas inferiores, que reducían de forma significativa la superficie útil.

El inmueble se cerró parcialmente en 2006, al clausurarse el Hotel Plaza y definitivamente en 2012. Habiendo permanecido sin uso desde entonces.

Comprado por grupo Wanda en 2014, esta compañía abandona el proyecto por discrepancias sobre su rehabilitación con Ayuntamiento y la CIPHAN, sobre el proceso de rehabilitación y la obligación de mantener la fachada existente, en lugar de desmontarla para volver a reconstruirla estéticamente igual, pero con la tecnología moderna adecuada.

En el año 2016 fue vendido por Wanda al grupo Baraka, que a su vez lo revendió a los pocos meses al grupo hotelero Riu. El Ayuntamiento de Madrid inició el procedimiento para volver a elevar su grado de protección al nivel estructural, tal como se estableció inicialmente en el catálogo de edificios protegidos del Plan General de Ordenación Urbana de Madrid PGOUM 97.

Estas vicisitudes han contribuido a retrasar de forma importante la prevista remodelación de la Plaza de España, cuyo proyecto de ha retomado recientemente.

Fig. 121 – Edificio España. Plaza de España. Madrid

El edificio que origina la denominada Manzana de Canalejas fue la Sede del Banco Hispano Americano, proyectada por el arquitecto Eduardo Adaro en estilo neorenacentista/neo-barroco y construido entre 1902 y 1906, con una superficie de 12.000 m²

Ampliado posteriormente mediante la compra de otros 5 edificios anejos en la Carrera de San Jerónimo y C. Alcalá en los años 1940, 1962, etc. pertenecientes a la compañía de seguros La Equitativa, al Banco Zaragozano, etc.

Tras el proceso de concentración bancaria y tras la fusión de los Banco Central, Hispanoamericano y Santander, quedó en propiedad finalmente de este último.

El edificio se encontraba cerrado y vacío desde 2004 excepto la sucursal bancaria existente en su planta baja.

Fue declarado Bien de Interés Cultural en 1999.

En el año 2007 se realizó un proyecto rehabilitación por el arquitecto Rafael de la Hoz que quedó frustrado por la crisis económica.

Comprado por Grupo Villar Mir en 2012, se presentó un nuevo proyecto, redactado por el Estudio Lamela y se aprobó por el Ayuntamiento la reducción de su nivel de protección.

El nuevo complejo Canalejas albergará un Hotel Four Seasons 5* gran lujo, un centro comercial, 20 apartamentos de lujo y un nuevo aparcamiento, conectado con el existente en la calle Sevilla.

En su rehabilitación se ha procedido a un cuidadoso desmontaje y reparación de los elementos más relevantes, como lucernarios, escaleras, cerrajerías, etc. que se volverán a colocar en su emplazamiento inicial, una vez restaurados.

Esta actuación ha sufrido enormes críticas por diversos colectivos e instituciones, por entender que el vaciado integral realizado atentaba contra el patrimonio histórico de la ciudad de Madrid. Entre otras entidades, por Real Academia Bellas Arte San Fernando y algunas asociaciones de carácter conservacionista.

Fig. 122 – Manzana de Canalejas. Madrid
Desmontaje de elementos valiosos para su restauración en taller y vaciado interior

Sin embargo, debe entenderse que se trata de una clara actuación en el contexto de la *Protección sostenible*, que provoca la regeneración urbana de todo el barrio, la activación del patrimonio con rentabilidad y autofinanciación, atracción de inversión, turismo y actividad, así como la creación de empleo, tanto durante la ejecución de la obra como en su operación posterior.

El antiguo Cinema Odeón se encuentra situado en la céntrica Rua dos Condes de Lisboa, junto a la Avenida Liberdade. Fue Inaugurado en 1927 y ha permanecido cerrado desde década de los 90s, es decir más de 20 años.

En el año 2013 se presentó un proyecto para transformarlo en un centro comercial y cultural, pero fue abandonado, debido a las dificultades y trabas planteadas por la Câmara Municipal de Lisboa y por el IGESPAR IP, Instituto de Gestão do Património Arquitectónico e Arqueológico, I. P., cuya rígida aplicación de la normativa proteccionista impidió adaptar el edificio a estos usos, condenándolo a profundizar su estado de abandono y deterioro.

Actualmente se ha aprobado por fin un proyecto para rehabilitarlo, dándole un nuevo uso como edificio de 13 apartamentos y un local comercial en planta baja, ocupando el área del antiguo cine-teatro. El proyecto se basa en conservar todos los elementos relevantes de la fachada, así como el Frontón Boca de Cena y el techo de madera del teatro. El proyecto cuenta ya con la aprobación Câmara Municipal y está pendiente del informe de la DGPC (Dirección Gral. Patrimonio Cultural) que ha exigido conservar carpinterías exteriores e introducir algunas variaciones sobre el proyecto inicial.

Fig. 123 – Cinema Odeón, Lisboa
[Público, 2016]¹³⁷

Fig. 124 – Cinema Odeón, Lisboa
[Público, 2016]

4.2.4. Necesaria flexibilización normativa con criterios realistas: “Puertas al Campo”

Es por tanto imprescindible revisar los criterios actuales de protección y uso del patrimonio y tratar de flexibilizar en la medida de lo posible la normativa y su aplicación por los organismos competentes, en aras de lograr un uso acorde con las exigencias de la sociedad actual y una rentabilidad suficiente que atraiga a los inversores hacia su reutilización y revitalización. En algunos países estos criterios ya están cambiando, como en la ciudad de Nueva York, siempre abierta a reinventarse, con actuaciones como la transformación de la iglesia de Saint Vincent de Paul (1869) en un complejo de *lofts*, conservando gran parte de sus elementos originales y otros muchos proyectos similares que afectan a edificios históricos de más de un siglo de antigüedad, de uso industrial, teatros, tribunales de justicia, etc. [Expansión, 2014]¹³⁸

Con los conceptos de protección tan restringidos que se manejan en la actualidad, nunca se hubieran podido construir edificios que ahora se protegen como joyas arquitectónicas ni se hubiesen desarrollado actuaciones urbanas magníficas que han mejorado notablemente las ciudades, como la Gran Vía madrileña, cuyo trazado y relevantes edificios se consideran hoy entre los más valiosos de la ciudad.

Para implementar los necesarios criterios de *Protección Sostenible* será indispensable un cambio de paradigma en la concepción de la cuestión por parte de todas las Administraciones, con especial atención en los siguientes aspectos:

- Flexibilización de la legislación referente al patrimonio, que resulta altamente restrictiva con los usos y con el tipo de obras permitidas.
- Consideración positiva y favorable de la rentabilización de los edificios protegidos.

- Valoración de la inversión privada e institucional como una cooperación en el objetivo de proteger y mantener el patrimonio y no como a un adversario, en el entendimiento de que los fines son comunes y no existe antagonismo entre ellos.
- Entendimiento de la entrada de la inversión institucional como la de un aliado positivo ya que se trata de un inversor fiable, no especulador y con objetivos a largo plazo, aprovechando las sinergias existentes entre los objetivos de ambas partes.

4.2.5. ¿Cómo lo hacen nuestros vecinos?

En los países de más avanzados en las cuestiones de protección y reutilización del patrimonio existen muchos casos de actuaciones sobre edificios históricos valiosos a los que se ha dotado de nuevos usos con sentido social y económico, constituyendo ejemplos muy interesantes de activación del patrimonio.

Se pueden citar algunos proyectos realizados en la ciudad de Nueva York, siempre al frente de la vanguardia cultural y arquitectónica, como la Iglesia de Saint Vincent de Paul, en Brooklyn, construida en 1869 como Iglesia, escuela y casa parroquial. Se ha rehabilitado en el año 2014, albergando un complejo de 104 apartamentos y conservando gran parte de sus elementos originales relevantes, como se aprecia en las fotografías de las figuras 125 y 126.

Fig. 125 – Iglesia de St. Vincent de Paul. Brooklyn. Nueva York. Vista exterior

Fig. 126 – Iglesia de St. Vincent de Paul. Brooklyn. Nueva York. Interiores

Otro ejemplo de interés, en la misma ciudad, es la antigua Estación de Energía ConEd, sita en el barrio de El Soho, 214 Lafayette St. El edificio fue construido en 1890 y rehabilitado en 1996 - 2008. Se han conservado elementos relevantes como la fachada, los muros maestros de ladrillo, vigas y bóvedas. Alberga una vivienda de 1.300 m² con 4 dormitorios, 3 baños, una magnífica biblioteca, piscina interior, etc. Recibe constantes visitas de especialistas en rehabilitación del patrimonio, arquitectos y curiosos, que contribuyen a su rentabilidad en todos los órdenes.

Fig. 127 – Estación de Energía ConEd. 214 Lafayette St, Soho, Nueva York.

La Iglesia Escocesa hace tiempo que ha puesto a la venta muchos de sus templos. Actualmente su uso se ha reducido de forma considerable y las necesidades de culto no alcanzan a ocupar el aforo existente. Como consecuencia, han aparecido salas de concierto, cafés, bibliotecas y restaurantes con un significado semblante, que permite a los ciudadanos el disfrute de los espacios de su patrimonio en una lectura diferente.

Así, exteriormente, Tron Kirk mantiene su apariencia de iglesia. Pero en su interior este templo situado en el corazón de la Royal Mile de Edimburgo alberga un interesante mercadillo de artistas y artesanos donde pueden encontrarse desde las más recientes expresiones artísticas hasta la tradicional bisutería. Constituye el único mercadillo permanente de la ciudad, e incluye también una pequeña zona de restauración.

En Italia, la terminal de la Estación Ostiense, se ha convertido en *Eataly*, un gran contenedor de cuatro plantas dedicado a la gastronomía. En su interior se pueden

encontrar los más selectos productos culinarios de cualquier región de Italia. El centro alberga, además, un numeroso grupo de pequeños restaurantes temáticos con la mejor expresión de la cocina local. En la cuarta planta se ubica un restaurante *gourmet* donde la diversidad italiana se muestra como reclamo turístico. A cada puesto de venta de *Eataly* se anteponen áreas didácticas en las que se informa a los clientes de la historia, la cultura y las características de los productos que se ofrecen.

Fig. 128 – Eataly, Roma. Reutilización de antigua terminal de la Estación Ostiense

En Rotterdam, Holanda, la rehabilitación del área mas antigua del histórico puerto, con instalaciones portuarias ya obsoletas, se ha convertido en una de las zonas con más carácter del centro de la ciudad. Aunque inicialmente se consideró el relleno, eliminando la presencia del agua, finalmente se optó por el mantenimiento de la estructura portuaria, con la implementación de nuevos usos que transformaran el lugar. Efectivamente, hoy con espacios comerciales y de ocio, se ha convertido en uno de los puntos más frecuentados por residentes y turistas.

Fig. 129 – Rotterdam, Holanda. Reconversión del antiguo puerto

Fig. 130 – Rotterdam, Holanda. Reconversión del antiguo puerto

En la misma ciudad de Rotterdam, se encontraba cerrada una de las prisiones más antiguas de Holanda, abierta desde 1872 hasta 2012. Este recinto penitenciario de Rotterdam ha recibido una segunda oportunidad al ser transformado en un edificio de apartamentos de diseño innovador y una amplia zona verde pública. La reconversión de la antigua cárcel ha supuesto la construcción de 100 viviendas de entre 60 y 300 m², un parque público, locales comerciales, restaurantes y oficinas y una sustancial mejora del entorno urbano. [EFE, 2016]¹³⁹

Fig. 131 – Rotterdam, Holanda. Reconversión de vieja prisión en apartamentos

Fig. 132 – Rotterdam, Holanda. Reconversión de vieja prisión en apartamentos

Cruzando de nuevo el Atlántico, en Estados Unidos, el Millennium Park en la ciudad de Chicago, ubicado en el céntrico barrio del Loop, al lado del lago Michigan, forma parte de una de las mayores áreas verdes de la ciudad con 99.000 m². La construcción de este parque comenzó en 1998 y no terminó hasta el 2004. En la actualidad, el Millennium Park de Chicago no es únicamente un parque, sino que constituye uno de los focos culturales más emblemáticos de la ciudad. Su recorrido permite la observación de obras arquitectónicas contemporáneas que mantienen a Chicago como una de las referencias más vitales de la arquitectura americana.

En Canadá hay también múltiples ejemplos de fábricas convertidas en espacios abiertos de *coworking*, iglesias transformadas en espacios de día para ancianos o escuelas localizadas en teatros.

En los apartados siguientes se desarrollan los criterios de actuación, cuyo seguimiento permite desarrollar estos procesos de regeneración urbana, acompañados de ejemplos significativos de intervención de los inversores institucionales, como soporte para llevarlos a cabo.

4.3. INTERACCIONES CON LA CIUDAD. REGENERACIÓN Y REVITALIZACIÓN URBANAS

La regeneración urbana se puede definir como el proceso necesario para revertir, económica, social y físicamente, la decadencia de las ciudades, en barrios que han alcanzado un nivel de deterioro en el que, sólo con el concurso de las fuerzas del mercado,

no es posible iniciar su revitalización [Adair, A. et al, 1999]¹⁴⁰. Por ello, es fundamental concitar la intervención de los inversores institucionales, impulsados por la creación de una marco normativo y fiscal adecuado, con el soporte inicial de las Administraciones Públicas, de modo que el arranque de estos procesos pueda producirse.

Este tipo de actuaciones deben tener como base la recuperación y mejora de las infraestructuras urbanas y la rehabilitación y reutilización de los edificios existentes, con criterios flexibles y adecuados, para que su uso pueda ser demandado socialmente y resultar económicamente viable. La relación entre regeneración urbana e inversión inmobiliaria es en factor esencial.

4.3.1. Recuperación de los centros urbanos

La puesta en marcha de actuaciones de colaboración público-privada (*Public-Private Partnership PPP*), para encauzar las inversiones institucionales hacia proyectos de rehabilitación del patrimonio cultural y de regeneración urbana pueden constituir uno de los instrumentos más adecuados para conseguir conectar ambas realidades.

En esta línea de acción, la Câmara Municipal de Lisboa ha puesto en marcha el proyecto “Lisboa Renda Acessível”¹⁴¹, de colaboración público-privada (PPP), con el que pretende captar un importante volumen de inversión que irá destinado en parte a la rehabilitación y reutilización de antiguos edificios residenciales situados en el centro histórico de la ciudad, con rentas limitadas por debajo de las de mercado. La superficie a rehabilitar y construir será de 615.000 m² creando entre 5.000 y 7.000 viviendas, con una inversión prevista de 681 millones de euros. Si se compara esta cifra con el volumen de inversión inmobiliaria en terciario en Portugal en 2018 que ascendió a 3.500 millones de euros, se observa que este importante proyecto representaría un 19,4% del mismo. Esta iniciativa da una idea del enorme potencial de regeneración y rehabilitación del patrimonio que supondría canalizar adecuadamente una parte de esta inversión institucional.

Actuaciones como ésta, que enlazan la rehabilitación de vivienda con la inversión institucional, suponen un múltiple beneficio para la sociedad: por un lado se consigue poner a disposición de los ciudadanos viviendas de calidad a un precio asequible, además se regenera el patrimonio y la zona de la ciudad afectada y por añadidura se crean puestos de trabajo y actividad económica y se genera una rentabilidad adecuada para que los sistemas de previsión social puedan hacer frente al pago de pensiones y otras prestaciones a los beneficiarios.

De ahí la importancia de conectar la inversión institucional con la rehabilitación y la regeneración urbana. Esta actuación constituye un magnífico ejemplo de la compleja relación que, desde distintos enfoques, vincula la protección del patrimonio con la regeneración de la ciudad y los beneficios sociales.

Fig. 133 – Programa “Lisboa Renda Acessível” Barrio de San Lázaro

Fuente: [Câmara Municipal Lisboa, 2016]¹⁴²

Otro ejemplo reciente y muy interesante de recuperación de los centros urbanos lo constituye el Proyecto 22@ de Barcelona, iniciativa pública del Ayuntamiento de Barcelona que arranca en el año 2000, para transformar 200 hectáreas del antiguo y obsoleto distrito industrial del Poble Nou en una nueva área de la ciudad, caracterizada por la mezcla de usos terciarios, de nuevas tecnologías, vivienda y equipamientos y dotada de un gran dinamismo. En su exitoso desarrollo ha tenido especial relevancia la capacidad de concitar la intervención de la iniciativa privada e institucional gracias a la implementación de una normativa urbanística flexible que ha permitido los ambos de usos demandados por la sociedad y la convivencia adecuada entre ellos.

El 22@ tiene una edificabilidad potencial de 4,0 millones de m² de los que 3,2 millones se destinan a actividades productivas y 800.000 m² a otros usos, entre los que se encuentra el residencial. En esta nueva zona se han instalado ya más de 4.500 empresas y se han construido o rehabilitado cerca de 8.000 viviendas, habiéndose convertido en la principal zona d desarrollo urbano de la ciudad. [Ayuntamiento de Barcelona, 2000-2019]¹⁴³

Este programa de regeneración urbana se complementa, de forma paralela, con el proyecto Diagonal Mar, de prolongación de esta vía hasta la línea litoral, terminado en el denominado Front Maritim, que abarca otras 14 hectáreas adicionales, con un criterio similar en cuanto a normativa urbanística, mezcla de usos e incentivos a los inversores y usuarios de la zona.

En los EE.UU. existe una larga tradición de participación de los fondos de pensiones en procesos de regeneración y revitalización urbanas, fomentando la creación de actividad económica y la generación de empleo, así como poniendo en el mercado viviendas asequibles para las capas de población con niveles adquisitivos más bajos.

En este sentido, es muy interesante el estudio realizado por la Universidad de Oxford (Boston), sobre la relación entre los fondos de pensiones vinculados al sector público en EE.UU. y la revitalización urbana [Heb T. y Clark G.L. 2004]¹⁴⁴, con el objetivo de promover las mejores prácticas en materia de infraestructuras y desarrollo urbanos, mediante la inversión realizada por los fondos de pensiones. Se analizan 53 fondos de pensiones de los que varios invierten de forma continuada en proyectos de regeneración urbana,

construcción de vivienda social, descontaminación de suelos, desarrollo económico de la ciudad e inversiones con criterios sociales, así como en proyectos con políticas laborales y de contratación responsables.

De esta forma, se han transformado barrios muy deprimidos en comunidades prósperas, seguras y efectivas, incrementando el número de empleos cualificados, creando equipamientos adecuados y revitalizando estos distritos, a través de una mejora de sus niveles de ingresos.

Entre otros fondos de pensiones muy activos en esta materia, pueden citarse el Fondo de Empleados Públicos de California (CalPERS: California Public Employees Retirement System) y el de Profesores del Estado de California (CalSTRS), ambos participantes del programa CURE (California Urban Real Estate Program) que tiene entre sus objetivos la puesta en el mercado de vivienda social para personas de poder adquisitivo bajo a moderado y la mejora de infraestructuras y equipamientos, así como la rehabilitación de edificios relevantes. El capital destinado por estos fondos a este tipo de inversiones pretende alcanzar una cuota del 2% del volumen total de activos del fondo. Al mismo tiempo se alcanzan los niveles de rentabilidad necesarios para el pago de las prestaciones sociales del sistema, con ratios de rentabilidad/riesgo ajustados.

El fondo de pensiones CalPERS cubre las prestaciones sociales de 1,4 millones de empleados públicos del Estado de California y se configura como un plan de los denominados *DB (Defined Benefit)* o de *Prestación Definida*, dónde la prestación final que recibe el trabajador al jubilarse depende de su edad, de su base de cotización y del número de años trabajados, similar al sistema público de la Seguridad Social en España, pero con la diferencia de ser un *Sistema de Ahorro (Funded)* y no de *Reparto (PAYGO)*, lo que le permite crear una gran masa de capital que puede invertirse a largo plazo, como ya se ha explicado.

El programa CURE, tiene por tanto un doble objetivo de rentabilidad financiera y al mismo tiempo social, [Heb T. y Clark G.L. 2005]¹⁴⁵ buscando las mejores prácticas en poner en relación la inversión inmobiliaria y la revitalización urbana con los fondos de pensiones, mediante la colaboración con empresas inmobiliarias especializadas, que puedan coinvertir con los fondos de pensiones y asuman una parte importante del riesgo derivado de la promoción inmobiliaria. También se produce un proceso de asociación con las Administraciones Públicas y con entidades de prestación de servicios sociales que puedan desarrollar las tareas complementarias de carácter social, necesarias en estos procesos.

Se produce así una simbiosis con enormes sinergias entre los inversores institucionales, las empresas inmobiliarias locales, las Administraciones Públicas y las entidades u organizaciones locales de protección social, muchas veces sin fines de lucro, cuyos efectos son muy beneficiosos para la comunidad. Los inversores institucionales no son creadores de mercado ni tomadores de riesgo, por eso necesitan actuar en colaboración con promotores locales, para que estos asuman la cuota de riesgo ligada al desarrollo inmobiliario, así como con las Administraciones Públicas, que ayuden a crear las condiciones adecuadas para incentivar y flexibilizar las posibilidades de actuación en esas

zonas de la ciudad, pero su capacidad inversora les permite impulsar esas áreas urbanas deprimidas hacia un escalón superior en su recuperación.

La colaboración con entidades locales de protección social, que conocen en profundidad la composición poblacional y las necesidades de la comunidad y del barrio, es fundamental para evitar incurrir en procesos de *gentrificación*, que puedan expulsar a sus actuales residentes. Este tipo de aproximación es clave para generar efectos colaterales positivos sobre la comunidad en la que se actúa.

CURE, se crea en 1992 por CalPERS, en respuesta a los disturbios raciales acaecidos en aquel año, decidiendo invertir un 2% del total de activos del fondo en el Estado de California, para mejorar las condiciones de sus zonas urbanas más deprimidas. Su filosofía de inversión era la “creación de valor a través de la rehabilitación, reposicionamiento y desarrollo de proyectos inmobiliarios, localizados principalmente en los barrios urbanos de las mayores áreas metropolitanas de California”. Se inició mediante inversiones en vivienda social unifamiliar, con el objetivo de poner en el mercado vivienda a precios asequibles, así como de crear puestos de trabajo en el sector de la construcción. Posteriormente se realizaron inversiones en otros productos como oficinas, industrial, reutilización de edificios obsoletos o abandonados, descontaminación y desarrollo de antiguos suelos de usos industrial, etc. Se plantea una estructura de inversión a largo plazo con un nivel de rentabilidad ajustado al riesgo, de manera que se alcancen los retornos exigidos por el Plan de Objetivos y Política de Inversión Inmobiliaria del Fondo y siempre en línea con los intereses de los partícipes del sistema de pensiones.

Cuando un barrio o una ciudad entran en un proceso de declive, debido a un cambio de circunstancias económicas y sociales, como ha ocurrido en muchas zonas, por procesos de reconversión industrial o cambio de tendencias económicas, lo único que permanecen son los inmuebles obsoletos y abandonados, carentes de utilidad, que van creando un deterioro creciente de ese distrito. Es esas circunstancias, la única forma de revertir ese proceso es generar crecimiento, pero el crecimiento sólo se logra con inversión y la inversión requiere la creación de un marco legal y regulatorio que genere oportunidades e incentive la actividad inversora. Para los inversores institucionales, la inversión inmobiliaria se configura como un instrumento ideal para involucrarse en la revitalización urbana. El conocido lema de *location, location, location* tiene su traducción más clara en la inversión inmobiliaria en el centro de la ciudad.

En 2005, este programa alcanzó un volumen de inversión de 3.400 millones de dólares USD, trabajando con 12 compañías asociadas y generando un retorno anual desde su inicio de un 22,2% (IRR *Internal Rate of Return* o TIR Tasa interna de Retorno) y puede considerarse como un caso de éxito en materia de revitalización urbana mediante la inversión inmobiliaria institucional. A este programa hay que añadir otros 2,6 millones de dólares invertidos a través de otros vehículos inmobiliarios en California.

El éxito de estos programas se mide por la obtención de unas tasas de rentabilidad adecuadas al riesgo asumido y por los efectos colaterales en materia de regeneración urbana y arquitectónica y de otros beneficios sociales generados.

El concepto que se maneja es el de *ETI Economically Targeted Investment* o Inversión de objetivos económicos, que se define como una “inversión que va acompañada de una intención colateral de mejorar la economía nacional y regional así como el estado de bienestar de la ciudad y de los ciudadanos, incluyendo la creación de empleo y de empresas, el desarrollo social y económico, la mejora de la capacidad de ahorro, puesta en el mercado de vivienda asequible y mejora de infraestructuras y equipamientos urbanos”. (Copyright 2005 by CalPERS)

El programa CURE se ha complementado posteriormente con otros programas de inversión adicionales como el CUIP California Urban Investment Partners de asociación con empresas inmobiliarias locales y el Californias’s Emerging Markets, que fomenta la inversión inmobiliaria en áreas que están fuera de las zonas económicas consolidadas

En la costa este, pueden citarse dos fondos con una gran presencia en estos procesos, dentro del New York State Common: NYSLRS (New York State and Local Retirement System), fundado en 1981, con 330.000 partícipes, que tiene un amplio programa de préstamos para adquisición de vivienda social, así como importantes inversiones en rehabilitación de edificios en estado de deterioro significativo y el New York City Employees’ Retirement System NYCERS creado en 1920, con 970.000 partícipes. Ambos tienen entre sus programas de inversión la puesta en el mercado de vivienda social, mediante la construcción de nuevas unidades y la rehabilitación de las existentes, destinadas a personas de nivel de renta moderado o bajo. [Hagerman L.A., Clark G.L. y Hebb T. 2005]¹⁴⁶ Ambos son del tipo *DB (Defined Benefit)* o de *Prestación Definida*, y la prestación final que recibe el trabajador al jubilarse depende de su edad, de su base de cotización y del número de años trabajados.

La inversión de los fondos de pensiones en revitalización urbana ha sido puesta en cuestión por algunos detractores que piensan que puede suponer una disminución de rentabilidad para los partícipes de estos fondos, sin embargo, este argumento se combate justificando que estas inversiones están en línea con los retornos de mercado en función de su nivel de riesgo (*risk adjusted market rates of return*), bajo criterios de prudencia, con efectos sociales colaterales como beneficio adicional. Como botón de muestra, baste indicar que NYCERS ha obtenido una *TIR* del 9,33% en su programa de inversiones en vivienda social, lo que supera con creces los comparables de mercado (*benchmarks*). Cuando el orden de prioridad se invierte, dejando la rentabilidad en segundo término, guiados por motivaciones puramente políticas, pueden producirse efectos indeseados que menoscaban el patrimonio y la rentabilidad de los fondos.

En este sentido, es muy importante que estas inversiones se encuadren dentro de la política de asignación estratégica del fondo a los diferentes activos (*strategic Asset allocation policy*).

Los estudios realizados sobre la rentabilidad de las inversiones inmobiliarias en áreas de regeneración urbana demuestran que el crecimiento de rentas es similar al de las zonas prime de la misma ciudad, pero la compresión de *yields* (rentabilidades) es más acusada, lo que da lugar a un crecimiento mayor del valor de los activos, compensando así el mayor riesgo asumido al actuar en estos barrios deprimidos o deteriorados. Una vez que la zona

urbana inicia su proceso de regeneración y las rentas comienzan a crecer, se dispara el interés de los inversores por entrar en ella, lo que provoca un incremento de valor de los edificios rehabilitados. En todo el proceso, es fundamental el apoyo de las Administraciones Públicas, para crear el marco legal y fiscal adecuado, en orden a incentivar la revitalización de estos distritos que, debidamente orientados, crearán mas oportunidades de inversión que las zonas consolidadas. [Adair, A. Et al. 2005]¹⁴⁷

NYCERS, puso en marcha un *ETI* para destinar un 2% de sus activos a inversiones inmobiliarias en la ciudad de Nueva York, enfocadas a la construcción y rehabilitación de viviendas sociales. Uno de sus programas principales es el *PPAR Public-Private Apartment Rehabilitation*, que ha permitido financiar más de 14.000 apartamentos sociales, con préstamos 100% garantizados por la State of New York Mortgage Agency SONYMA o por la New York City Residential Mortgage Insurance Corporation REMIC. La operación se hizo en colaboración con CPC Community Preservation Corporation, que es la entidad local con experiencia en el barrio, mercado de alquiler, costes operativos, promotores, etc. Esta actuación pone nuevamente de manifiesto las sinergias existentes en los sistemas de colaboración público-privada entre los inversores institucionales, los operadores locales y las Administraciones Públicas.

Pueden citarse otros programas de rehabilitación como el de Cathedral Parkway Towers building del Mitchell-Lama Program, situado en upper Manhattan, consistente en la rehabilitación de un edificio de 309 viviendas sociales. Construido en 1975, se encontraba en un grave estado de deterioro con múltiples problemas para sus ocupantes. Su rehabilitación se hizo gracias a la colaboración entre la asociación de inquilinos del edificio, las agencias de vivienda federal, estatal y de la ciudad de Nueva York y los tres fondos de pensiones arriba citados, manteniendo las rentas reducidas de los arrendatarios y dándoles la opción de comprar sus viviendas. [New York Times, 2003]¹⁴⁸

Fig. 134 – Cathedral Parkway Towers. 424 W 110th Street New York, USA
Imagen de su rehabilitación térmica con aislamiento exterior
Fuente: Fotografías Google Maps

También merece ser destacado el proyecto puesto en marcha por el New York State Common Retirement Fund CRF para financiar la rehabilitación de más de 9.000 viviendas sociales.

Estas líneas de financiación se completan con la inversión directa en la adquisición de edificios, de perfiles *core*, *value added* y *opportunity* en 5 distritos de Nueva York, con objeto de estimular su economía a través de su rehabilitación, reposicionamiento y reutilización, a la vez que se obtiene un grado de diversificación y un retorno competitivo, adecuados para cumplir los compromisos del fondo con sus partícipes, en materia de prestaciones. Pueden citarse entre otros ejemplos, la adquisición por *NYCERS* del edificio de 58 plantas MetLife en Manhattan o la promoción del complejo de 4 edificios Avalon Chrystie Place en el lower east side de Manhattan con 900 apartamentos de los que un 20% son de renta limitada para familias de ingresos reducidos, incluyendo un centro de uso comunitario gestionado por University Settlement.

Un poco más al norte, en esta misma costa, el Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board PRIM, que gestiona el Pension Reserves Investment Trust PRIT, invierte también en programas de revitalización urbana a través de la definición de un *ETI* (*Economically Targeted Investment*), con criterios y estrategia de distribución de activos similares a los expuestos para los fondos anteriores. [Hagerman L.A., Clark G.L. y Hebb T. 2006]¹⁴⁹, asegurando un proceso de selección de inversiones dotado de la máxima transparencia y siempre garantizando la obtención de unos retornos ajustados al nivel de riesgo en línea con los comparables de inversiones similares (*benchmarks*). Sus inversiones se localizan en zonas deprimidas del centro ciudad, apoyándose en el valor de una localización estratégica.

En el estado de Massachusetts, la normativa exige a los fondos de pensiones invertir una parte de sus reservas en el propio estado, siempre que sea posible.

Uno de sus programas iniciales fue el denominado *American Dream*, que proporciona financiación para la adquisición de vivienda social por familias de ingresos moderados a bajos. Más adelante se crearon otras iniciativas en esta misma línea y sumando inversiones en propiedades comerciales e industriales.

Este fondo actúa bajo tres principios fundamentales: (i) aplicación de criterios de inversión estrictamente profesionales, (ii) retornos en línea con los comparables de mercado o *benchmarks* y (iii) separación entre los criterios políticos y legislativos y la gestión profesionalizada de las inversiones y siempre con base en una política de selección de activos estratégica.

El organigrama de la figura 135 siguiente muestra el flujo de capital desde los fondos de pensiones a la comunidad ciudadana a través del necesario proceso de análisis de inversiones y asignación a diferentes activos inmobiliarios, mediante la asociación con diferentes operadores y consultores especializados así como con las Administraciones Públicas involucradas, mediante estructuras de colaboración público-privada ("*public-private partnership*"), que resultan muy efectivas para desarrollar estas actuaciones y

Fig. 135 – Flujo de capital desde los fondos de pensiones a la comunidad urbana

Fuente: Harvard Law School. Oxford University. Boston 2007 [Hagerman L.A., Clark G.L. y Hebb T. 2007]¹⁵⁰

permiten manejar adecuadamente las restricciones impuestas por la normativa de aplicación.

Son estos colaboradores en la gestión de las inversiones: fondos y vehículos de inversión, *asset managers*, *developers*, *consultants*, etc. los que ponen en relación a los inversores institucionales con la revitalización urbana y les permiten desplegar grandes volúmenes de capital con retornos financieros y niveles de riesgo ajustados para ellos, a la par que generar retornos sociales para la comunidad, ya que los fondos de pensiones carecen del *expertise* y la capacidad para llevarlo a cabo. De ahí, la importancia de estas estructuras intermedias de gestión especializadas. El vehículo o fondo de inversión y el inversor institucional forman así una especie de simbiosis que permite la transformación de los barrios y la generación de las rentabilidades necesarias para hacer frente a las prestaciones sociales del fondo de pensiones.

Es también fundamental contar con el concurso de entidades de protección social locales, que conozcan bien la situación y necesidades de los diferentes barrios, para evitar que se produzcan procesos indeseados de gentrificación con expulsión de los residentes originales del distrito. Estos socios comunitarios actúan como enlace entre los inversores institucionales y la comunidad y aseguran que los objetivos sociales sean alcanzados, si bien la edición de estos resultados es más difícil de evaluar y está en un estadio menos avanzado que la valoración de los parámetros de rentabilidad económica en relación con sus comparables de mercado.

Como muestra de esta colaboración existente entre inversores institucionales, vehículos de inversión, entidades de cohesión social locales y autoridades, cabe citar el fondo denominado Urban Strategy America Fund, creado por Boston Real Estate, para canalizar la inversión de un selecto grupo de inversores institucionales, con el objetivo, además de generar el necesario retorno para los inversores, de contribuir al impulso y desarrollo de áreas y comunidades urbanas. Entre sus muchos proyectos destacan los siguientes:

- Lofts 881 en Bridgeport CT, que ha transformado un antiguo edificio de oficinas obsoleto en un nuevo desarrollo de 38 apartamentos asequibles.

Fig. 136 – Lofts 881 Lafayette Bulevar. Bridgeport, Connecticut. EE.UU.

Fuente: Google images.

- Waterbury Senior Housing en Connecticut, compuesto por tres complejos de apartamentos para la tercera edad, que totalizan 404 unidades.
- Olmsted Green, que ha transformado el antiguo solar del Boston State Hospital, de 170.000 m² de superficie, situado en el centro de Boston y que había permanecido desocupado e improductivo durante más de 25 años, en un nuevo barrio residencial, que incluye 287 viviendas sociales en venta y 151 en alquiler de renta limitada, habiendo creado 400 empleos durante su construcción y otros cuatrocientos permanentes. El proyecto incluye también 59 viviendas para tercera edad, un centro de salud mental y un centro de desarrollo comunitario (CDC Community Development Corporation), así como zonas verdes situadas en el centro de la ciudad. Todos los edificios cumplen los criterios medioambientales y de eficiencia energética. [Urban Strategy America Fund, 2019]¹⁵¹
- Winooski Falls, Vermont. EE.UU., complejo de edificios de uso mixto residencial, comercial y de oficinas, rehabilitado y reutilizado, mediante un acuerdo de colaboración público-privada con el Ayuntamiento de Winooski y las autoridades estatales y federales. Incluye además la preservación de un área natural de 40 hectáreas junto a la orilla del río, conectada con las cataratas.

Los beneficios medioambientales de estas inversiones son más fácilmente medibles, ya que los edificios rehabilitados pueden obtener certificaciones de eficiencia energética y neutralidad medioambiental, como el certificado LEED *“Leadership in Energy and Environmental Design”*, BREEAM, Well, u otros similares, como se desarrolla en el apartado 4.4 de esta Tesis.

En resumen, puede hablarse de un múltiple beneficio obtenido como resultado de estas actuaciones: (i) retorno económico para el fondo y por lo tanto mejora de las prestaciones sociales, (ii) regeneración urbana y reutilización del patrimonio para la ciudad, (iii) mejora de infraestructuras urbanas y equipamientos, (iv) puesta en el mercado de viviendas asequibles para familias de rentas bajas a moderadas, (v) consecución de objetivos de mejora en materia de eficiencia energética y medioambiental y, como consecuencia de todo ello, los beneficios sociales asociados para la comunidad, como la creación de empleo y actividad económica, disminución de la delincuencia, mejora del bienestar social, etc.

4.3.2. Intensificación y mezcla de usos

La ciudad se configura, desde sus orígenes, como una mezcla densa de usos y tráfico que conviven de forma lo más armoniosa posible, no siempre sin un cierto grado de conflicto, pero no por ello deja de ser ciudad. Los barrios que mejor funcionan y donde hay mayor demanda para vivir y trabajar son aquellos en que la mezcla de usos es más intensa y variopinta. Es precisamente este carácter multifuncional el factor que impide la terciarización de los centros urbanos.

Esa convivencia de diferentes usos y tráfico es lo que define la verdadera ciudad y la dota de auténtica y profunda vitalidad. Por eso, las limitaciones de uso deben reducirse a aquellos usos que sean realmente incompatibles por su carácter intrínseco o por su impacto negativo en el medio ambiente urbano.

Los cambios entre los diferentes usos deben ser posibles, sin necesidad de tener que elaborar planes especiales ni otros tipos de instrumentos de planeamiento. Tampoco parece tener sentido establecer limitaciones al uso residencial y menos aún basadas en los estándares teóricos de superficie de zonas verdes por habitante. La ciudad requiere de una densidad mínima adecuada para poder funcionar.

Para evitar repeticiones innecesarias este epígrafe se remite al apartado 6.3.3. de esta Tesis, en el que se desarrollan con mayor detalle todas estas cuestiones, en lo referente a usos y aprovechamientos urbanísticos.

El Gobierno francés ha impulsado también importantes actuaciones de regeneración urbana desde 1999 a través del Ministerio de Asuntos Urbanos, mediante el instrumento denominado *Contrats de Ville*, así como gracias a la promulgación de la *Loi relative à la solidarité et au renouvellement urbains* SRU, habiendo actuado en más de 1.500 barrios, con más de un millón de viviendas distribuidas en 50 proyectos de revitalización de antiguas áreas urbanas deprimidas y zonas industriales abandonadas, particularmente en las zonas norte y este de la región de París, atrayendo a un gran número de inversores internacionales, mediante la implementación de estructuras de colaboración público-privada.

Estos *Contracts de Ville* se firman entre el Estado y las Administraciones regionales y locales, incluyendo instituciones locales relacionadas con el bienestar social, la vivienda protegida, etc. y sumando a inversores institucionales dentro de un acuerdo marco que recoge el proyecto urbano y social, enfocado a implementar una intensificación y mezcla de usos adecuada, como base para la revitalización de la ciudad.

Una de las más relevantes de estas iniciativas es la de la Plaine Commune de Saint Denis, situada al norte de París, antiguo suburbio industrial que se ha transformado en un próspero distrito de negocios y usos mixtos, tras recuperar antiguos terrenos industriales contaminados, donde se asentaban infraestructuras ferroviarias y numerosas fábricas cerradas. El proyecto se incluye dentro del denominado *Grand Projet de Ville pour la Plaine Commune*. Se trata de una rea con 270.000 habitantes y 35 kilómetros cuadrados, situada en el eje estratégico París – Roissy aeropuerto Charles de Gaulle, para la creación de un núcleo de crecimiento urbano con mezcla de usos e implantación de nuevos

equipamientos, que prevé duplicar su número de habitantes y de empleos en los próximos 20 años.

La construcción de Estadio de Francia, así como la mejora de infraestructuras y transporte realizada por el Estado, ha sido un elemento esencial para impulsar el desarrollo de esta actuación y atraer el capital institucional, en un volumen superior a mil millones de euros para la construcción y rehabilitación de nuevos edificios, entre los que se han desarrollado 265.000 m² de oficinas, espacios comerciales, equipamientos y numerosas viviendas. [Nappi-Choulet, I. 2006]¹⁵²

Fig. 137 – Máster Plan de Plaine Commune S. Denis. Edificio en ruina.

Fuente: Imágenes de Google y *Gran Proyecto de Ville de Plain Commune*

Fig. 138 – Nuevo Liceo de Plaine Commune y Ecoquartier de la isla de S. Denis

Fuente: imágenes de Google

4.3.3. Revitalización del espacio público de convivencia

El gran factor de atracción de las personas hacia la ciudad y hacia la gran ciudad es precisamente su capacidad de impulsar la relación social y la interacción entre sus habitantes. Por ello es imprescindible impulsar la revitalización de sus espacios públicos de convivencia, dotándolos de los necesarios elementos de atracción y de creación de la necesaria tensión urbana.

No todos los nuevos espacios pueden convertirse en zonas verdes o ajardinadas, por otra parte, carísimas de mantener, sino que es necesario recuperar el concepto de la calle y de la plaza como espacio de relación social, basado en la mezcla de usos, actividades y tráficos, dotadas por supuesto de su correspondiente arbolado, como uno más de sus elementos.

Es razonable peatonalizar algunas calles o plazas singulares que, por sus características específicas o por su localización muy céntrica, así lo justifiquen, pero la verdadera calle es aquella en la que se mezclan todos los tráficos y cuantas más variedades mejor: peatones, bicicletas, coches particulares, transporte público etc. Es esa mezcla de actividad y usos lo que mantiene viva la ciudad y lo que buscan en ella sus residentes.

Las nuevas generaciones ya no tienen como ideal vivir en barrios residenciales de baja densidad en la periferia, muy al contrario, quieren habitar en el centro de la ciudad y tener a su alcance todos los servicios, actividades y capacidad de relación que la ciudad ofrece. El movimiento de regreso del suburbio a la ciudad parece imparable y además está en línea con los nuevos criterios de movilidad urbana y de eficiencia energética.

4.3.4. La Ciudad como reflejo de la actividad económica y de inversión

Como corolario de todo lo expuesto, puede afirmarse que la nueva ciudad emerge como centro de actividad económica y social, recuperando sus valores originales e históricos. Los centros urbanos, que antaño quedaron terciarizados y convertidos en barrios fantasmas fuera del horario laboral, recuperan hoy su vitalidad y uso continuados, mediante la implantación de un amplio abanico de actividades de toda índole, revitalizando áreas deprimidas y reutilizando edificios deteriorados o en desuso.

Mediante la puesta en marcha de actuaciones puntuales relevantes, se impulsa el desarrollo de amplias zonas urbanas deprimidas, facilitando su progreso, contribuyendo a ampliar la disponibilidad de espacios, para lograr un equilibrio con la demanda, que frene las actuaciones de carácter especulativo en las zonas más demandadas.

Los nuevos modelos de desarrollo económico y social de la ciudad pasan por la creación de riqueza mediante el impulso de una actividad económica rentable, integrada con la economía regional, estatal y global y orientada a la exportación. Las Administraciones Públicas deben crear el marco adecuado para facilitar e impulsar estas actividades e incentivar la inversión institucional en las áreas urbanas, compensando las desventajas y dificultades que pueda suponer la actuación en los centros de las ciudades, bien por el elevado coste del suelo o de los edificios a rehabilitar, bien por las dificultades de tramitación de las licencias necesarias, problemas de transporte y suministro en las áreas centrales, etc. [Porter M.E., 1995]¹⁵³

En este sentido, la aportación de los inversores institucionales en colaboración con las Administraciones Públicas, bien a través de inversiones directas o de proyectos de colaboración público-privada (PPP/PFI), puede ser un elemento dinamizador muy importante, como ya se ha visto en ejemplos como los citados de Lisboa, Barcelona, París y en varias ciudades de EE.UU., a los que se podrían añadir otros muchos como los puertos de Hamburgo o Rotterdam, etc.

Los recientes avances tecnológicos que dan lugar a la reducción de actividades tradicionales, creando otras nuevas, están actuando como elementos disruptivos que modifican los requerimientos de las ciudades, cuyo papel está resurgiendo, mediante un cambio en sus dinámicas de crecimiento, reforzado por la evolución demográfica.

Las ciudades se configuran como motores del crecimiento, compitiendo para atraer nuevas actividades y talento con alto nivel de educación, cuyos comportamientos y preferencias están cambiando aceleradamente. La preferencia por el uso frente a la propiedad y la economía colaborativa impulsan la importancia de un transporte público eficiente y la localización de viviendas asequibles en los centros urbanos que cuenten con un equipamiento comercial, asistencial y de ocio muy desarrollado, para así poder captar el talento creativo e innovador.

En este proceso de cambio de la economía tradicional a la nueva economía, sólo tendrán un futuro de éxito aquellas ciudades que sean capaces de satisfacer las nuevas demandas, que imponen los cambios del perfil de sus ciudadanos. Para ello es esencial la colaboración entre la industria, las universidades y las Administraciones, con objeto de impulsar el desarrollo de la ciencia, la tecnología, las energías limpias y los criterios de preservación medioambientales, de modo que pueda crearse un contexto atractivo para el talento de alto nivel de educación. Se trata de un proceso de cambio estructural y no meramente cíclico. [Gately M. Y Stewart P., 2018]¹⁵⁴

Estos criterios impulsarán la rehabilitación y reutilización del patrimonio edificado existente en los centros de las ciudades, así como su regeneración y revitalización, a través de la necesaria inversión inmobiliaria y en infraestructuras, para lo que los esquemas de colaboración público-privada resultan de enorme eficacia. El foco debe situarse preferentemente en las micro localizaciones céntricas y en el nivel de cada edificio concreto.

4.3.5. Las carencias de los nuevos barrios

En las ciudades actuales, son frecuentes los barrios de reciente creación, cuya escala desproporcionada con el ser humano y su falta de densidad mínima necesaria, los han convertido en suburbios insostenibles, tanto desde el punto de vista de vida y tensión ciudadana, como desde el de la eficiencia energética, sostenibilidad medioambiental y movilidad urbana. Entre sus carencias se pueden citar las siguientes:

- No existe centralidad ni el espacio público de relación definido y con tensión suficiente para atraer a sus habitantes.
- Suponen una solución de continuidad con el resto de la trama urbana y no tienen una conexión adecuada con ella, ni en términos de transporte ni de movilidad urbana.
- Los proyectos de arquitectura, aunque tengan un nivel alto de calidad, quedan como elementos aislados, incapaces de compensar estos defectos urbanos.
- Debido a su escala excesiva, los desplazamientos peatonales resultan largos y carentes de atractivo, de modo que la movilidad se basa en el vehículo privado, lo que dificulta la relación social y la aparición del comercio de calle.
- Como consecuencia, el equipamiento comercial se concentra en centros comerciales a los que no se puede ir andando
- El tipo de estructura urbana dificulta la aparición actividades sociales

- Carecen de la adecuada mezcla de usos y tráficos que define la ciudad, funcionando como ciudades dormitorio, cuyos habitantes tienen que desplazarse cada día hasta localizaciones distantes para trabajar, ir al colegio o realizar cualquier otro tipo de actividad
- El transporte público es muy deficiente, ya que su baja densidad no les permite disponer de una red de metro suficientemente tupida y tampoco existen suficientes plazas de aparcamiento en la calle, ni en aparcamientos públicos para los visitantes que acceden en vehículo privado.

Para corregir estos defectos y reconducir estos barrios creando ciudad real, será necesario estudiar la forma de redensificarlos, implantar la mezcla de usos y tráficos adecuada, de modo que alcancen la vitalidad propia de una auténtica ciudad.

4.4. EFICIENCIA Y SOSTENIBILIDAD

En nuestros días, los estándares de sostenibilidad y su certificación medioambiental se han convertido en un valor social, reputacional, comercial y económico universalmente aceptado.

Los inversores institucionales tienen entre sus objetivos prioritarios dotar a sus activos de los sellos de sostenibilidad de mayor rango posible a fin de cumplir sus criterios de RSC (Responsabilidad Social Corporativa) y poder ofrecer a sus arrendatarios espacios que a su vez les permitan también respetarlos.

Dado que la implicación de los inversores institucionales en materia de eficiencia y sostenibilidad ya se ha detallado con gran amplitud en los capítulos 1.3.5. y 4.3.1. de esta Tesis, no se repiten aquí las consideraciones ya realizadas, remitiéndose a dichos apartado.

4.4.1. Eficiencia energética y ajuste a las necesidades y criterios de uso actuales de los edificios

No solo se trata de observar los requerimientos de eficiencia energética, utilizando en los edificios energías renovables, sino también diseñarlos bajo parámetros de eficiencia espacial y racionalidad de usos y programas. Las nuevas formas de trabajo y los conceptos de *Workplace Management*, *Coworking* y *Wellness* se están imponiendo rápidamente, dando lugar nuevos diseños espaciales con espacios compartidos y colaborativos, puestos de trabajo móviles, oficinas sin papeles, etc.

Lo mismo empieza a suceder en el ámbito residencial con los modelos de *Coliving* y la vivienda flexible, que mediante cambios automatizados de configuración y mobiliario permite transformar espacios para usos y situaciones diferentes, optimizando la superficie total requerida.

Para adaptar los edificios existentes a estos estándares y características, será necesario someterlos a una profunda renovación cuya financiación podría contar con el soporte de la inversión institucional, por tener un perfil que encaja muy bien con este tipo de actuaciones.

Entre los principales organismos de certificación de eficiencia energética y sostenibilidad, pueden citarse LEED, BREEAM y WELL.

LEED (*Leadership in Energy and Environmental Design*) fue creada por el USGBC (United States Green Building Council) en el año 1993 y desde entonces se ha extendido a numerosos países, mediante la creación de Consejos nacionales, gozando de gran prestigio internacional. [USGBC, 2019]¹⁵⁵ En España existe el Spain GBC, que representa al GBC internacional. [SGBC, 2019]¹⁵⁶ Sus estándares y criterios están en constante evolución, adaptándose a las últimas tendencias en materia de construcción y uso sostenible de los edificios. Existen 4 niveles de valoración según los parámetros que se alcancen: Base, Plata, Oro y Platino. Pueden certificarse edificios de nueva construcción, en un proceso que se inicia desde la realización del proyecto o edificios existentes que se rehabiliten total o parcialmente. En el caso de las rehabilitaciones parciales, la certificación que se puede obtener suele ser la denominada, *Core & Shell*, que no incluye el edificio completo, sino sólo sus instalaciones y fachada, así como el uso medioambientalmente responsable por sus ocupantes.

BREEAM (*Building Research Establishment Environmental Assessment Method*) se creó en el Reino Unido en 1990 por el Building Research Establishment y es también una de las certificaciones de sostenibilidad para edificios más extendida en Europa y de mayor reconocimiento internacional. Contempla diversas modalidades para edificios de nueva construcción, rehabilitación, edificios en uso, comunidades, etc., así como varios niveles de calidad, según los parámetros que se alcancen: Correcto, Bueno, Muy Bueno, Excelente y Excepcional. También tiene representación en España a través de BREEAM ES. [BREEAM ES, 2019]¹⁵⁷

WELL (*Well Building Standard*) es una certificación creada en Nueva York (EE.UU.) por el *International Well Building Institute* (IWBI) en el año 2014, que pone el acento especialmente en temas relativos a la salud y bienestar de los usuarios de un edificio, además de en la eficiencia energética y sostenibilidad, en colaboración con GBCI (Green Business Certification Inc de Green Building Council). Aunque es un sello de más reciente creación está adquiriendo un gran desarrollo y prestigio internacional, dado el interés que los temas de salud y bienestar despiertan en la sociedad actual. [IWBI, 2019]¹⁵⁸

Además de las tres certificaciones reseñadas, existen otras muchas, además de la normativa española y europea de eficiencia energética, que clasifica los edificios en cinco niveles, A, B, C, D y E., según el Real Decreto 235/2013 de 5 de abril, por el que se aprueba el procedimiento básico para la certificación de la eficiencia energética de los edificios, y las Directivas del Parlamento Europeo: Directiva 2018/844 que modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la Eficiencia Energética de los Edificios y la Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética.

No se profundiza más en contenido y requisitos establecidos por estas certificaciones, por quedar fuera del ámbito y objetivos de esta Tesis.

4.4.2. Certificación medioambiental: valor social, comercial, reputacional y económico

Como ya se ha explicado en 1.3.5., se ha generado una creciente expectativa sobre el papel que pueden jugar los inversores institucionales para impulsar la economía sostenible. Como inversores a largo plazo, se están adaptando a estrategias de inversión y de gestión de riesgos en línea con la responsabilidad social y el crecimiento económico sostenible.

De este modo, los inversores institucionales van a producir un fuerte impacto en la economía sostenible o economía verde, implementando herramientas de gestión orientadas a la sostenibilidad (*sustainable friendly*) así como incorporando criterios relativos al control del cambio climático en sus estrategias de asignación de inversiones, así como en la selección de sus Asset Managers o vehículos de inversión. En ese sentido, los fondos soberanos han creado el Climate Action SWFs Working Group (Grupo de Trabajo de Acción sobre el Clima) y, por su parte, el IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds) está fomentando unos criterios de inversión a largo plazo que incluye un análisis de riesgo y oportunidades relacionadas con el clima. [IFSWF, 2019]¹⁵⁹

En septiembre de 2015, 193 países miembros de las Naciones Unidas acordaron la *Agenda de Desarrollo Sostenible 2030*, que incluye 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible ODSs (SDGs *Sustainable Development Goals*), prolongando y ampliando los Objetivos de Desarrollo del Milenio (*Millenium Development Goals*) que terminaban en diciembre de ese año. La filosofía de inversión de los inversores institucionales encaja muy bien con estos objetivos. Por ejemplo, la inversión en infraestructuras de transporte, energía, etc., que juega un papel sustancial en el logro de estos objetivos, se ajusta muy bien a los parámetros de inversión institucional, debido a los largos plazos que requiere. Todo ello en formatos de colaboración público privada con los Gobiernos y Administraciones Públicas.

La ONU es consciente de la importancia de contar con un sólido soporte financiero para alcanzar estos objetivos y ha lanzado un llamamiento a los grandes inversores institucionales privados y públicos, incluyendo los fondos soberanos, para alimentar la inmensa necesidad de inversión y financiación requerida para desarrollar estos objetivos, durante los próximos años.

La conferencia de París, celebrada en diciembre de 2015 como vigésimo primera sesión de la Conference of the Parties (COP) dentro de la United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC), reforzó estos objetivos y sus acuerdos fueron suscritos por 174 países en Nueva York, en abril de 2016.

En respuesta a estos requerimientos, el IFSWF (International Forum of Sovereign Wealth Funds) que representa un 70% de los activos de estos inversores (más de 5 billones de dólares USD), decidió explorar las posibilidades de inversión en actividades sostenibles e identificar los retos y oportunidades más relevantes, para establecer un programa de

inversión a largo plazo en esta materia. En esta línea, en diciembre de 2017 un grupo de 6 grandes fondos soberanos estableció el One Planet Sovereign Wealth Fund Working Group, para acelerar y concentrar esfuerzos, con el objetivo de integrar los riesgos y oportunidades financieros relacionados con el cambio climático en la gestión a largo plazo de una gran masa de activos, a través de compromisos para desarrollar un marco de gobierno con criterios sociales y medioambientales (ESG *Environmental, Social, Government Framework*), que incluye métodos e indicadores que puedan recoger las prioridades de los inversores en estas cuestiones.

Para dar una idea del recorrido futuro de la economía sostenible, baste citar que los bonos verdes emitidos en 2016 representaron solamente un 0,9% del mercado global de bonos (82.000 millones, frente a 9,2 billones de dólares)., aunque supuso una cifra doble de la del año anterior, lo que indica el crecimiento tan acelerado de estas inversiones. La previsión es de que este ritmo de crecimiento próximo al 100% anual se mantendrá en los próximos años.

CICERO (Center for International Climate Research) ha desarrollado una metodología denominada *Shades of Green*, para evaluar el nivel de alineamiento de los bonos verdes con los objetivos de reducción de emisiones de CO₂ a largo plazo, distinguiendo 4 categorías: (i) *Dark Green*, (ii) *Medium Green*, (iii) *Light Green* y (iv) *Brown*.

Francia se ha convertido en la avanzadilla en cuestiones de orden medioambiental con la promulgación en 2015 de la legislación denominada *Transición energética para el crecimiento verde*, que introduce por primera vez la obligación, para los inversores institucionales con más de 500 millones de euros en activos, de informar sobre sus emisiones de CO₂, indicando los riesgos de cambio climático, así como sus inversiones en materia de desarrollo de combustibles fósiles y huella de carbono. Si estos criterios normativos se extendiesen a otros países, podrían movilizar recursos estimados de hasta 100 billones de dólares, en manos de estos inversores, hacia los sectores de energías renovables y bonos verdes (*Green Bonds*).

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE) ha co-fundado y co-dirige el G20 Green Finance Study Group (GFSG) en unión del People's Bank of China (PBC) y del programa de medioambiente de la ONU (*UN Environment*), cuyo objetivo es impulsar las posibilidades del sistema financiero para movilizar capital en inversiones verdes.

Del mismo modo, el fondo soberano de Noruega NBIM, creado por el Ministerio de Finanzas, ha incluido en sus estatutos la inversión responsable ISR como parte integrante de su gestión y está colaborando con Naciones Unidas en la implementación de los PRI *Principles for Responsible Investment*, dentro de las reformas propuestas por la Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), una de cuyas misiones fundamentales es la integración de los criterios ESG (ASG: Ambientales, Sociales y de Gobernabilidad) en los procesos de decisión de inversiones. [PRI, 2019]¹⁶⁰

De acuerdo con Preqin, la inversión de los fondos soberanos en inmobiliario e infraestructuras ha crecido un 63% en los dos últimos años, lo que ha supuesto una profesionalización de sus equipos internos, para gestionar activos complejos,

permitiéndoles así una mayor implicación en inversiones sostenibles, dada la relación de estos proyectos de infraestructuras y energía con la economía verde.

[Garzón, F. (ICEX)y Santiso, J. (IE), 2017]¹⁶¹

4.4.3. Experiencia internacional: Mapa de desarrollo

El mapa que se inserta a continuación muestra una panorámica global de las inversiones realizadas por los fondos soberanos en materia medioambiental, agrupadas por diferentes sectores: bonos verdes, energías renovables, infraestructuras sostenibles, *Startups* verdes, Portfolio ESG, Agricultura ecológica, Investigación medioambiental, y otros, con indicación de los fondos inversores en cada una de ellas.

La mayor parte de los proyectos reflejados se encuentran en el sudeste asiático y África, así como en Norteamérica. Sorprende el escaso desarrollo en Europa Occidental, excepto islas británicas y Noruega así como en América del Sur.

Fig. 139 – Mapamundi de inversiones sostenibles de los fondos soberanos

Fuente: I.E. Business School e ICEX, 2017

5

CAPÍTULO

ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN VIGENTE

5.1. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

Esta Tesis doctoral pretende llamar la atención de la comunidad profesional, académica y política relacionada con la protección del patrimonio y abrir un debate sobre la reconsideración de sus criterios. Para ello será preciso llevar a cabo un trabajo de análisis de la normativa vigente en la materia y de los catálogos de edificios protegidos, continuando el ya realizado por el Doctor Sardiza Asensio, para posteriormente proponer las modificaciones que resultasen oportunas.

Se prestará especial atención a los objetivos de las leyes y a aquellos aspectos que se consideran determinantes en su redacción, con objeto de valorar el grado de acierto de su desarrollo.

En lo que se refiere a sus resultados y desde la reflexión que se propone, es especialmente relevante la observación de características tales como su voluntad de implicar a la iniciativa privada, la flexibilidad en la regulación de los usos y su viabilidad para avanzar en la protección y mejora del patrimonio.

Se van a cotejar leyes referentes a la conservación del patrimonio histórico, tales como la *Ley 16/1985, de 25 de junio, del Patrimonio Histórico Español* y la *Ley 3/2013, de 18 de junio, de Patrimonio Histórico de la Comunidad de Madrid*; leyes acerca de la renovación urbana como la *Ley 4/2013, de 4 de junio, de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado del Alquiler de Viviendas* y la *Ley 8/2013, de 26 de junio, de Rehabilitación, Regeneración y Renovación urbanas*; así como las directivas europeas sobre temas energéticos, como la *Directiva (UE) 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la Eficiencia Energética de los Edificios* y la *Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética*, que tiene como consecuencia los informes de Estrategia de Gestión de Rehabilitación Energética presentados por España ante la UE, en los años 2014 y 2017. Se ha elegido esta legislación en concreto por su implicación en el tema de esta Tesis y porque las posibles consecuencias derivadas de su aplicación podrían afectar de forma significativa a la revitalización del patrimonio en España.

5.1.1. Ley 16/1985, de 25 de junio, del Patrimonio Histórico Español.

En el preámbulo de la Ley, en lo que se refiere al Patrimonio de los Bienes Inmuebles, se pueden leer los siguientes párrafos, aclaratorios de sus objetivos principales:

“...La Ley dispone también las fórmulas necesarias para que esa valoración sea posible, pues la defensa del Patrimonio Histórico de un pueblo no debe realizarse exclusivamente a través de normas que prohíban determinadas acciones o limiten ciertos usos, sino a partir de disposiciones que estimulen a su conservación y, en consecuencia, permitan su disfrute y faciliten su acrecentamiento.”

“... la Ley estipula un conjunto de medidas tributarias y fiscales y abre determinados cauces nuevos que colocan a España en un horizonte similar al que ahora se contempla en países próximos al nuestro por su historia y su cultura y, en consecuencia, por su acervo patrimonial. De esa forma se impulsa una política adecuada para gestionar con eficacia el Patrimonio Histórico Español.”

“...En consecuencia, y como objetivo último, la Ley no busca sino el acceso a los bienes que constituyen nuestro Patrimonio Histórico. Todas las medidas de protección y fomento que la Ley establece sólo cobran sentido si, al final, conducen a que un número cada vez mayor de ciudadanos pueda contemplar y disfrutar las obras que son herencia de la capacidad colectiva de un pueblo. Porque en un Estado democrático estos bienes deben estar adecuadamente puestos al servicio de la colectividad en el convencimiento de que con su disfrute se facilita el acceso a la cultura y que ésta, en definitiva, es camino seguro hacia la libertad de los pueblos.”

En ellos se reconoce que la defensa del patrimonio no debe realizarse mediante normas que prohíban o limiten, sino de disposiciones que estimulen. Pero, a continuación, establece tribunales, medidas fiscales, prohibiciones, limitaciones y obligaciones y no cede ningún papel a la iniciativa privada.

En lo que se refiere a las instituciones del Estado que se atribuyen las funciones de vigilancia y protección del patrimonio, y más concretamente a las instituciones consultivas, el apartado 2 del artículo 3 de la Ley dice:

“Sin perjuicio de las funciones atribuidas al Consejo del Patrimonio Histórico, son instituciones consultivas de la Administración del Estado, a los efectos previstos en la presente Ley, la Junta de Calificación, Valoración y Exportación de Bienes del Patrimonio Histórico Español, las Reales Academias, las Universidades españolas, el Consejo Superior de Investigaciones Científicas y las Juntas Superiores que la Administración del Estado determine por vía reglamentaria, y en lo que pueda afectar a una Comunidad Autónoma, las instituciones por ella reconocidas. Todo ello con independencia del asesoramiento que, en su caso, pueda recabarse de otros organismos profesionales y entidades culturales.”

Es decir, que queda a la discrecionalidad del Consejo del Patrimonio Histórico y de la Administración del Estado la posibilidad de efectuar o no las correspondientes consultas a las instituciones relacionadas.

De la lectura de los artículos sucesivos de la Ley se desprenden los criterios que la inspiran.

La protección formal de todo cuanto queda en los edificios y un exquisito cuidado en cualquier tipo de intervención, incluida la reconstrucción más formalista. El uso casi exclusivamente público y escasamente desviado del que tuvo en su día y, siempre, la posibilidad de convertirlo en museo, centro de interpretación o similar.

5.1.2. Ley 3/2013, de 18 de junio, de Patrimonio Histórico de la Comunidad de Madrid

En el preámbulo de la ley se especifican con detalle los objetivos perseguidos en la redacción de la misma. En el segundo párrafo se da cuenta de las limitaciones en la efectividad de la ley anterior y se reconoce la escasa eficacia de una administración de carácter censor, que apenas cuenta con los particulares, salvo como sujetos de restricciones y cargas, reconociendo la necesidad de colaboración público-privada, como único camino capaz de garantizar verdaderamente la protección perdurable de los bienes protegidos. Así se dice:

“La Constitución Española consagra en su artículo 46 la obligación de todos los poderes públicos de garantizar la conservación y promover el enriquecimiento del patrimonio histórico, cultural y artístico de los pueblos de España ...”

“... Sin embargo, tras más de catorce años de aplicación, se ha puesto de manifiesto la necesidad de introducir una serie de modificaciones en el régimen jurídico del patrimonio histórico a los efectos de llevar a cabo una simplificación normativa que permita dotar de mayor seguridad jurídica a los ciudadanos y promover la agilización de los trámites administrativos...”

“... trata de escapar a la tradicional concepción de norma predominantemente prohibitiva, para realzar, frente al papel pasivo de los particulares como sujetos de límites y cargas, un aspecto activo de colaboración, que es el único que puede garantizar una salvaguarda perdurable de estos bienes.”

A pesar de esta declaración de intenciones, al entrar en el articulado, la nueva ley, que viene a sustituir a la redactada con catorce años de anterioridad, no entra en medidas sustantivas, sino que recorta tímidamente algunos de los plazos determinados en la legislación precedente. Solamente establece como necesidad promover la agilización de los trámites administrativos, sin entrar en la modificación de las cuestiones más sustanciales.

El Título I está dedicado a los procedimientos y registros administrativos. En el Título II se establecen las normas básicas para la protección del patrimonio histórico. Los Títulos III y IV regulan las normas de protección aplicables a los bienes. El Título V regulariza los regímenes especiales de protección, definiendo y estableciendo el régimen de protección aplicable en cada caso. El VI se ocupa de las medidas especiales para fomentar la conservación, investigación, documentación, recuperación y difusión del patrimonio histórico de la Comunidad de Madrid por parte de la iniciativa privada. Y el VII se dedica a exponer las medidas para el restablecimiento de la legalidad infringida y el régimen sancionador.

De la voluntad inicial de fomentar la participación de los particulares, ya en el índice no queda nada. España es un país con uno de los patrimonios, no sólo mas notables sino, sobre todo, más abundantes del mundo. El coste de su conservación, en consecuencia, puede llegar a ser inmenso. La consolidación y/o rehabilitación de edificios en estado de deterioro o incluso ruina y su posterior mantenimiento son muy onerosos e imposibles de sufragar en una parte significativa por el tesoro público. Sin el concurso de la participación privada, una parte importante de este patrimonio estará condenado a un grado de conservación siempre insuficiente.

La Ley no define la composición de las comisiones de protección ni a la cualificación de sus miembros. Esa cualificación es de primordial transcendencia, dado el importante efecto de sus actuaciones y responsabilidad de sus decisiones. En el punto 3 del artículo 5, que se refiere a las Administraciones competentes y colaboración entre Administraciones Públicas, dice:

“Se podrán constituir Comisiones de Patrimonio Histórico en aquellos Municipios o conjuntos de Municipios que tengan bienes inmuebles declarados o sobre los que se haya incoado expediente de declaración de Bien de Interés Cultural en la categoría de Conjunto Histórico. Su composición, organización y funcionamiento serán objeto de desarrollo reglamentario.”

Y en el apartado 4 del mismo artículo 5:

“El Consejo Regional de Patrimonio Histórico es el principal órgano consultivo en materia de patrimonio histórico. En dicho Consejo podrán tener cabida las Administraciones e instituciones públicas y las asociaciones constituidas para la defensa del patrimonio histórico. Asimismo, la Comunidad de Madrid podrá consultar, entre otras instituciones, a la Real Academia de la Historia, a la Real Academia de Bellas Artes de San Fernando, a las Universidades Públicas de Madrid, al Consejo Superior de Investigaciones Científicas y a los Colegios profesionales madrileños relacionados con esta materia.”

Es decir que se mantiene, como único, el camino institucional que deja de lado el criterio de los profesionales, es decir de los arquitectos, para considerar casi únicamente el de los políticos quiénes podrán consultar, si así lo consideran oportuno, a otras instituciones.

Únicamente se reducen, en esta ley, algunos plazos, que siguen siendo excesivos y poco más. Se incrementan las obligaciones por parte de los particulares con nuevas figuras preceptivas en los casos que la Administración así lo considere, y se extienden las facultades de la Administración, por medio de ineludibles informes favorables de comisiones de dudoso criterio que prevalecen, de modo sorprendente, sobre el juicio de profesionales de prestigio. Es oportuno señalar, porque trasciende la anécdota, la negativa respuesta del Ayuntamiento de Madrid al notable arquitecto Norman Foster, en relación con la instalación en Madrid de su fundación en el Palacete del Duque de Plasencia en la calle Monte Esquinza 48.

Pero lo que no figura en la ley es ningún tipo de medidas encaminadas a flexibilizar los criterios de protección del patrimonio en lo que se refiere a los usos permitidos en los inmuebles protegidos.

5.1.3. Ley 8/2013, de 26 de junio, de Rehabilitación, Regeneración y Renovación urbanas

En el preámbulo de la ley, verdadera declaración de intenciones parece reflejarse la inquietud del legislador por los problemas que comporta la falta de interés de ciudadanos y actores económicos por la rehabilitación del patrimonio y la regeneración de la ciudad.

“Los problemas económicos y sociales existentes en torno al mercado del suelo y la vivienda en España son de muy diversa índole y, en buena medida, anteriores a la crisis económico-financiera. La mayoría tienen, de hecho, un carácter estructural y no solo coyuntural, si bien algunos de ellos se han visto agravados por el cambio de ciclo económico, al tiempo que han contribuido también a agudizar la crisis. “

“La tradición urbanística española, como ya reconoció el legislador estatal en la Ley 8/2007, de 28 de mayo, del Suelo, se ha volcado fundamentalmente en la producción de nueva ciudad, descompensando el necesario equilibrio entre dichas actuaciones y aquellas otras que, orientadas hacia los tejidos urbanos existentes, permiten intervenir de manera inteligente en las ciudades, tratando de generar bienestar económico y social y garantizando la calidad de vida a sus habitantes.”

Y, seguidamente, siempre en el preámbulo, se enumeran los objetivos perseguidos:

“potenciar la rehabilitación edificatoria y la regeneración y renovación urbanas, eliminando trabas actualmente existentes y creando mecanismos específicos que la hagan viable y posible.”

“ofrecer un marco normativo idóneo para permitir la reconversión y reactivación del sector de la construcción, encontrando nuevos ámbitos de actuación, en concreto, en la rehabilitación edificatoria y en la regeneración y renovación urbanas.”

“... fomentar la calidad, la sostenibilidad y la competitividad, tanto en la edificación, como en el suelo, acercando nuestro marco normativo al marco europeo, sobre todo en relación con los objetivos de eficiencia, ahorro energético y lucha contra la pobreza energética.”

No se recogen en esta Tesis los contenidos de escaso interés de los numerosos artículos de esta ley, entre los que sorprende que no menos de veinte puntos hayan sido anulados por el Tribunal Constitucional, pero baste señalar que, con tan elevados objetivos, el único resultado que parece se ha logrado ha sido la exigencia de redactar el Informe de Evaluación de los Edificios, que comprende la Evaluación de su Estado de Conservación, las Condiciones Básicas de Accesibilidad universal y la Certificación Energética.

Este texto legal sigue sin incluir ningún tipo de medidas para flexibilizar los criterios de protección del patrimonio ni las posibilidades de uso asignadas al mismo. Tampoco aporta ninguna novedad respecto a los criterios de actuación y responsabilidad de las comisiones de protección, ni sobre los requisitos de cualificación profesional de sus miembros. Una vez más, detrás de una potente y ambiciosa declaración de intenciones, no hay más que otra nueva exigencia administrativa a los actores económicos, habiendo perdido la ocasión para fomentar de forma real la colaboración de la iniciativa privada e institucional en esta materia.

5.1.4. Ley 4/2013, de 4 de junio, de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado del Alquiler de Viviendas

En España, tradicionalmente, se ha invertido el ahorro familiar en vivienda. Ello ha producido una alta tasa de propiedad, hasta hace poco tiempo la más alta de los países de nuestro entorno. Según Eurostat, en 2007 la tasa de vivienda en propiedad se estimaba en torno al 80,6%, mientras que, en los últimos diez años, ha bajado hasta situarse en el 77,7%, en lo que significa un claro cambio de tendencia. [Eurostat, 2016]¹⁶²

Se ha mencionado con anterioridad, que las generaciones más jóvenes muestran un claro interés por el alquiler que obedece, no sólo a razones económicas, sino a un cambio en las expectativas de movilidad derivadas de la globalización del mercado laboral. La propiedad de la vivienda constituye, sin lugar a duda, un anclaje espacial y limita, en consecuencia, la movilidad de los trabajadores.

España es el país europeo con mayor índice de vivienda por cada 1.000 habitantes y también destaca como uno de los que posee un menor parque de viviendas en alquiler. Esto tiene como consecuencia, además, la existencia de un elevado número de viviendas en propiedad, vacías y sin ningún uso.

Como ya se ha señalado, el mercado arrendaticio español está muy atomizado y se identifica por relaciones particulares entre arrendador y arrendatario, con muy pocas entidades dedicadas al alquiler de vivienda en grandes carteras y se sitúa lejos de un verdadero y eficiente mercado profesionalizado de alquiler.

Las enormes ayudas públicas a la adquisición de la vivienda han fomentado una formidable y desproporcionada industria de la construcción, que ha derivado en una crisis económica de proporciones mucho mayores que en otros países europeos.

Sin embargo, no existen las cuantiosas ayudas al alquiler que, especialmente en viviendas para jóvenes y estudiantes, se ofrecen en algunos países de Europa. Éstas ayudas y las disposiciones encaminadas a fomentar la rehabilitación del enorme patrimonio arquitectónico existente en España son claras asignaturas pendientes en el mercado español.

El reducido número de viviendas en alquiler en nuestro país ha sido el motivo de la publicación de la Ley 4/2013, que así lo explicita en su preámbulo.

“Esta Ley tiene, por tanto, el objetivo fundamental de flexibilizar el mercado del alquiler para lograr la necesaria dinamización del mismo, por medio de la búsqueda del necesario equilibrio entre las necesidades de vivienda en alquiler y las garantías que deben ofrecerse a los arrendadores para su puesta a disposición del mercado arrendaticio.”

Sin embargo, más allá de algunas especificaciones en torno a la duración y prórroga de los contratos y al bloqueo de los mismos que ya recogía la Ley 29/1994, de 24 de noviembre, de Arrendamientos Urbanos, no incorpora respuestas a las necesarias exigencias para el fomento real del alquiler.

Efectivamente, en el preámbulo de la ley, se menciona como objetivo:

“... la búsqueda de mecanismos de flexibilización y dinamización de este mercado deba moverse en un marco que consiga atraer al mismo, al mayor número posible de las viviendas actualmente vacías y sin ningún uso, en manos de propietarios privados”.

Pero ya en el mismo preámbulo se anuncian las limitadas medidas que se recogen a continuación y que no facilitan en modo alguno los pretendidos objetivos ni flexibilizan ni dinamizan el mercado del alquiler:

“El régimen jurídico aplicable, reforzando la libertad de pactos y dando prioridad a la voluntad de las partes, en el marco de lo establecido en el título II de la Ley.”

“La duración del arrendamiento, reduciéndose de cinco a tres años la prórroga obligatoria y de tres a uno la prórroga tácita, con objeto de dinamizar el mercado del alquiler y dotarlo de mayor flexibilidad. De esta forma, arrendadores y arrendatarios podrán adaptarse con mayor facilidad a eventuales cambios en sus circunstancias personales.”

“La recuperación del inmueble por el arrendador, para destinarlo a vivienda permanente en determinados supuestos, que requiere que hubiera transcurrido al menos el primer año de duración del contrato, sin necesidad de previsión expresa en el mismo, dotando de mayor flexibilidad al arrendamiento.”

“La previsión de que el arrendatario pueda desistir del contrato en cualquier momento, una vez que hayan transcurrido al menos seis meses y lo comunique al arrendador con una antelación mínima de treinta días. Se reconoce la posibilidad de que las partes puedan pactar una indemnización para el caso de desistimiento.”

Algunas de estas medidas, tales como dejar a merced del acuerdo entre las partes alguno de los términos del contrato, algo que debería ser evidente y se trata como una concesión, o la posibilidad de que el arrendatario pueda desistir del contrato en cualquier momento, hecho éste que crea incertidumbre y aumenta el riesgo para el inversor institucional, dejan patente la debilidad de la ley y la escasa voluntad de alcance de la misma.

Da la impresión de que el legislador se ha enfocado más hacia el fomento del alquiler individual por propietarios privados, que hacia potenciar la creación de grandes patrimonios de viviendas en régimen de alquiler por parte de los inversores institucionales, que es la vía de producir un incremento rápido y sustancial de la oferta que contribuya a dinamizar el mercado y estabilizar las rentas.

Naturalmente, tras cinco años de vigencia de la ley, no se observan síntomas de mejora. El mercado del alquiler continúa estando muy desequilibrado y no muestra señal alguna de profesionalización.

En todo caso, da la impresión de que, de nuevo, se ha perdido una gran oportunidad de modificar la actual situación mediante la legislación adecuada. No parece que se haya alcanzado nada de lo reflejado en la exposición de motivos de la ley ni de lo expuesto en el preámbulo, desvirtuando por completo el contenido y el objetivo incluido en el título.

5.1.5. Real Decreto Ley 21/2018 de 14 de diciembre de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Alquiler.

Este nuevo RDL había venido a dar marcha atrás en los pocos avances planteados por la Ley 4/2013, volviendo a la situación anterior a la misma e introduciendo nuevos elementos desincentivadores para el desarrollo del mercado de alquiler profesionalizado.

Además, había roto el equilibrio de recechos y obligaciones entre arrendador y arrendatario, así como la igualdad jurídica entre arrendadores privados e institucionales en perjuicio de estos últimos.

Sin embargo, con fecha 22 de enero de 2019, ha sido derogado por el Congreso de los Diputados, al no haber alcanzado la mayoría necesaria para su convalidación, por lo que ya no está en vigor.

Sólo a título informativo y para conocer los criterios que trataba de aplicar el Gobierno, pueden citarse, entre otras modificaciones, las siguientes:

- Se establece una duración mínima del arrendamiento, obligatoria para el arrendador, de 5 años si el arrendador es persona física o de 7 si es persona jurídica (La ley anterior lo fijaba en 3 años). En contratos de duración inferior a estos plazos, el contrato podrá prorrogarse por voluntad del arrendatario hasta alcanzar los plazos citados.
- Se alarga la prórroga tácita de 1 a 3 años.
- Se limitan las garantías complementarias a un máximo de dos mensualidades de renta.
- Todos los gastos de gestión del arrendamiento serán de cuenta del arrendador si es persona jurídica.
- El plazo para el desahucio se tendrá que adecuar en el caso de inquilinos en situación de vulnerabilidad, a criterio de los servicios sociales.

Todas estas medidas hubieran provocado sin duda una caída del interés de los inversores institucionales en poner en el mercado nuevas viviendas en alquiler, lo que habría frenado el necesario proceso de equilibrio entre oferta y demanda y contribuido a que continuase el incremento de los niveles de rentas. No obstante, su derogación, ha creado entre los inversores una gran incertidumbre sobre la regulación futura de este mercado, desincentivando las inversiones previstas en el mismo.

Además de ello, recientemente el Gobierno, a través del Ministerio de Fomento, ha encomendado al INE la elaboración de un índice de precios de arrendamiento, lo que podría ser un indicio de su intención de regular o intervenir los precios máximos de arrendamiento de viviendas. Ello va en línea de las intenciones que ya han manifestado algunos ayuntamientos como el de Barcelona y el de Madrid en este mismo sentido. Si este tipo de políticas se llevasen a cabo, supondrían un grave retroceso del mercado de alquiler de viviendas, de consecuencias enormemente negativas para la sociedad en general y para sus estratos más desfavorecidos en particular.

5.2. ANÁLISIS CRÍTICO DE LA LEGISLACIÓN EUROPEA DE APLICACIÓN

5.2.1. Directiva (UE) 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2018 que modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la Eficiencia Energética de los Edificios y la Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética

En el año 2012, la Unión Europea, consciente de la trascendencia a medio y largo plazo del uso de la energía, publica una directiva relativa a la eficiencia energética de los edificios como responsables del 40% del consumo total de energía. Esta directiva, así como la Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética, ha sido recientemente modificadas en mayo de 2018, por la Directiva (UE) 2018/844 del Parlamento Europeo.

La mencionada Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética, en su artículo 4, referente a la renovación de edificios, establece lo siguiente:

“Los Estados miembros establecerán una estrategia a largo plazo para movilizar inversiones en la renovación del parque nacional de edificios residenciales y comerciales, tanto público como privado. Dicha estrategia comprenderá:

- a) un panorama del parque inmobiliario nacional basado, según convenga, en un muestreo estadístico;
- b) una definición de enfoques rentables de renovación en relación con el tipo de edificio y la zona climática;
- c) políticas y medidas destinadas a estimular renovaciones exhaustivas y rentables de los edificios, entre ellas renovaciones profundas por fases;
- d) una perspectiva de futuro destinada a orientar las decisiones de inversión de las personas, la industria de la construcción y las entidades financieras;
- e) un cálculo, fundado en datos reales, del ahorro de energía y de los beneficios de mayor radio que se espera obtener.

El 30 de abril de 2014, se publicó una primera versión de la estrategia, que se debería actualizar cada tres años y sería remitida a la Comisión en el marco de los *Planes Nacionales de Acción para la Eficiencia Energética*.”

Tal como se señala en el final de este artículo, todos los países de la Unión deberán elaborar sus Planes Estratégicos para su ajuste a la mencionada directiva.

5.2.2. Objetivos 2020 Cambio Climático y Sostenibilidad Energética

En lo que refiere a los Objetivos 2020, la Directiva Europea establece, en el párrafo inicial, lo siguiente:

“La Unión se ha comprometido a aplicar la estrategia Europa 2020, que ha establecido los objetivos de crecimiento inteligente, sostenible e integrador, subrayando el papel de la investigación y la innovación como motores principales de la prosperidad económica y social y de la sostenibilidad medioambiental, y se ha

fijado el objetivo de aumentar el gasto público en investigación y desarrollo para atraer un volumen de inversión privada de hasta dos tercios de la inversión total, hasta alcanzar un total acumulado del 3 % del producto interior bruto (PIB) de aquí a 2020, elaborando al mismo tiempo un indicador de la intensidad de la innovación. El presupuesto general de la Unión debe reflejar este ambicioso objetivo dando un giro hacia inversiones orientadas al futuro, como la investigación, el desarrollo y la innovación.”

A raíz de esta publicación, se exige a los países de la Unión Europea la aplicación de dicha estrategia, de acuerdo con lo establecido aquí para alcanzar los objetivos 2020. Ello da lugar a los dos informes de estrategia suscritos por España, que se examinan a continuación.

5.2.3. Estrategia de Gestión de Rehabilitación energética presentada por España a la UE

Fig. 140 – Portada del informe BPIE 2014
[BPIE, 2014]¹⁶³

Como consecuencia de la aprobación, en el año 2012, de la Directiva 2012/27/UE de 25 de octubre, relativa a la eficiencia energética, y con el fin de establecer un marco para luchar, desde esta perspectiva, contra el cambio climático, la escasez de recursos, la dependencia energética y la crisis económica, España presentó su informe denominado *Estrategia a largo plazo para la rehabilitación energética en el sector de la edificación en España*, antes de la terminación del plazo obligatorio en abril de 2014.

El objetivo de este trabajo era garantizar la implementación efectiva de la Directiva de la UE sobre el rendimiento energético de los edificios (EPBD) y la Directiva de eficiencia energética de 2012 EED (Energy Efficiency Directive) [Comisión Europea, 2012] ¹⁶⁴, así como definir la forma de financiación y la implementación de mejoras de eficiencia energética en los edificios existentes.

Según el análisis del Buildings Performance Institute Europe (BPIE), *Renovation Strategies of Selected EU Countries 2014*, Alemania, Austria, Dinamarca y los Países Bajos no cumplían con el artículo 4 de la Directiva de Eficiencia Energética de la UE sobre estrategias de rehabilitación energética de edificios y Francia sólo alcanzaba un cumplimiento parcial. Sólo cuatro de las 10 estrategias nacionales de rehabilitación de edificios presentadas cumplían el artículo 4 de la Directiva Europea 2012/27, según el BPIE.

El BPIE está compuesto por un grupo de expertos sin fines de lucro que se centra en el análisis independiente y la difusión de conocimientos, y apoya la formulación de políticas basadas en la evidencia, en el campo del rendimiento energético en edificios. Como centro de experiencia en todos los aspectos de eficiencia energética, energía renovable y rendimiento energético de los edificios europeos, el Instituto se centra en el análisis y asesoramiento de políticas y comparte el conocimiento a través de estudios, resúmenes de políticas, presentaciones y eventos. El objetivo de BPIE es hacer que un entorno sostenible y bajo en carbono se convierta en realidad en Europa.

COMPLIANCE WITH EED ARTICLE 4 REQUIREMENTS						
COUNTRY	Overview of building stock	Identification of cost-effective approaches to renovation	Policies to stimulate cost-effective renovation	Forward-looking perspective to guide investment decisions	Estimate of expected energy savings and wider benefits	OVERALL level of compliance with Article 4
Austria	3	2	1	0	1	28%
Brussels Capital Region	5	5	3	2	2	68%
Czech Republic	3	3	4	4	4	72%
Denmark	2	1	4	0	1	32%
France	4	4	4	2	2	64%
Germany	4	2	3	2	3	56%
The Netherlands	3	0	3	1	3	40%
Romania	3	3	4	4	4	72%
Spain	4	4	3	4	3	72%
The UK	5	4	3	3	3	72%
AVERAGE	3.6	2.8	3.2	2.2	2.6	58%

⁷ http://ec.europa.eu/energy/efficiency/studies/doc/2014_guidance_energy_renovation_buildings.pdf

Fig. 141 – Cumplimiento requisitos EED 2012 según informe BPIE

Fuente: BPIE, *Renovation strategies of selected EU countries 2014* [BPIE, 2014]¹⁶⁵

El BPIE promueve guías de prácticas para mejorar el rendimiento energético de los edificios. El potencial para reducir el consumo de energía y las emisiones de CO₂ asociadas se ha estimado entre el 70% y el 90% para 2050, utilizando tecnologías conocidas. El desafío radica en crear e implementar un marco de políticas e inversiones que consiga ese potencial, así como otros muchos beneficios sociales vinculados a edificios eficientes. El BPIE apoya un enfoque multifacético para lograr mejoras de eficiencia e integrar energía renovable en edificios, y promueve medidas regulatorias e incentivos financieros que conducen a la construcción de edificios de energía nula o energía positiva y la renovación de edificios existentes a niveles comparables. También apoya la formulación de políticas basadas en la evidencia al proporcionar datos y conocimientos a través de sus informes, así como la asociación en varios proyectos europeos.

En el informe publicado en noviembre de 2014 se valora positivamente el texto español con el siguiente comentario:

“La estrategia española incluye una buena evaluación técnica del stock de edificios y las oportunidades de ahorro de energía. Señala la importancia estratégica de la renovación de edificios e identifica la necesidad de proporcionar información y asesoramiento, una financiación adecuada y una fuerza laboral adecuadamente capacitada. Se han identificado acciones específicas que reducen los obstáculos burocráticos y ayudan a financiar las medidas de renovación. La renovación de edificios se considera un componente clave para mejorar las condiciones económicas en España, reactivar el sector de la construcción y revitalizar las áreas urbanas. Se identifican múltiples beneficios, incluida la mejora de la calidad de vida que se debe a la reducción del gasto en energía y la mejora de las condiciones de confort interior para los ocupantes. En general, la estrategia cumple con los requisitos básicos del artículo 4”. [BPIE,2014] ¹⁶⁶

Se han valorado tanto la importancia estratégica de la renovación de edificios, como su componente clave de la mejora de las condiciones económicas en España, así como la reactivación del sector de la construcción y la revitalización de las zonas urbanas.

El artículo 4 de esta Directiva requiere que todos los Estados miembros desarrollen a medio-largo plazo estrategias que incentiven las inversiones en la renovación profunda del parque inmobiliario. No sólo encaminadas a animar al mercado de inversión en el sector, sino también a proporcionar confianza a los propietarios de edificios, para acometer su rehabilitación.

Este informe se refiere a los diez Estados miembros (Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Francia, Alemania, Países Bajos, Rumania, España y Reino Unido) que presentaron, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha límite (abril de 2014), la estrategia exigida por esta directiva europea.

El BPIE puntúa los informes de estos países en función de los cinco requisitos que marca el citado artículo 4: (i) visión general del parque inmobiliario nacional, (ii) enfoques rentables a las renovaciones, políticas y medidas para estimular rehabilitaciones profundas rentables, (iii) perspectiva de futuro para orientar las decisiones de inversión y (iv) estimación basada en la evidencia de los ahorros previstos y los beneficios obtenidos.

Parece obligado recordar que los edificios existentes son responsables de hasta un 40% de las necesidades energéticas en la Unión Europea, y de más de un tercio de las emisiones de gases de efecto invernadero. Por otra parte, los europeos pasan, por término medio, el 90% de su tiempo en el interior de un edificio, ya sea residencial, de oficinas o terciario, por lo que es determinante su confort interior.

A pesar de la valoración positiva que recibe España de este organismo independiente, el informe señala que ninguno de las estrategias presentadas "establece un camino claro y estratégico y la mayoría carecen de planes audaces y decididos".

A este respecto, el BPIE establece que los beneficios deben ser cuantificados mejor, no sólo en términos de energía, emisiones de carbono y ahorro de costes, sino también en

términos de impacto económico, beneficios sociales y mejoras medioambientales. Esto es, las políticas y medidas de apoyo deben ser desarrolladas con más detalle para ofrecer incentivos destinados a una renovación eficaz.

La renovación profunda del parque inmobiliario es considerada clave para la reactivación del sector de la construcción y la revitalización de las zonas urbanas. La estrategia, que cumple con los requisitos básicos del artículo 4 de la Directiva Europea, incluye además una serie de mejoras para el confort interior de las viviendas.

Con todo, el BPIE sugiere que la Comisión Europea debería proporcionar una orientación más eficaz a los Estados miembros, así como amonestar a los seis países (Grecia, Hungría, Luxemburgo, Polonia, Portugal y Eslovenia) de los 28 miembros que no presentaron, a fecha de 15 de octubre de 2014, sus estrategias, transcurridos más de 6 meses de la fecha límite para hacerlo. También insta a los Estados miembros a tomarse más en serio el necesario programa de rehabilitación de edificios.

El repetido artículo 4 de la Directiva obliga a los estados a actualizar y volver a presentar sus estrategias cada tres años, porque, como asegura el BPIE, "deben ser documentos vivos, que evolucionen con el tiempo al igual que el mercado se adapta a las nuevas soluciones tecnológicas, los costes o la demanda de los consumidores".

Oliver Rapf, director ejecutivo del BPIE, asegura: "Nuestro análisis revela un enfoque muy poco sistemático de las estrategias, que no se ajustan a las directrices de la Directiva. Los gobiernos están perdiendo las oportunidades que la rehabilitación del parque de viviendas existentes proporciona para abordar los retos de la seguridad energética, el estímulo económico y el cambio climático".

Puede considerarse como muy positivo que el BPIE, una entidad independiente asesora de la UE, considere la Estrategia de Gestión de Rehabilitación presentada por España entre las mejores de Europa. Pero es necesario asumir seis asignaturas pendientes identificadas por el GTR, que se deben resolver para que estas estrategias se traduzcan en resultados: la racionalización de las ayudas públicas, nuevos instrumentos de financiación, profesionalización del sector, elaboración de planes regionales, creación de una Agencia para la Rehabilitación y puesta en marcha de proyectos piloto. [GTR 3, 2014]¹⁶⁷

Sin embargo, en la estrategia presentada por España a la UE en 2017, la valoración no ha resultado tan positiva en algunos aspectos, como se indica a continuación en dos párrafos extraídos del informe elaborado por el BPI en 2017 [BPIE, 2017]¹⁶⁸:

"España tuvo durante muchos años un proceso de participación muy exitoso con las partes interesadas, a través de GTR 3 y en los últimos dos años, el proyecto BUILD UPON Horizon 2020.¹⁶⁹ Sin embargo, no existe un plan gubernamental de partes interesadas a nivel nacional, aunque algunas ciudades están promoviendo activamente el compromiso de las partes interesadas, con la participación del ciudadano, a través de "mesas redondas de renovación".

“En el caso de España y Francia, los enfoques de costo de la renovación de la energía también se abordaron de manera significativa. Sin embargo, ninguna de las tres estrategias proporcionó información adecuada sobre los requisitos de inversión o ahorro de energía y beneficios más amplios.”

REQUIREMENT	DESCRIPTION	RATING
Overview of the national building stock	The 2014 strategy provided a good overview of the building stock, but this has not been updated in the current strategy. However, an update of the strategy is planned once the latest census and energy consumption data have been acquired.
Cost-effective approaches to renovations	Cost effectiveness was covered in detail in the 2014 strategy; as above, this section will be reviewed once new data becomes available.
Policies and measures to stimulate deep renovation	There is a comprehensive and detailed description of existing measures and policies, as well as a reasonable analysis and understanding of barriers. That said, the proposed measures in the 2014 strategy have not become policies.
Forward-looking perspective to guide investment decisions	At present, the analysis is rather weak, but investment requirements are due to be updated once new data becomes available. Existing funding sources are enumerated, but no new funding streams or financing options have been proposed.
Energy savings and wider benefits	Savings were already quantified in 2014. Other wider benefits, which are the subject of growing interest, were identified but not quantified. It is noteworthy that energy poverty is addressed in the 2017 strategy, whereas it was not discussed in the 2014 version.

OVERALL ASSESSMENT: some of the strong points of the 2014 Spanish renovation strategy are not carried through into this 2017 version

Fig. 142 – Informe BPIE 2017 de estrategia de renovación presentada por España

Fuente: BPIE Building Performance Institute Europe. National Renovation Strategies. [BPIE, 2017]¹⁷⁰

En el cuadro anterior se recogen los aspectos negativos que, con relación al informe estratégico de 2014, no han mejorado las propuestas, fundamentalmente por cuestiones de financiación. Concretamente, se hace en los términos siguientes:

“En la actualidad, el análisis es bastante débil, pero los requisitos de inversión se actualizarán una vez que se disponga de nuevos datos. Se enumeran las fuentes de financiación existentes, pero no se han propuesto nuevas fuentes ni opciones de financiación.”

“Los ahorros ya se cuantificaron en 2014. Otros beneficios más amplios, que son objeto de un creciente interés, se identificaron pero no se compensaron. Cabe destacar que la pobreza energética se aborda en la estrategia de 2017, mientras que no se trató en la versión de 2014.”

Como apunta el BPIE en su análisis y de acuerdo con su estimación positiva respecto a la estrategia presentada por España, una de las claves es que identifica claramente la necesidad de facilitar información al usuario, y reducir los obstáculos burocráticos. Por ello, no sorprende que una de las críticas al informe más reciente hable de que, si bien se enumeran las fuentes de financiación existentes, no se han propuesto nuevas fuentes ni opciones de financiación.

Se ha puesto de manifiesto en los epígrafes anteriores que la detección de los problemas, el análisis de las carencias y el diagnóstico de la situación son correctos. En los preámbulos

de las leyes anteriormente mencionadas figuran catálogos completos de buenas intenciones. Sin embargo, la redacción de las mismas queda enterrada en articulados farragosos y oscuros de los que no aflora nada que haga percibir, en palabras del BPIE, planes audaces y decididos de futuro.

5.3. ANÁLISIS CRÍTICO DE OTRA LEGISLACIÓN VIGENTE RELEVANTE

5.3.1. Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras, desarrollada por el Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras.

Como ya se ha indicado en el apartado 1.1.2., esta nueva legislación sustituyó a la anterior, integrada por la *Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*, cuyo Texto Refundido se aprobó por *Real Decreto Legislativo 6/2004 de 29 de octubre*, BOE 267 de 05.11.2004, así como por el *RDL 1/2002 Texto refundido Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones* y *RD 304/2004 de 20 de febrero Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones*.

Esta nueva normativa, si bien se adapta a las directivas europeas en la materia, ha mantenido unas determinaciones muy similares a la anterior, incluso más restrictivas en materia de validez de inversiones y no ha aprovechado la oportunidad de su nueva redacción para alinearse con los estándares comerciales europeos ni con los incentivos existentes en otros países para fomentar el desarrollo de los sistemas de previsión social basados en el ahorro.

Para evitar repeticiones en el contenido de esta Tesis, este apartado se remite a lo reflejado en el epígrafe 6.3.2. en relación con la necesidad de acompasar la normativa española a los estándares europeos e internacionales, como única forma de competir, en un mundo globalizado, por la captación de este capital, así como en lo concerniente a la normativa de inversiones para las compañías aseguradoras y fondos de pensiones, dotándola de mayor flexibilidad en cuanto a las condiciones exigidas a los activos inmobiliarios, para que puedan computarse dentro de la cobertura de reservas o provisiones técnicas de estas entidades.

5.3.2. Ajuste de la legislación a la realidad económico-social

Tras el análisis de la legislación vigente efectuado, queda patente la necesidad de realizar un ajuste importante de su contenido y determinaciones a los requerimientos de la nueva realidad económica, demográfica y social y, muy especialmente, en lo tocante a promover el paso paulatino y equilibrado del sistema de pensiones público de reparto, casi exclusivo en España, a sistemas mixtos de reparto y ahorro, tanto públicos como privados, que permitan adaptarse a la evolución de la estructura poblacional prevista, de forma que se garantice la viabilidad futura de todo el sistema.

Los países más avanzados de Europa en esta materia, como Holanda, países nórdicos, Alemania y otros, iniciaron este proceso hace muchos años y han logrado un equilibrio entre ambas modalidades que les permite mirar al futuro con seguridad. En los cambios legislativos que han ido implantando sobre esta cuestión se puede encontrar un buen ejemplo de cómo se puede modificar la legislación vigente para ir alcanzando, sin provocar efectos indeseados, los objetivos necesarios. En el epígrafe 6.3.2. de este documento se dan algunas orientaciones sobre estas posibles modificaciones, que no se reopiten aquí, para no alargar en exceso el contenido de esta Tesis.

En materia de revitalización del patrimonio y regeneración urbana, parece interesante apostar por proyectos de cooperación de instituciones públicas y privadas capaces de hacer crecer de modo sustancial, en los términos adecuados y con la máxima preservación del patrimonio, las posibilidades de actuación en los centros de las ciudades. Pero para ello será necesario revisar los conceptos de preservación del patrimonio en términos renovados y renovadores, con ineludible acento contemporáneo, dentro de los criterios de *Protección Sostenible* definidos en esta Tesis. Todo ello se desarrolla con detalle en el apartado 6.3 siguiente.

5.3.3. Homogenización de la legislación a la luz de la regulación internacional

La falta de coherencia entre las diferentes legislaciones autonómicas y la legislación estatal, así como su elevada complejidad es uno de los factores que frenan, de forma importante el desarrollo de la inversión inmobiliaria institucional, muy en especial cuando de inversores extranjeros se trata. A esta multiplicidad legislativa se une el frecuente desvío en comparación con los estándares de nuestros países competidores, tanto en materia urbanística y técnica, como también en aspectos corporativos, jurídicos y fiscales, que empujan a muchos de estos inversores internacionales a dirigir su interés hacia otros mercados más favorables y transparentes.

Como se expone con más detalle en 6.3.1., las Administraciones Públicas españolas deben tomar las medidas necesarias para aproximarse a los estándares medios de los países de nuestro entorno y procurar la homogeneización de las diferentes legislaciones autonómicas entre ellas y con la de ámbito nacional.

CAPÍTULO

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS

6.1. CAMBIO EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS A LA PREVISIÓN SOCIAL

6.1.1. Trasvase de recursos de los sistemas de reparto a los de capitalización

Se ha constatado cómo la evolución de las pirámides de población y el aumento del gasto sanitario provocarán un gran incremento de los recursos destinados a los sistemas de previsión social, que deberán ir balanceando sus fondos del actual sistema de reparto al de ahorro. Ello generará grandes masas monetarias que tendrán que invertirse de forma eficiente, lo que, unido a la tendencia creciente a asignar un mayor porcentaje a la inversión inmobiliaria, por su baja correlación con otros activos y mayor rentabilidad, canalizará hacia este sector una parte cada vez mayor de dichos recursos.

En el apartado 2.1.1. se ha expuesto como en los próximos 50 años la población mayor de 64 años en España se multiplicará por más de 2, pasando del 18,2% actual a un 38,7% en 2064, alcanzando una cifra de 15,8 millones de personas. En 2049 la *Tasa de Dependencia* entre la población en edad de trabajar, 16 a 64 años y el resto de la población (menores de 16 años y mayores de 64) pasará del 47,8% en 2010 al 89,6%. Si se considera la *Ratio de Dependencia* entre los trabajadores activos y los pensionistas, los valores pasan de un rango del 20-40% actual a un 40-80% en 50 años.

En el epígrafe 2.1.4. se indica que la *Ratio de Dependencia (Support or Dependency Ratio)* entre los mayores de 65 años y la población en edad laboral (20 a 64 años), han pasado en la OCDE de un 13,9% en 1950 a un 27,9% en 2015, estimándose que alcanzarán un 53,2% en 2050 y un 58,6% en 2075. Estos porcentajes varían entre los diversos países, pero la tendencia al incremento es muy similar. En España la ratio en 2015 era de un 30,6% con la previsión de llegar a un 70,4% en 2075.

De estos datos se deriva la conclusión de que los recursos necesarios para atender a la protección social de esta población jubilada se tendrán que multiplicar por más de 2, lo que hará necesario aumentar la masa de ahorro necesaria para cubrirlo al menos en la misma proporción.

Por otro lado y a pesar de los sistemas compensatorios que se están introduciendo por la mayor parte de las legislaciones nacionales en materia de jubilación y pensiones, el enorme aumento de la *Ratio de Dependencia* hará imprescindible pasar paulatinamente una parte importante de las coberturas de jubilación y salud, del sistema piramidal de reparto (*Pay-as-you-go*, *PAYGO* o *PAYG*) al de ahorro o capitalización (*Funded system*), bien como sistema complementario obligatorio o bien voluntario, como ya se ha empezado a hacer en los países más avanzados en esta materia. Este trasvase de fondos contribuirá a incrementar en mayor medida el volumen de fondos asignados a la cobertura de estas prestaciones sociales.

6.1.2. Porcentajes de asignación objetivo en línea con los países de nuestro entorno y con la evolución de los parámetros de población y necesidades sociales

Como se ha visto, en los países que se encuentran en una fase más avanzada de este proceso, como Reino Unido, EE.UU., países escandinavos y Holanda entre otros, los volúmenes invertidos en inmobiliario son significativamente mayores. Esto hace pensar que otros muchos países se irán incorporando poco a poco a esta tendencia.

Analizando los valores de la *Tasa de Sustitución TS* que se recogen en el apartado 2.2.2., en las figuras 77 y 78 y su relación con el ahorro en fondos de pensiones y otros activos financieros, así como con el volumen de inversión inmobiliaria respecto a I PIB, (capítulo 3.2, figuras 107, 108 y 10), puede constatarse la correlación que existe entre la TS pública y el volumen destinado a la inversión inmobiliaria respecto al PIB en casi todos los países estudiados.

Se observa como los países que presentan volúmenes altos de inversión inmobiliaria en terciario son aquellos que tienen TS públicas bajas y un gran desarrollo de los sistemas de previsión privados, basados en el ahorro, sucediendo lo contrario en los países con las TS públicas más elevadas como España y Austria.

La tendencia general observada es la de ir reduciendo paulatinamente las TS públicas basadas en sistemas de reparto e incrementar correlativamente las privadas, tanto obligatorias como voluntarias, soportadas por sistemas de capitalización, hasta alcanzar una distribución equilibrada entre ambas que de lugar a un sistema de protección eficiente y sostenible a largo plazo. Por ejemplo, en Holanda, que es uno de los países donde la TS total es más elevada (90,7%), la TS pública es sólo de un 29,5% y el resto se cubre por la TS privada obligatoria. La media de los miembros de la OCDE es de una TS pública del 40,6% complementada por una TS privada obligatoria del 13,4% más una voluntaria del 14%, lo que suma una TS total del 67,9%.

Si se compara el peso de la inversión inmobiliaria doméstica en terciario en España respecto a su PIB (0,53% equivalente a unos 6.300 millones de euros anuales) con el de países como Holanda (0,93%), Francia (0,97%) o Alemania (1,08%), puede considerarse que existe un amplio recorrido de crecimiento para esta forma de inversión en España. Ello sin llegar a los países más sobresalientes en este aspecto como Suecia (3,33%), Reino Unido (2,77%) o Estados Unidos (2,67%).

Sumando ambos efectos, incremento de la masa de recursos necesarios para cubrir las necesidades de la previsión social (doble de los dedicados actualmente) más el aumento de la inversión en el sector inmobiliario derivada del paso paulatino del sistema de reparto al de ahorro, que también se duplicaría, se tendrá un factor multiplicador de 4 sobre el volumen de inversión actual.

Si a todo ello se le une la tendencia de los inversores institucionales a aumentar la porción de sus inversiones en inmobiliario desde la media actual del 10,4% a un equilibrio de un 20,0% del total de sus carteras, en un plazo de 20 a 25 años, como se ha explicado en 1.3.1., se produciría una nueva duplicación del volumen de inversión, dando como resultado un factor multiplicador de 8 respecto al importe actual.

Este aumento de la porción asignada al inmobiliario deberá ser mucho más acentuado en España, donde las compañías aseguradoras tienen una exposición al *real estate* de solamente el 3,75% de sus carteras, por lo que, para alcanzar los niveles de equilibrio citados, tendrían que multiplicar por más de 5 el peso del inmobiliario en sus reservas técnicas. La misma conclusión se extrae de comparar los activos de los planes de pensiones respecto al PIB, observándose que las cifras medias de los países que se muestran en la figura 108 multiplican también por 5 la de España.

6.2. EFECTOS DE ESTE CAMBIO DE ASIGNACIÓN EN LA INVERSIÓN INMOBILIARIA INSTITUCIONAL

Según lo indicado en 1.5.9. y 3.1.1. se pueden considerar los siguientes montantes de inversión inmobiliaria en terciario en 2018:

- Global: 700.000 millones de dólares USD
- EMEA: 300.000 millones de dólares USD
- España: 15.000 millones de dólares USD

Sin considerar las variaciones provocadas por la evolución del ciclo económico, estas cifras de inversión anuales podrían incrementarse sustancialmente, de acuerdo con los multiplicadores anteriormente indicados, de modo que, en un plazo de 20 a 25 años, podrían alcanzar unos valores entre 4 y 8 veces los actuales.

En el apartado 3.2.3 se muestran las cifras hipotéticas a las que estos cambios de asignación darían lugar en el caso de España, considerando un plazo de 20 años con un incremento de inversión de un 7,0% anual. Bajo estas premisas, en 2039 se generaría un volumen de inversión anual en inmuebles de uso terciario, en moneda constante, de 50.300 millones de euros. Si el 50% de este volumen se destinase a construcción y rehabilitación de edificios y el otro 50% sólo a transacciones de edificios existentes, daría lugar a la edificación o rehabilitación de más de 1800 edificios de 4.500 m² de superficie, considerando una inversión media (suelo más construcción más beneficio) de 3.000 €/m². Todo ello sin incluir la inversión adicional en construcción y rehabilitación de viviendas, que en 2018 ha sido del orden de 80.000 viviendas, que a 100 m² de superficie media y

2.500 €/m² de inversión en su promoción, alcanzaría un volumen adicional de inversión de 20.000 millones de euros.

Como se ha explicado en 1.6.2. y 3.2.1., la proporción de estas inversiones destinada a la rehabilitación del patrimonio observa una tendencia creciente y se distribuye entre los diversos tipos de edificios: equipamientos públicos y privados, residenciales, oficinas, comerciales, etc. incidiendo de forma significativa en los de carácter histórico o cultural.

Ya se ha visto como en Europa la media de inversión en rehabilitación de vivienda varía, según los diferentes años, entre el 54% y el 61% de la inversión total en residencial y como en España ha crecido muy significativamente de un 18,6% en 2002 a un 59,9% en 2016, en línea con los estándares europeos.

De acuerdo con estos porcentajes, sólo con dedicar a la rehabilitación un 50% de la inversión estimada para 2039 en construcción de inmuebles de uso terciario, se podrían rehabilitar anualmente del orden de 900 edificios de una media de 4.500 m². La aplicación de estos recursos a la rehabilitación y revitalización del patrimonio generará unos efectos de gran impacto social y urbano.

Aprovechar de manera eficaz la disponibilidad de estos capitales crecientes para orientarlos hacia la revitalización del patrimonio y la regeneración urbana tendrá que pasar por una reconsideración de los criterios de protección del patrimonio y su forma de aplicación (*Protección Sostenible*). Ello deberá permitir una mayor flexibilidad, tanto en las actuaciones como en los cambios de usos necesarios, al objeto de reinventar estos edificios y dotarlos de la necesaria utilidad social y rentabilidad económica. Así se conseguirá que los *Edificios Muertos* se revitalicen y pasen a convertirse en *Edificios Activos* o *Assets*.

6.3. LEGISLACIÓN A REDACTAR O MODIFICAR

Tras la lectura y análisis de la legislación vigente más relevante en esta materia y después de advertir sus limitaciones y carencias, se exponen las siguientes conclusiones:

- La legislación referente al patrimonio histórico resulta altamente exigente con los propietarios de estos edificios. Establece un amplio abanico de obligaciones de gravoso cumplimiento en cuanto a conservación y mantenimiento de los inmuebles.
- No permite actuaciones que se salgan mínimamente de una rígida normativa, sujeta estrictamente a unos criterios obsoletos, inviables en la actualidad y sin futuro, limitándose a aceptar, en la mayoría de los casos, usos culturales o museísticos como única alternativa.
- Somete el criterio profesional de la actuación arquitectónica al juicio único de instituciones, como las diversas comisiones de protección del patrimonio, regidas e integradas por funcionarios, en muchos casos no suficientemente cualificados, sin posibilidad alternativa.

- Entiende que los propietarios que cuentan con ese patrimonio deben mantenerlo a sus expensas, aunque, en algunas ocasiones, puedan contar algunas con ayudas públicas.
- No se consideran otras posibles alternativas que permitan la rentabilización de los edificios protegidos, para lograr la autofinanciación de su rehabilitación y mantenimiento.

Con objeto de mejorar la calidad urbana y facilitar la rehabilitación y revitalización del patrimonio arquitectónico, deben implementarse medidas que verdaderamente conformen un escenario capaz de ofrecer a los particulares, y especialmente a los fondos de inversión institucionales, el necesario atractivo para canalizar sus inversiones hacia esa importantísima posibilidad de mejora de las ciudades.

Las cuestiones esenciales, que posibilitarían la reutilización de los edificios en el momento actual y en un futuro próximo, pueden concretarse en:

- Incorporación y acceso de la iniciativa privada a los procesos de rehabilitación y revitalización de los edificios protegidos.
- Implementación de usos viables, demandados por la sociedad en la actualidad o en un futuro próximo.
- Juicio adecuado, profesional y contemporáneo de la actuación arquitectónica a desarrollar.

Para ello y, sin ánimo de realizar una enumeración exhaustiva, se mencionan a continuación algunas de las pautas cuyo seguimiento resultaría aconsejable:

- Promover la rehabilitación de edificios desocupados de propiedad pública, estén o no protegidos, para uso de oficinas, de viviendas en alquiler o de otros socialmente requeridos.
- Liberar los edificios protegidos de los centros de las ciudades de los usos dotacionales y culturales que los hacen inviables desde el punto de vista económico para su desarrollo, flexibilizando su cambio a usos socialmente demandados y económicamente viables.
- Captar y canalizar inversiones privadas mediante derechos de superficie o concesiones administrativas con periodos de reversión mínimos de 50 años.
- Facilitar viviendas de sustitución, en áreas próximas, a inquilinos de edad avanzada que no puedan acometer las reformas necesarias en las viviendas y en los edificios que las contienen, mediante derechos de uso por periodos vitalicios, de modo que los edificios que resulten desocupados puedan recibir las inversiones necesarias para su completa rehabilitación. Tanto la provisión de las viviendas de sustitución como el coste de rehabilitación del edificio desalojado podrían ser financiadas por los inversores en esquemas de PPP (*Private Public Partnership*), en plena propiedad o en derecho de uso o de superficie a largo plazo.
- Fomentar con ayudas y desgravaciones la contribución de los particulares e inversores institucionales a la rehabilitación y reutilización de edificios que se encuentren actualmente en mal estado.

- Eliminar o reducir el importe de las licencias de aquellas obras encaminadas a la mejora energética de los edificios, implementando incluso ayudas para su ejecución.
- Operaciones de colaboración de instituciones públicas y privadas PPP/PFI (*Private Public Partnership* y *Private Finance Initiative*) que multipliquen las acciones de protección del patrimonio.

Es imprescindible asumir que el ingente patrimonio arquitectónico existente en España como en otros países europeos (España e Italia son los dos países con más lugares declarados por la Unesco como Patrimonio de la Humanidad) hace imposible, para las Administraciones Públicas, destinar los recursos necesarios para atender a la rehabilitación y posterior conservación de todos aquellos inmuebles que lo requieren. Por ello, la implicación de la inversión institucional en tan ingente tarea resultaría enormemente beneficiosa para contribuir a mejorar muy notablemente el grado de conservación del patrimonio histórico.

Para atraer la atención y el interés del enorme capital disponible para estas inversiones, será necesaria la aceptación de nuevos usos que permitan la conservación del patrimonio arquitectónico, dotando a los edificios de una nueva vida en lugar de someterlos a la momificación a que actualmente están condenados muchos de ellos.

6.3.1. Estabilidad y seguridad de la normativa. Simplificación y coherencia entre la regulación estatal y la autonómica

Dos de los requisitos más valorados y, en gran medida, imprescindibles para los inversores institucionales son la estabilidad de la normativa vigente y la seguridad jurídica en su forma de aplicación. Sin estas garantías de continuidad, es imposible poder analizar las inversiones a largo plazo con la suficiente certidumbre como para que puedan ser aprobadas por los comités de inversión de estos inversores. El binomio rentabilidad-riesgo, acepta rentabilidades muy moderadas, siempre y cuando el riesgo asumido sea bajo. La inestabilidad de la regulación aumenta el riesgo y puede reducir muy significativamente la rentabilidad por debajo de los umbrales mínimos que estas instituciones pueden admitir. Si se genera entre la comunidad inversora una impresión de que la legislación de un país es inestable y cambia frecuentemente, sus decisiones y objetivos de inversión se canalizarán de modo inmediato a otros mercados que se consideren regulatoriamente más estables, perdiendo esa fuente de generación de riqueza y bien estar social.

Por ello, es necesario que las Administraciones Públicas sean conscientes de la importancia de estos dos factores y traten de evitar las continuas modificaciones de la normativa y legislación vigentes, que puedan espantar a este tipo de inversores, que una vez hayan decidido abandonar el país, no regresarán en muchos años. Desgraciadamente en España el grado de estabilidad regulatorio es muy bajo y nuestros políticos, de todos los signos, introducen constantemente en sus programas la promesa de modificar el entramado legal vigente. Esta circunstancia es sobradamente conocida en el mundo de la inversión institucional y reduce de forma muy significativa las posibilidades de captación

de inversiones de nuestro país muy por debajo del volumen que le correspondería recibir en función de su PIB y del resto de sus fundamentales. Podrían citarse muchos ejemplos, algunos muy recientes, como las modificaciones en el régimen de arrendamientos urbanos, los cambios impuestos al desarrollo de Madrid Nuevo Norte, etc.

Otro hándicap importante que frena a muchos inversores institucionales de ámbito internacional es la falta de coherencia entre las diferentes legislaciones autonómicas y la legislación estatal, así como su elevada complejidad, características que se agravan todavía más cuando de normativa de ámbito municipal se trata. A ello hay que unir los dilatados y complejos procedimientos de tramitación y aprobación de licencias, planeamiento y demás autorizaciones administrativas necesarias para operar en España, en general mucho más largos y complicados que los de muchos de nuestros países competidores en captar esta inversión. Las Administraciones Públicas españolas deben tomar las medidas necesarias para aproximarse a los estándares medios de los países de nuestro entorno y procurar la homogeneización de las diferentes legislaciones autonómicas entre ellas y con la de ámbito nacional. La competitividad no puede reducirse a unos sueldos más reducidos y a unas condiciones laborales menos favorables que las de nuestros vecinos. La verdadera competitividad estriba en ofrecer a los inversores unas condiciones de seguridad, certidumbre y facilidad de actuación mejores que las de otros posibles destinos para su inversión.

6.3.2. Legislación sobre vehículos de inversión inmobiliaria, seguros privados y pensiones

No procede repetir aquí la legislación vigente de aplicación que ya se ha mencionado en los apartados 1.1.2., 1.1.3. y en el capítulo 5 de esta Tesis, sino más bien poner de manifiesto las reflexiones que sobre ella puedan resultar de interés para los objetivos que esta Tesis se propone.

Como cuestión primordial a resaltar se debe insistir en la necesidad de acompañar la normativa española a los estándares europeos e internacionales, como única forma de competir, en un mundo globalizado, por la captación de este capital. Esta adecuación debe llevarse a cabo, tanto en materia regulatoria y normativa técnica y urbanística como también en materia jurídica, corporativa y fiscal. Ejemplos de fracasos por salirse de los estándares internacionales podrían citarse muchos, como los de los FIIs (fondos de inversión inmobiliaria) etc., pero una buena muestra es la normativa regulatoria de las SOCIMIs, que en el resto del mundo de la inversión se llaman REITs (*Real Estate Investment Trust*). Como se dice en 1.2.4., la primera norma para el establecimiento de estos vehículos de inversión cotizados vio la luz en España en el año 2009, pero su completa falta de homologación con los criterios de la legislación existente en los demás países, sus desventajas fiscales y el exceso de limitaciones impuestas por su regulación en España, hizo que no se constituyese ni una sola de ellas, representando un fracaso absoluto para el legislador. Muchos años después, en 2014, tras la modificación de esa legislación para adaptarla a los estándares internacionales, ha tenido como consecuencia un enorme desarrollo de estos vehículos que han captado volúmenes de capital muy

importantes, en su mayoría procedentes del extranjero y han constituido un elemento muy importante de la recuperación del mercado inmobiliario en España.

Otro tema importante a considerar sería la modificación de la normativa de inversiones para las compañías aseguradoras y fondos de pensiones, dotándola de mayor flexibilidad en cuanto a las condiciones exigidas a los activos inmobiliarios, para que puedan computarse dentro de la cobertura de reservas o provisiones técnicas de estas entidades. La normativa actual restringe, en gran medida, los tipos de inmuebles e inversiones que pueden adscribirse a estas provisiones, dificultando las posibilidades de inversión de las aseguradoras y fondos de pensiones en el sector inmobiliario. Nuevamente hay que recalcar la necesidad de adaptar estas regulaciones a los criterios aplicados en los países que compiten en nuestro entorno.

Por otra parte, los escasos incentivos de orden fiscal que existían en España para animar a los contribuyentes a efectuar aportaciones a los planes de pensiones y otros instrumentos de ahorro privados (estimados por la OCDE en un 9%, frente al 30% de media en los países que la integran [INVERCO, 2018]¹⁷¹), han sido limitados y reducidos hace unos pocos años, siempre con un ánimo recaudatorio ilimitado y corto de vista por parte del Estado, sin reparar en que el incremento de estas aportaciones, además de ayudar a equilibrar el sistema de protección social y acercarlo al de los países más avanzados, serviría para crear una masa de ahorro que, al generar un incremento de actividad económica, aumentaría la recaudación fiscal en mucha mayor medida que la obtenida limitando la desgravación por aportar fondos a estos instrumentos. La evolución de las pirámides de población hará imprescindible complementar las pensiones públicas con sistemas de ahorro privados y cuanto más se retrase la puesta en marcha de este proceso de traspaso de una parte del sistema de pensiones del sistema de reparto al de ahorro, más difícil y dolorosa para la sociedad será su finalmente inevitable implementación.

Por todo ello, deben recuperarse e incrementarse los apoyos fiscales y de todo tipo al incremento del ahorro privado a través de planes de pensiones y otros instrumentos similares, como seguros de jubilación, etc., reduciendo, además, de forma significativa, tal y como se ha hecho en otros países, la carga fiscal a que este ahorro está sometida por la normativa actual, sobre todo en el momento de su rescate tras la jubilación, sea en forma de capital o de pensión.

En esta línea, las Administraciones responsables deberían plantearse una reducción acompañada de las cotizaciones sociales obligatorias, sustituyéndolas por aportaciones también obligatorias a planes de ahorro jubilación. El elevado porcentaje de aportación a la Seguridad Social obligatorio hoy día en España, que supera un 36,0% del salario bruto recibido por el trabajador, entre la cotización de la empresa y del empleado, drena completamente las posibilidades de ahorro para la jubilación y hace imposible para muchos ciudadanos la aportación a un sistema complementario.

6.3.3. Legislación urbanística de ámbito estatal, autonómico y local

La legislación vigente en materia urbanística, tanto de ámbito estatal como autonómico y local, deberá ser objeto de una completa revisión con el objetivo de actualizarla y adaptarla a los criterios, estándares y sistemas de gestión y actuación aplicados en los países de nuestro entorno, de modo que permita una mayor agilidad en los procesos de creación y desarrollo de nuevos suelos aptos para el desarrollo urbano y la edificación, acortando de modo significativo los plazos necesarios y simplificando su tramitación.

Sin ánimo de realizar aquí un estudio exhaustivo, que se propone dentro del capítulo de nuevas líneas de investigación y ampliación de esta Tesis, conviene sugerir algunos puntos esenciales a tomar en consideración:

- Flexibilidad y mezcla de usos y tráfico: es particularmente importante reflexionar sobre las limitaciones impuestas a los usos urbanísticos permitidos, reduciéndolas a aquellas que resulten necesarias debido a las interferencias reales entre dichos usos. La ciudad se configura, desde sus orígenes, como una mezcla densa de usos y tráfico que conviven de forma lo más armoniosa posible, no siempre sin un cierto grado de conflicto, pero no por ello deja de ser ciudad. Los barrios que mejor funcionan y donde hay mayor demanda para vivir y trabajar son aquellos en que la mezcla de usos es más intensa y variopinta. Véase por ejemplo el Barrio de Salamanca de Madrid, donde conviven todo tipo de usos como: residencial, comercial, oficinas, dotacional público y privado de muy diferentes tipos, recreativo, hotelero, etc. y todo tipo de tráfico: peatonal, vehículos privados, transporte público y hoy en día bicicletas, patinetes, etc. A pesar de haberse diseñado en el siglo XIX, cuando todavía no existía el automóvil, ha sido capaz de incorporar esta forma de movilidad mejor que muchos de los modelos urbanísticos creados en el siglo XX e incluso en el XXI.

Esa convivencia de diferentes usos y tráfico es lo que define la verdadera ciudad y la dota de auténtica y profunda vitalidad. Por eso, las limitaciones de uso deben reducirse a aquellos usos que sean realmente incompatibles por su carácter molesto, nocivo, insalubre o peligroso o por su impacto negativo en el medio ambiente urbano. El resto de los usos deben permitirse sin necesidad de establecer cuotas de reparto entre ellos o limitar sus localizaciones. ¿Por qué no admitir mezcla de oficinas y viviendas en un edificio? ¿Por qué permitir las oficinas sólo en planta baja y primera, por ejemplo?

Los cambios entre los diferentes usos deben ser posibles, sin necesidad de tener que elaborar planes especiales ni otros tipos de instrumentos de planeamiento. Tiene que ser suficiente la tramitación de la correspondiente licencia de obra y/o actividad. La única defensa frente a la *terciarización* de los centros urbanos es precisamente permitir y facilitar la mezcla y la convivencia de todos los usos. ¿Qué sentido tiene obligar a implantar en algunos edificios determinados usos que la sociedad ya no demanda en esa zona? ¿Por qué no permitir que esos usos evolucionen y se adapten a las necesidades actuales? Un buen ejemplo es la Gran Vía de Madrid, en la que el uso tradicional de cines y teatros está cediendo el paso al uso comercial, lo que está precisamente contribuyendo a la recuperación y revitalización de esa arteria y su zona de influencia, ¿por qué el planeamiento urbano con sus restricciones de usos se opone y trata de impedir, sin éxito, ese proceso? ¿Qué justificación tiene que, por ejemplo, que un antiguo centro comercial obsoleto que terminará cerrando sus puertas por falta de adecuación a

su zona de influencia o por el exceso de competencia en la misma, no pueda reconvertirse en un edificio de viviendas, si en esa área de la ciudad hay necesidad de ellas?

Tampoco parece tener sentido establecer limitaciones al uso residencial y menos aún basadas en los estándares teóricos de superficie de zonas verdes por habitante. La ciudad requiere de una densidad mínima adecuada para poder funcionar, densidad que además haga posible el cumplimiento de las exigencias actuales en materia de sostenibilidad medioambiental y eficiencia energética. Basta con revisar el funcionamiento de los nuevos barrios de Madrid, los llamados PAUs, para comprobar que su baja densidad y su falta de mezcla de usos hacen de ellos verdaderos suburbios de lujo que nada tienen que ver con la tensión necesaria para que exista la verdadera ciudad.

- Usos dotacionales públicos y privados y su cambio a otros usos razonables y necesarios: dentro de los usos dotacionales, existe también una limitación que no tiene justificación aparente, como es la diferenciación entre los dotacionales públicos y privados. ¿Qué importancia tiene, en un uso dotacional, si el titular que lo explota es una Administración Pública o una empresa privada? ¿Por qué se establecen distintas condiciones de aprovechamiento y uso en uno u otro caso? ¿por qué no se permite el cambio de dotacional público a privado y viceversa? El uso dotacional no deja de ser un uso necesario más en la ciudad y su regulación debería ser más flexible y permitir su cambio a otros usos razonables o convenientes, cuando esa zona de la ciudad así lo requiera, sin necesidad de tramitar un plan especial cuya dudosa aprobación necesitará de un largo plazo de tiempo, si llega a producirse.
- Aprovechamiento y usos: otro de los temas que distorsionan enormemente la regeneración urbana es la práctica habitual en muchos planes generales de ordenación urbana (PGOU) de asignar a los edificios o suelos diferentes aprovechamientos (edificabilidad, volumetría, altura, ocupación, condiciones de parcela, etc.), dependiendo del uso del inmueble o de si se trata de una obra de rehabilitación parcial o de nueva planta. Esta discriminación es, en la mayoría de los casos, absurda y sólo conduce a romper la armonía en los tejidos urbanos y a orientar los usos hacia el tipo más aprovechable, en detrimento de la mezcla de usos adecuada, según la demanda social en la zona. Un clásico ejemplo muy frecuente es que, en un edificio existente, incluso no protegido, si se realiza la demolición total para su sustitución, se pierde edificabilidad respecto a la obtenida manteniendo el edificio existente y reparándolo. Eso hace que edificios de muy baja calidad y de distribución inadecuada se mantengan y reparen, aunque nunca queden del todo bien, en lugar de ser reemplazados por otros más adecuados y de muy superior calidad, por el coste inasumible de la pérdida de edificabilidad. Esta determinación absurda de muchas ordenanzas urbanísticas daña gravemente las posibilidades de regeneración urbana y debe ser eliminada de los PGOU, ya que no aporta ninguna ventaja ni tiene justificación alguna.
- Alineaciones: es un elemento muy recurrente en muchos PGOU, que establecen alineaciones exteriores (a la vía pública) o interiores (a patios de manzana) que nada tienen que ver con los edificios y manzanas o con el tejido urbano existentes y cuya materialización, mediante el lento proceso de sustitución efectuado por la iniciativa privada, será interminable y lo único que producirá será la aparición de huecos, escalonados en fachadas y patios, y medianerías al descubierto, que permanecerán así durante largos años o quizá siglos. La única forma de llevar a cabo

este tipo de reformas urbanas es mediante la expropiación previa de las zonas afectadas, que permita llevar a cabo actuaciones por zonas completas del tejido urbano.

- Edificios fuera de ordenación: es importante evitar que las determinaciones de las normas urbanísticas dejen edificios en situación de *fuera de ordenación*, ya que ese estatus los conducirá inevitablemente a su deterioro y a entrar en la vía de convertirse en lo que se califica, en epígrafes anteriores, como *edificios muertos*. Esta condición sólo debe recaer sobre muy contados edificios, cuyas circunstancias la hagan inevitable y siempre haciendo posible su solución a corto plazo, mediante el proceso conveniente previsto.

6.3.4. Legislación en materia de protección y conservación del patrimonio

- Flexibilización de criterios: como ya se ha repetido a lo largo de esta Tesis, dado al ingente patrimonio arquitectónico existente en la mayoría de los países europeos, es imposible que las Administraciones Públicas y algunas fundaciones o entidades privadas sin ánimo de lucro puedan aportar fondos suficientes para la rehabilitación y posterior mantenimiento de todos los inmuebles que lo integran.

Por ello, debe hacerse una cuidadosa selección de aquellos edificios y/o conjuntos urbanos que por sus especiales valores históricos y artísticos deban ser objeto de una especial protección y limitación de uso y para el resto aplicar unos criterios mucho más flexibles en cuanto a su forma de rehabilitación, ampliación y cambio de uso, que permitan, siempre salvaguardando sus valores y elementos relevantes, adaptarlos a las demandas sociales y dotarlos de una rentabilidad suficiente para que pueda sufragar su rehabilitación, reutilización y mantenimiento, sin cargo a las Administraciones Públicas.

En los capítulos anteriores y especialmente en el 4.2. se ha explicado cómo llevar a cabo este tipo de políticas, dentro del concepto de *Protección Sostenible* y cómo puede canalizarse el flujo de capital procedente de los inversores institucionales hacia este tipo de inversiones inmobiliarias y se han cuantificado también los efectos que podrían tener sobre la reutilización del patrimonio y la regeneración urbana, aportando algunos ejemplos de actuaciones en esa línea.

Para implementar los criterios de la *Protección Sostenible*, será necesario llevar a cabo una revisión de la legislación vigente en materia de protección del patrimonio, así como de los catálogos de edificios protegidos, adaptando sus determinaciones en línea con lo expuesto en esta Tesis y reclasificando los inmuebles incluidos en ellos. A estos efectos, resulta muy interesante la tesis doctoral del Dr. D. Javier Sardiza Asensio, titulada *Los Catálogos de Protección y La Conservación y Rehabilitación del Patrimonio Residencial Urbano* de la Escuela Técnica Superior de Arquitectura (ETSAM) de la Universidad Politécnica de Madrid (UPM). [Sardiza, J. 2013]¹⁷²

- Ampliación de posibilidades y ajuste a las necesidades de uso: como ya se ha indicado en el capítulo 4, la flexibilidad en el cambio de uso para los edificios protegidos contribuiría de forma relevante a la posibilidad de su rehabilitación de modo autofinanciable. No hay justificaciones sólidas que apoyen el criterio de prohibir o limitar el cambio de uso en los edificios protegidos. Históricamente muchos edificios han funcionado como contenedores que han permitido la

ubicación en ellos de usos y actividades muy diferentes a lo largo de las diferentes etapas de su vida. Pueden ponerse muchos ejemplos como las basílicas romanas que fueron más tarde templos cristianos, mercados, o edificios de uso administrativo o cultural, monasterios convertidos en hoteles, castillos en paradores, etc.

Las restricciones al cambio de uso en los edificios protegidos, o la exigencia de una larga tramitación de dudoso resultado, mediante la tramitación de un plan especial, para conseguir su autorización, son un fuerte elemento desincentivador para muchos inversores, a la hora de acometer estos proyectos. El uso no constituye, en la mayoría de los casos, un elemento básico asociado al carácter del edificio y su cambio no tiene por qué repercutir negativamente en el valor histórico, cultural o urbano del edificio, por lo que la exigencia de su mantenimiento no está justificada. Lo que sí afecta muy negativamente a los valores citados es el deterioro del edificio que inevitablemente se producirá si la Administración se empeña en imponerle un uso que la sociedad ya no demanda.

- Nuevas tecnologías de construcción e instalaciones: otro elemento a flexibilizar en la rehabilitación y reutilización del patrimonio es el empleo de las nuevas tecnologías constructivas y de instalaciones adecuadas para su reparación, conservación y uso, permitiendo la mezcla de elementos constructivos actuales con los tradicionales existentes en el edificio a rehabilitar o ampliar.
- Obras de ampliación: Deberán ser objeto de autorización cuando el edificio existente esté por debajo de los parámetros de edificabilidad y aprovechamiento de la zona en que esté ubicado, cuando se puedan encajar de forma armoniosa con el edificio y su entorno y cuando las necesidades de uso del edificio rehabilitado así lo requieran y justifiquen.

6.3.5. Comisiones de protección de patrimonio: composición, atribuciones y exigencia de responsabilidades

Dada la importancia y la repercusión de sus decisiones, debería asegurarse que estas comisiones estuvieran integradas por arquitectos de reconocido prestigio y experiencia tanto en rehabilitación y conservación del patrimonio como en realización de edificios de nueva planta, así como por profesionales expertos en historia de la arquitectura y del arte, en número y de orientación y tendencias diversas, de modo que quede garantizado el necesario contraste de opinión y de criterio. En ningún caso deberán tener como miembros a funcionarios públicos exclusivamente por razón de su cargo, si su experiencia y actuación profesional contrastada no les avala, excepto para labores puramente administrativas.

Sus juicios y opiniones deberán limitarse a los aspectos generales del proyecto en relación con la pervivencia de los valores y elementos relevantes del edificio y su ajuste a los criterios generales de la rehabilitación, pero no podrán entrar en aspectos parciales ni de detalle, ni exigir la modificación de elementos concretos del proyecto, que deberán dejarse a criterio de su autor y de la propiedad del inmueble.

Estas comisiones deberán asumir el grado de responsabilidad civil social y profesional correspondiente a sus decisiones.

6.4. REPERCUSIÓN SOBRE LA PROFESIÓN DE ARQUITECTO

Si bien el estudio en profundidad sobre las nuevas áreas de conocimiento a incluir en el programa de formación de los arquitectos se propone como línea de investigación futura, por ser materia de gran amplitud, que no puede caber en el desarrollo de esta Tesis, no renuncia el doctorando a señalar, si quiera sea sin entrar en gran profundidad, algunas de las líneas por donde podría dirigirse esta investigación.

6.4.1. Ideas para la restructuración del plan de estudios: nuevas áreas formativas necesarias

No cabe duda de que, ya con su formación actual, los arquitectos son los profesionales más adecuados para la gestión de las inversiones inmobiliarias, debido a su profundo conocimiento del objeto de estas inversiones, que no es otro que los inmuebles.

Muchos profesionales provenientes de otras ramas, como el derecho, la economía o las ingenierías no civiles, olvidan frecuentemente este objeto de las inversiones inmobiliarias y se pierden en consideraciones puramente legales o económicas, dándoles más importancia que las relativas al edificio que se va a adquirir. Cuantas veces expertos en estas inversiones compran un magnífico *contrato de arrendamiento*, con buena renta, plazo largo e inquilinos muy solventes y prestigiosos y no tienen en cuenta los aspectos inmobiliarios y arquitectónicos del edificio, como son su localización adecuada para su uso, su calidad arquitectónica y espacial, sus características constructivas, estado de conservación y reparaciones necesarias, ajuste a la normativa legal y técnica aplicable, etc.

El problema se produce cuando el solvente inquilino decide cancelar el contrato, y en nuestro ordenamiento jurídico esto puede hacerse sin apenas consecuencias antes de su vencimiento, y el inversor se encuentra con un edificio vacío que no puede volver a alquilar en esas condiciones porque sus características intrínsecas no son las adecuadas, lo que provoca una tremenda caída de su valor de mercado, dañando gravemente la rentabilidad de la inversión.

Somos los arquitectos, quienes por nuestra formación podemos evaluar mejor todos estos aspectos, cuyo conocimiento requiere una larga y compleja preparación de muchos años de esfuerzo y estudio. Sin embargo, nos faltan algunas destrezas que a veces nos hacen difícil poder acceder a este tipo de actuación profesional y nos colocan por detrás de otros profesionales a la hora de optar a un determinado puesto de responsabilidad.

En muchos casos este conocimiento que nos falta es mucho más sencillo de adquirir que el obtenido en nuestra carrera y requiere de mucho menos tiempo para su obtención, pero es esencial para poder desarrollarnos profesionalmente y así optar a puestos de trabajo de alto nivel en el ámbito de la inversión inmobiliaria.

Estas nuevas áreas de conocimiento podrían impartirse perfectamente en la ETSAM (UPM), parte de ellas dentro del programa general de la carrera de Arquitectura y quizá otra parte o bien un nivel superior de complejidad, a través de una rama de

especialización en el nivel de grado o incluidas en un máster oficial, que podría tomar como base el actual MDI (*Máster en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias* ETSAM, DCTA, UPM).

Entre estas nuevas áreas de conocimiento a incluir o ampliar podrían citarse, sin ánimo exhaustivo las siguientes:

- Introducción al mundo de la dirección empresarial: habilidades y destrezas, liderazgo, creación e impulso de equipos, recursos humanos, etc.
- Estudio de los principales mercados inmobiliarios nacionales e internacionales y parámetros que los definen. Flujos de inversión. Rentabilidades
- Informes de mercado de las principales consultoras inmobiliarias
- Principales productos inmobiliarios, sus características y rentabilidades
- Conocimiento de los principales actores inmobiliarios, sus tipos, características, perfiles y requerimientos: Fondos, REITs o SOCIMIs, compañías de seguros, etc.
- Creación y gestión de fondos y vehículos y formas de captación de capital (*Fund Rising* y *Fund Management*)
- Introducción a los asesores o consultores especializados en las diversas áreas del negocio inmobiliario
- Estudio de los conceptos financieros necesarios para poder realizar y entender un análisis de viabilidad económica, tales como DCFs (*discounted cash flows*), ratios de rentabilidad como TIR o IRR (*Tasa interna de retorno*), CR (*Cash return*), etc.
- Diferentes formas y posibilidades de financiación de las inversiones: actores principales, tipos de financiación y préstamos, ratios usuales, condiciones estándar, garantías e hipotecas, *crowdfunding*, etc.
- Adquisición de los necesarios conocimientos jurídicos para entender los negocios mercantiles inmobiliarios, sus tipos y características, contenido de los contratos que los estructuran y legislación inmobiliaria, mercantil y civil aplicable
- Estudio de la normativa fiscal de aplicación, para poder entender las repercusiones fiscales de la inversión inmobiliaria tanto a nivel nacional como internacional y alcanzar el necesario nivel de entendimiento e interlocución con los asesores expertos en esta materia
- Entendimiento de la normativa mercantil aplicable al mercado inmobiliario y a los diferentes tipos de sociedades o entidades a constituir, desde el punto de vista corporativo)
- Procesos de inversión y desinversión: fases, principales hitos y requisitos necesarios
- Conocimiento de los procedimientos y normas aplicables a los procesos de participación público-privada (PPP/PFI) ya mencionados
- Gestión de Carteras (*Portfolio Management*), de activos (*Asset Management*) y de funcionamiento, mantenimiento y explotación (*Property y facility Management*)

- Técnicas de comercialización y marketing inmobiliario, incluyendo las nuevas plataformas y herramientas digitales
- Plataformas y actividades Prop Tech, inteligencia artificial, e internet de las cosas. Espacios múltiples y flexibles adaptables de forma automatizada a diferentes usos.
- Formación especializada en eficiencia energética y sostenibilidad medioambiental, con especial énfasis en el estudio de los sellos y certificaciones de calidad existentes de mayor aceptación internacional, tales como LEED, BREEAM, WELL, etc., facilitando a los estudiantes la posibilidad de homologarse como expertos y certificadores en ellos.

6.4.2. Nuevos campos de actividad profesional

Los nuevos conocimientos y destrezas descritas en el apartado anterior permitirían a los arquitectos ampliar su campo de actividad profesional en múltiples áreas y posiciones relacionadas con el sector inmobiliario, entre las que se citan a continuación, con una breve descripción, las siguientes:

- **Gestión de inversiones inmobiliarias:** incluye todo lo relacionado con la puesta en marcha ejecución y gestión de estas inversiones y la posterior desinversión. Puede estructurarse en las siguientes sub-áreas, como ya se ha explicado en el epígrafe 1.4. anterior.
 - *Fund Management:* tal y como se ha indicado en 1.4.2., comprende todas las tareas de relación con los inversores inmobiliarios, tales como: creación de fondos, estrategia de inversión, captación de capital, reporting a los inversores, control financiero de los fondos, etc.
 - *Portfolio/Asset Management:* también explicado ya en 1.4.2. y que incluye las funciones relativas a la gestión de carteras de inmuebles y de cada uno de sus componentes, abarcando la gestión general, gestión de funcionamiento y mantenimiento y gestión arrendaticia, con sus múltiples aspectos.
 - *Transaction/investment Manager:* se refiere al desarrollo de los procesos de compra y venta de inmuebles y, aunque es una función incluida dentro del concepto amplio del Asset Management, los profesionales que se dedican a esta área suelen tener una formación y habilidades específicas.
 - *Property Management:* área incluida dentro del Asset Management relativa principalmente la organización del funcionamiento y mantenimiento de los edificios y que también suele incluir la gestión de su arrendamiento.
 - *Facility Management:* este concepto nace en los EE.UU. y se concibió inicialmente como la gestión de espacios y equipos dentro de una empresa u organización, en áreas de conseguir una mayor eficiencia de los edificios, asignando los espacios y equipos adecuados para cada departamento, sección y puesto de trabajo y optimizando su ubicación para conseguir la relación más fluida y eficaz entre ellos.

Posteriormente se ha ido ampliando su contenido, hasta incluir también las funciones del *Property Management*, pero siempre desde el punto de vista del usuario del edificio, con independencia de si es o no propietario del mismo, mientras que el *Property Management* tradicional actúa desde la óptica del propietario del inmueble cuando no es usuario de éste, sino arrendador.

- **Reutilización de inmuebles obsoletos:** Aquí se abre también un nuevo campo de especialización para los arquitectos, como expertos en todo lo que tiene que ver con la rehabilitación de los edificios, tanto desde el punto de vista del diseño conceptual y ordenación espacial como desde el punto de vista técnico constructivo y de sus instalaciones. Entre otras nuevas funciones profesionales se pueden mencionar las siguientes:
 - Análisis de nuevos usos convenientes: esta será una nueva e interesante actividad profesional consistente en la detección de inmuebles obsoletos que no tengan uso o tengan un uso inadecuado para su localización y características o bien que no respondan a la demanda social y proponer nuevos usos que sean capaces de revitalizarlos, dotándolos de utilidad social y rentabilidad económica. Esta forma de ejercicio profesional requerirá, por una parte, gestionar con las autoridades urbanísticas competentes los cambios de usos necesarios y por otro lado convencer a los inversores del interés de acometer las inversiones necesarias para su rehabilitación.
 - Operaciones de participación público-privada PPP/PFI: en esta línea la capacidad de poner de acuerdo a los inversores institucionales con las Administraciones Públicas para acometer proyectos de revitalización de edificios y áreas de la ciudad, mediante la implantación de estas estructuras de colaboración, será una importante fuente de trabajo para los arquitectos que se especialicen en este campo.
 - Rehabilitación constructiva y funcional: basada en los criterios ya mencionados en esta Tesis (apartado 4.2.1.) sobre la *Protección Sostenible*, de manera que se pueda introducir la arquitectura y las técnicas constructivas actuales en edificios protegidos, salvaguardando sus valores arquitectónicos e históricos relevantes, sin renunciar por ello a su modernización y adecuación a las necesidades y criterios socialmente imperantes.
 - Rehabilitación en eficiencia energética y sostenibilidad. Certificaciones más prestigiadas: aunque se sale del objeto de esta Tesis, no se debe omitir una mención a este tipo de certificaciones de eficiencia y sostenibilidad, cada vez más demandas tanto por los inversores como por los usuarios de los edificios y la sociedad en general y que pueden constituir un amplio campo de actividad para los arquitectos que se especialicen en ellas. Ya se han citado varias de estas certificaciones como LEED, BREEAM, WELL, etc. Los arquitectos que dominen este campo podrán realizar los oportunos proyectos, tanto de nueva construcción como de rehabilitación energética y medioambiental para que estos edificios obtengan los certificados correspondientes.

Es importante aquí señalar la gran demanda que existe entre los inversores institucionales para invertir en edificios certificados o verdes y para certificar, mediante las oportunas operaciones de rehabilitación los edificios que ya forman parte de sus carteras. La experiencia internacional adquirida me permite asegurar que, cuando se crea un nuevo fondo verde, compuesto por edificios certificados, se forma una larga lista d espera de inversores

interesados en entrar en ese vehículo de inversión, que están dispuestos incluso a obtener niveles de rentabilidad inferiores, con tal de poder invertir de acuerdo a sus criterios de RSC (Responsabilidad Social Corporativa).

Igualmente sucede con los arrendatarios o usuarios de los edificios. La demanda de espacios eficientes y sostenibles, debidamente certificados, es cada vez mayor entre las compañías de todos los sectores y en muchos casos constituye una condición necesaria, de acuerdo con sus protocolos de RSC y de política de recursos humanos, de modo que no se instalarán en un edificio que no cumpla estos criterios. En poco tiempo los edificios que no estén certificados quedarán fuera del mercado o entrarán en un segundo nivel que les obligará a reducir sus rentas de forma muy significativa.

- Renovación de edificios existentes para adaptarlos a los nuevos conceptos de *Workplace Management*, *Coworking* y *Wellness* en el caso de las oficinas o a los modelos de *Coliving* y vivienda flexible en los residenciales, ya explicados en 4.4.1. de modo que, esa adecuación exigirá someterlos a una profunda reestructuración, que generará también una importante carga de actividad para los arquitectos.
- **Recuperación y revitalización de centros urbanos:** la rehabilitación y reutilización de edificios protegidos tendrá como consecuencia inmediata la revitalización de las áreas urbanas en las que se encuentren, por el efecto contagio y la atracción generada de otros actores inmobiliarios y de nuevos usuarios, como ya se ha explicado. Como ejemplos interesantes pueden citarse el proyecto Lisboa Renda Acessível, impulsado por la Câmara Municipal de Lisboa y el plan de transformación del distrito del Poble Nou, conocido como 22@ en Barcelona. En este ámbito, se generarán también nuevas oportunidades profesionales para los arquitectos, entre las que pueden citarse las siguientes:
 - Nuevas mezclas de usos y tráfico: ya se ha comentado anteriormente el concepto de la ciudad como crisol de usos y tráfico diferentes desde sus orígenes. En esta cuestión, los arquitectos especializados podrán intervenir en la redacción de planes y proyectos urbanísticos con propuestas de futuro que incidan en aspectos relacionados con las ciudades inteligentes, nuevas tecnologías, interconexiones entre los sistemas de movilidad urbana, etc.
 - Redensificación y mezcla de usos en barrios de reciente creación (PAUs): es esta una importante tarea pendiente, no solo en Madrid, sino en los modernos desarrollos urbanos de muchas ciudades, donde unos criterios urbanísticos obsoletos, acuñados a principios del siglo pasado, han conducido a la creación de barrios, cuya escala desproporcionada con el ser humano y su falta de densidad mínima necesaria, los han convertido en suburbios insostenibles, tanto desde el punto de vista de vida y tensión ciudadana, como desde el de la eficiencia energética, sostenibilidad medioambiental y movilidad urbana. Para corregir estos defectos y reconducir estos barrios creando ciudad real, será necesario estudiar la forma de redensificarlos, implantar la mezcla de usos y tráfico adecuada, de modo que alcancen la vitalidad propia de una auténtica ciudad. En toda esta labor, el papel de los arquitectos puede ser muy relevante.

No se han incluido en este apartado las funciones profesionales que ya se realizan habitualmente por los arquitectos, tales como: redacción de proyectos, planes de

urbanismo, gestión de proyectos (*Project Management*), cálculo de estructuras e instalaciones, estudios e informes técnicos, valoraciones, etc.

Es importante resaltar que todos estos y otros campos de actividad no mencionados aquí, que se abren para los arquitectos, serán y están ya siendo ocupados por otros profesionales, en muchas ocasiones menos preparados, pero que se han dado más prisa en adquirir la formación y destrezas antes mencionadas. Por todo lo cual es importante que las escuelas de arquitectura inicien cuanto antes la inclusión de estos conocimientos en sus programas al efecto de preparar a los arquitectos para que puedan desarrollarse profesionalmente en todas estas nuevas actividades.

6.5. PROPUESTAS DE FUTURO

Como ya se ha indicado, debido a su gran amplitud y a la limitada extensión de esta Tesis, el necesario análisis y consiguiente desarrollo en profundidad de este tema se propone dentro del capítulo 8 de nuevas líneas de investigación y ampliación.

CAPÍTULO

CONCLUSIONES

Mediante esta Tesis, ha quedado demostrado que la evolución de las pirámides de población y el aumento del gasto sanitario provocarán un gran incremento de los recursos destinados a los sistemas de previsión social, que será gestionado, de forma profesionalizada, por los inversores institucionales, cuyos tipos y características más relevantes se han estudiado en profundidad en esta Tesis, quienes canalizarán una parte creciente de esos recursos hacia la inversión inmobiliaria.

Se ha establecido también que el trasvase paulatino de recursos desde los sistemas de reparto a los de ahorro impulsará en mayor medida este aumento del volumen de inversión inmobiliaria.

Así mismo, se ha puesto de manifiesto que estas instituciones actúan con unos criterios de prudencia y estabilidad y unos valores éticos y medioambientales muy adecuados para poder colaborar en la ingente labor de revitalización del patrimonio arquitectónico y en la regeneración de la ciudad, habiéndose justificado el alineamiento del perfil y valores propios de los inversores institucionales con los requisitos adecuados para actuar como colaboradores de las Administraciones Públicas en esta materia.

Se ha corroborado que este proceso de cambio generará grandes masas monetarias que tendrán que invertirse de forma eficiente, lo que, unido a la tendencia creciente a asignar un mayor porcentaje a la inversión inmobiliaria, por su baja correlación con otros activos y mayor rentabilidad, orientará hacia este sector una parte cada vez mayor de dichos recursos. Además, se ha comprobado como, en los países que se encuentran en una fase más avanzada de este proceso, como Reino Unido, EE.UU., países escandinavos y Holanda entre otros, los volúmenes invertidos en inmobiliario son significativamente mayores, lo que significa que otros muchos países, como España, se irán incorporando poco a poco a esta tendencia.

Ha quedado del mismo modo probado que la proporción de estas inversiones destinada a la rehabilitación del patrimonio observa una tendencia creciente y se distribuye entre los diversos tipos de edificios: equipamientos públicos y privados, residenciales, oficinas, comerciales, etc., incidiendo de forma significativa en los de carácter histórico o cultural. Se ha explicado que bastaría con la aplicación de un reducido porcentaje de estos recursos para obtener unos efectos de gran impacto social y urbano.

En este sentido, se ha constatado también que, si se implementan los criterios propuestos en esta Tesis, una parte importante de esa inversión se destinará a la rehabilitación del patrimonio y la regeneración de la ciudad.

Con base en el análisis crítico de la legislación vigente que se ha realizado, se han determinado los cambios necesarios en la misma para facilitar e impulsar este proceso, flexibilizando las actuaciones y los cambios de uso, para dotar a estos edificios de la necesaria utilidad social y rentabilidad económica. Se ha verificado igualmente que el aprovechamiento eficaz de la disponibilidad de estos capitales crecientes, para orientarlos hacia la revitalización del patrimonio y la regeneración urbana tendrá que pasar por una reconsideración de los criterios de protección del patrimonio y su forma de aplicación (*Protección Sostenible*). Ello deberá permitir una mayor flexibilidad, tanto en las actuaciones como en los cambios de uso necesarios, al objeto de reinventar estos edificios y dotarlos de las características que demanda la sociedad actual. Así se conseguirá que los *Edificios Muertos* se revitalicen y pasen a convertirse en *Edificios Activos* o *Assets*, evitando su *museización*.

Ha quedado patente también, como la puesta en marcha de actuaciones de colaboración público-privada (*Public-Private Partnership PPP*), para encauzar las inversiones institucionales hacia proyectos de rehabilitación del patrimonio cultural y de regeneración urbana, como el programa “Lisboa Renda Accésivel”, propuesto por la Câmara Municipal de Lisboa y otros ejemplos de actuaciones exitosas analizados en esta Tesis, pueden constituir uno de los instrumentos más adecuados para conseguir conectar ambas realidades.

Por todo lo expuesto, estimo que ha quedado sólidamente validada la hipótesis planteada.

CAPÍTULO

PROPUESTA DE NUEVAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

A lo largo del desarrollo del trabajo, se han anotado las nuevas líneas de investigación que pueden profundizar, completar y ampliar los aspectos recogidos en la presente Tesis. De este modo, este capítulo tiene por objeto promover la continuidad de la investigación realizada, a través de las siguientes propuestas:

- Análisis de los criterios de mejora en los procedimientos de gestión de inversiones inmobiliarias.
- Investigación sobre nuevas actividades y destrezas a desarrollar por los profesionales inmobiliarios, con especial énfasis en el *Prop Tech*.
- Revisión de la legislación urbanística de ámbito estatal y autonómico con el objeto de simplificar y acortar sus procedimientos y dotarla de mayor flexibilidad, acomodándola a los criterios y estándares de otros países europeos.
- Revisión y adecuación de la legislación sobre protección del patrimonio, en la línea de lo expuesto en el desarrollo de esta Tesis.
- Revisión de los planes de estudios en la formación inmobiliaria de los arquitectos, a fin de incluir o reforzar el conocimiento de las materias reflejadas en el epígrafe 6.4 de este documento.

CAPÍTULO 9

DIFUSIÓN DE RESULTADOS

Se ha elaborado un plan de difusión de resultados que permitirá dar a conocer el contenido y conclusión de la investigación realizada, de modo que pueda ser útil para futuros investigadores y se impulse la implementación de sus recomendaciones. Para ello se han realizado y programado las siguientes actividades:

9.1. ARTÍCULOS ENVIADOS Y PONENCIAS EN CONGRESOS INTERNACIONALES

Congreso iberoamericano "Patrimonio suas matérias e imatérias". Lisboa, Portugal, 2 y 3 de noviembre de 2016.

Organizado por: Laboratorio Nacional de Engenharia Civil LNEC, Centro em Rede de Investigação em Antropologia do Instituto Universitario de Lisboa CRIA y Centro de Estudos Internacionais do ISCTE-IUL.

Ponencia: "La Inversión Inmobiliaria Institucional como Motor de Regeneración Urbana con Reutilización del Patrimonio Arquitectónico".

Autores:

- Francisco Javier Fernández Clavé. Arquitecto. Doctorando autor de esta Tesis
- Javier de Cárdenas Chávarri. Doctor Arquitecto. Catedrático emérito
- Alfonso García Santos. Doctor Arquitecto. Catedrático de universidad

Escuela Técnica Superior de Arquitectura (ETSAM) de la Universidad Politécnica de Madrid (UPM). Departamento de Construcción y Tecnología Arquitectónicas (DCTA)

Ponencia enviada, aceptada, expuesta en el congreso y publicada con ISBN 978-972-49-2288-1. Avenida do Brasil 101, 1700-066 Lisboa.

<http://patrima.lnec.pt/index.html>

9.2. ARTÍCULOS ENVIADOS A REVISTAS INDEXADAS ACEPTADOS

Revista Anales de Edificación. ISSN: 2444-1309. Avery Index, DOAJ, y otros.

Artículo: “Revitalización de la Ciudad y Activación del Patrimonio Arquitectónico a través de la Inversión de los Sistemas de Previsión Social”

Autores:

- Francisco Javier Fernández Clavé. Arquitecto. Doctorando autor de esta Tesis
- Javier de Cárdenas Chávarri. Doctor Arquitecto. Catedrático emérito
- Alfonso García Santos. Doctor Arquitecto. Catedrático de universidad

Escuela Técnica Superior de Arquitectura (ETSAM) de la Universidad Politécnica de Madrid (UPM). Departamento de Construcción y Tecnología Arquitectónicas (DCTA)

Aceptado para su publicación 13.12.2018

9.3. ARTÍCULOS PREPARADOS PARA ENVÍO A REVISTAS INDEXADAS JCR

Revistas internacionales seleccionadas, tras el análisis de más de 50 revistas: Journal of Urban Economics, JCR Q1 y Real Estate Economics, JCR Q2

Artículo en idioma inglés: “Institutional Real Estate Investment as a Driving Force for Urban Regeneration through Architectural Heritage Recycling”.

Autores:

- Francisco Javier Fernández Clavé. Arquitecto. Doctorando autor de esta Tesis
- Javier de Cárdenas Chávarri. Doctor Arquitecto. Catedrático emérito
- Alfonso García Santos. Doctor Arquitecto. Catedrático de universidad

Escuela Técnica Superior de Arquitectura (ETSAM) de la Universidad Politécnica de Madrid (UPM). Departamento de Construcción y Tecnología Arquitectónicas (DCTA)

El artículo está terminado y revisado y se enviará a continuación del depósito de esta Tesis.

9.4. OTRAS ACCIONES DE DIFUSIÓN PREVISTAS

Esta Tesis doctoral pretende, a través la investigación realizada sobre la relación entre todas estas variables, impulsar a la comunidad profesional, académica y política relacionada con la protección social, con la inversión inmobiliaria institucional y con la conservación del Patrimonio, a poner en marcha los cauces adecuados para canalizar esa

inversión hacia la rehabilitación del patrimonio y la regeneración de la ciudad, abriendo para ello el necesario debate sobre la mejor forma de desarrollar estos temas.

A este fin, una vez realizada la lectura de esta Tesis, este doctorando tiene previsto impartir diversas conferencias y participar como ponente en mesas redondas, en múltiples foros relacionados con la inversión inmobiliaria, la protección social, la rehabilitación del patrimonio y la regeneración urbana.

En este sentido, ya se ha iniciado la organización de algunas conferencias y ponencias, en fechas todavía pendientes de concretar, en los siguientes foros: Colegio Oficial de Arquitectos de Madrid (COAM), Asociación Española de Oficinas (AEO), Urban Land Institute (ULI), Royal Institute of Chartered Surveyors España (RICS), Women in Real Estate (WIRES), Revista Metros2, Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias (MDI, ETSAM, UPM), Expo Real 2019 Múnich (Alemania), Revista Grupo Vía Inmobiliaria, Madrid Iberian Property, Club Inmobiliario del Instituto de Empresa (IE), IESE, etc.

También está previsto editar la Tesis en un formato reducido y orientado a su divulgación, con la intención de enviarla a algunos organismos públicos y responsables en la Administración, con objeto de impulsar la discusión sobre las ideas que en ella se reflejan.

En todas estas actividades de difusión se contará con la presencia de prensa y medios de comunicación especializados que puedan apoyar la difusión de su contenido.

FUENTES DE INFORMACIÓN

Además de la bibliografía que se relaciona en detalle en la sección siguiente de esta Tesis, se han consultado, a través de sus servicios de estudios y publicaciones, las siguientes fuentes de información, la validez de cuyos enlaces a sus páginas web se ha revisado en enero de 2019:

- ACI. Asociación Consultoras Inmobiliarias. <http://www.consultorasinmobiliarias.es>
- ALFI: Association of the Luxembourg Fund Industry. www.alfi.lu
- Allianz. <https://www.allianz.com/economic-research>
- Arcano. www.arcanopartners.com
- AREF: Association of R.E. FUNDS. www.aref.org.uk
- ASPRIMA. Asociación de Promotores Inmobiliarios de Madrid. www.asprima.es
- Axa Investment Managers <https://www.axa-im.com/insights>
- BBVA Servicio de Estudios. <https://www.bbva-research.com>
- BCE. Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/home/>
- BE. Banco de España. <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>
- BM. Banco Mundial <https://datos.bancomundial.org>
- BNP Real Estate. <https://www.realestate.bnpparibas.es/informes>
- Boston College. www.bc.edu
- Boston Consulting Group. www.bcg.com
- BPIE. Building Performance Institute Europe. <http://bpie.eu>
- BREEAM ES. Building Research Establishment Environmental Assessment Method. <http://www.breeam.es>
- CaixaBank Servicio de Estudios. <http://www.caixabank-research.com/>
- Catella. <https://www.catella.com/en/news-and-press-releases/research>
- CBRE. <https://www.cbre.com/research-and-reports>
<https://www.cbre.es/es-es/research-and-reports>
- CES. Consejo Económico y Social. www.ces.es
- Círculo de Empresarios. www.circulodeempresarios.org
- Comisión Europea. https://ec.europa.eu/commission/index_es
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. www.cnmv.es
- Cornell University. <https://www.cornell.edu>

- C&W. Cushman & Wakefield. <http://www.cushmanwakefield.com/en>
<http://www.cushmanwakefield.es/es/research-and-insight/>
- Deloitte Real Estate <https://www2.deloitte.com/real-estate>
- Deutsche Bank Research. <https://www.dbresearch.com>
- DGSFP. Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. www.dgsfp.mineco.es
- EFAMA. European Fund and Asset Management Association. www.efama.org
- EPRA. (2019). European Public Real Estate Association. www.epra.com/indexes/monthly-reports
- Erns&Young. <https://www.ey.com/es/es/industries/real-estate>
- ESADE. <http://www.esade.edu/es/>
- Euroconstruct. www.euroconstruct.org
- Eurosif. (2018). <http://www.eurosif.org/eurosif-2018-sri-study-launch-event/>
- Eurostat. <https://ec.europa.eu/eurostat>
- FMI. Fondo Monetario Internacional. IMF International Monetary Fund. Grupo de trabajo sobre Fondos Soberanos de Inversión. GITFSI
<https://www.imf.org/external/spanish/index.htm>. <https://www.imf.org>
- Fundación Edad & Vida <https://www.edad-vida.org>
- Grant Thornton. www.grantthornton.es
- HNA. Hermandad Nacional de Arquitectos. www.hna.es
- HSBC Research. <https://www.gbm.hsbc.com/solutions/global-research>
- ICAE Instituto Complutense de Análisis Económico <https://www.ucm.es/icae>
(Universidad Complutense de Madrid)
- ICEA Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones <https://www.icea.es/es-ES/conoce-icea>
- ICOMOS. Comité Nacional de ICOMOS. International Council on Monuments and Sites. www.icomos.es
- IE. Business School. <http://www.ie.edu>
- IESE. www.iese.edu
- IFSWF. International Forum of Sovereign Wealth Funds. www.ifswf.org
- INE. Instituto Nacional d Estadística <http://www.ine.es>
- Institutos Nacionales de Estadística u organismos equivalente de cada uno de los países objeto de análisis comparativo: España, Francia, Alemania, Reino Unido, Holanda, Países Nórdicos y Estados Unidos. <https://ec.europa.eu/eurostat/>

- ING Research. https://research.ing.com/portal/ING_Research.html
- Intermoney. <http://www.intermoney.es>
- INVERCO. Asociación de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. <http://www.inverco.es>
- INREV. Europe Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles. <https://www.inrev.org>
- Instituto BBVA de Pensiones. <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/>
- Instituto Nacional de la Seguridad Social. <http://www.seg-social.es/wps/portal/wss/internet/Inicio>
- IWBI. International Well Building Institute. *Well Building Standard*. <https://www.wellcertified.com>
- JLL Consultora. <http://www.jll.eu/emea/en-gb/research>
<https://www.jll.es/es/analisis-y-tendencias#research>
- KPMG. <https://home.kpmg/es/es/home/sectores/real-estate.html>
- LaSalle Investment. <https://www.lasalle.com>
- MAPFRE Servicio de Estudios. <https://www.mapfre.com/servicio-estudios/>
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente. <https://www.mapa.gob.es/es/> <https://www.miteco.gob.es/es/>
- Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. www.mitramiss.gob.es/es/index.htm
- Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social. www.mscbs.gob.es/home.htm
- Ministerio de Hacienda. www.hacienda.gob.es
- Ministerio de Economía y Empresa. <http://www.mineco.gob.es>
- Ministerio de Fomento. <https://www.fomento.gob.es/vivienda>
- MSCI Real Estate (IPD). <https://www.msci.com/real-estate>
- NAIOP. Commercial Real Estate Development Association. www.naiop.org
- NAREIT. (2019). National Association of Real Estate Investment Trusts. <https://www.reit.com>
- National Nederlanden Researchgate. <https://www.researchgate.net>
- NCREIF. National Council of Real Estate Investment Fiduciaries. <https://www.ncreif.org>
- OCDE. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. <http://www.oecd.org> <https://www.oecd-ilibrary.org/statistics>

- OEI. Organización de Estados Iberoamericanos. www.oei.es
- ONU Publicaciones. <https://www.un.org/development/desa/publications/publication>
- OIT Organización Internacional del Trabajo. www.ilo.org/global/lang-es/index.htm
- PREA. Pension Real Estate Association. <https://www.prea.org>
- Preqin. Instituto de Investigación financiero inmobiliario. www.preqin.com
- Prudential Research. <http://www.prudential.com/media/managed/rp/310.html>
- PWC. Price Waterhouse Coopers. <https://www.pwc.es/es/real-estate.html>
- Real Capital Analytics. www.rcanalytics.com
- Savills Aguirre Newman <http://www.savills-aguirrenewman.es/research/>
- SpainGBC. Spain Green Building Council. <http://www.spaingbc.org/web/>
- Spainsif. <https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- SWFI. Sovereign Wealth Fund Institute. www.swfinstitute.org
- U.E. Unión Europea Publicaciones. https://europa.eu/publications_es
- UNEP. United Nations Environment Programme. <https://www.unenvironment.org/es>
- Urban Strategy America Fund. (2019). Proyecto *Olmstead Green*. Boston <http://www.usa-fund.com/web/home/?id=36>
- USGBC. United States Green Building Council. <https://new.usgbc.org>
- Worldometers. <http://www.worldometers.info/es/>

BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

01. MACROECONOMÍA Y SOCIOLOGÍA

Arce Enrique, Betés Francisco *et al.* (2007). *El Mayor Activo*. Gestión de Personas Peoplematters. Almuzara, Madrid, 2007.

Aruca (2013) *Análisis de España con datos macroeconómicos* - junio 2013. Arucas Blog Revista Digital.

Círculo de Empresarios. (2018) *Perspectivas Economía Global y Española*. Informe trimestral, julio 2018.

Euroconstruct. (2018) *Sumario del Informe Euroconstruct*. Noviembre de 2018.

El mundo en cifras (2014). *El Salario Mínimo en Europa: situación actual y evolución en la última década*. Worldometers. 16 de abril de 2014. <http://www.worldometers.info/es/>

Fernández, A. y Alonso, A. (2013) *El Efecto sobre el PIB de la disminución de la población adulta*. El Confidencial. Abril de 2013.

FMI. Fondo Monetario Internacional. (2018) *Perspectivas de la economía mundial*. Octubre de 2018.

Fuller, Stephen S. (2018) *Economics Impacts of Commercial Real Estate*. NAIOP Research Foundation. Enero de 2018.

INE. Instituto Nacional de Estadística (2018) *España en cifras 2018*. www.ine.es/prodyser/espa_cifras/2018/index.html

La Caixa (2013). *Informe mensual*. Noviembre de 2013.

Lagares Calvo, Manuel (2014). *Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del Sistema Tributario Español*. Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. Febrero de 2014.

Lehman Brothers (2014) *¿Tienen futuro los fondos inmobiliarios?* Blog Lehman Brothers.

Observatorio de Vivienda y Suelo (2018). *Boletín anual 2017*. Ministerio de Fomento. Dirección General de Arquitectura, Vivienda y Suelo. 2018.

Observatorio de Vivienda y Suelo. (2018). *Boletín núm. 27. Tercer trimestre de 2018*. Ministerio de Fomento. Dirección General de Arquitectura, Vivienda y Suelo. Enero de 2019.

Otero Moreno, Marta y Blanco García Lomas, Joaquín (2015). *El Sector Inmobiliario en España*. ASPRIMA. 2015.

Preocupados por la Crisis (2013) *La deuda de la banca española con el BCE se redujo un 36% en el último año*. 14 de octubre de 2013.

Sánchez Martínez, G. Sevilla Segura, Jordi *et al.* (2013). *La Economía Española en 2033*. PWC. 3 de diciembre 2013.

Spanish Real Estate (2019) *La venta de viviendas marca máximos de la última década*. Febrero de 2019.

Vargas, Claudio (2013). *El segundo Jinete del Apocalipsis Deflacionario: el Envejecimiento de la Población*. Rankia. 24 de octubre de 2013.

02. SISTEMAS DE PREVISIÓN SOCIAL

Alonso, J., Doménech, R. y Tuesta, D. (2011). *Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro: Enseñanzas para América Latina*. BBVA Research. IV Congreso Internacional de Asofondos. Cartagena de Indias (Colombia). 5-6 de mayo de 2011.

Alonso Meseguer Javier y Conde-Rioz J. Ignacio. (2007). *La reforma de las pensiones: la experiencia internacional*. Ministerio de Economía y Competitividad, Secretaría de Estado de Comercio, Revista ICE. Información Comercial Española, nº 837 julio-agosto 2007.

Antón, A. (2007). *La Reforma de las Pensiones en Alemania*. Departamento de Sociología. Universidad Autónoma de Madrid.

Argandoña Rámiz, A., Díaz-Giménez, J., Díaz Saavedra, J., & Álvarez, B. (2013). *Un plan para salvar el sistema español de pensiones*. Fundación Instituto Edad y Vida.

Argandoña, A. (2013). *El reparto y la capitalización en las pensiones españolas*. Fundación Instituto Edad y Vida.

Balmaseda, M., Melguizo, Á., & Taguas, D. (2006). *Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España*.

Banco Mundial. (1994). *Envejecimiento sin Crisis*. Informe del Banco Mundial. Octubre de 1994.

Bannard, T., y Sendra-Vives, T. (1997). *Las pensiones en el reino unido ¿El dorado de Europa?* Fundación Mapfre. Junio de 1997. Pg. 51-54.

Blanco, L. (2012). *Agenda para unas pensiones adecuadas, seguras y sostenibles*. Comisión Europea. Bruselas 2012.

Casas de las, Jesús. (2018). *El horizonte de las pensiones eleva la necesidad del ahorro en España*. Expansión, Madrid, 10 de diciembre de 2018.

Cerezal, P. (2014). *Seis recetas para salvar las pensiones*. Expansión. 12.05.2014.

Chilton, D., Ganser, L., & Andersen, A. (1995). *The wealthy barber*. Audio Elan.

Chinchilla, N., Jiménez, E., & Grau, M. (2014). *Impacto de las pensiones en la mujer. Jubilación y calidad de vida en España*. Centro Internacional Trabajo y Familia. IESE Business School. Abril de 2014.

Coggan, P. (2011). *Falling short*. The Economist. 07.04.2011.
<http://www.Economist.com/node/18502013>

Comisión Europea. (2012). *Libro Blanco: Agenda para unas pensiones adecuadas, seguras y sostenibles*. Comisión Europea. Bruselas 16 de febrero de 2012.

Comisión Europea. (2013). *El Derecho a información en materia de pensiones de jubilación*. Comisión Europea. 3 de julio de 2013.

Comisión Europea. (2017). *The 2018 Ageing Report. Underlying Assumptions & Projection Methodologies*. Institutional Papers. Comisión Europea, Luxemburgo, noviembre 2017, pgs. 36, 63, 146. <https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/2018-ageing-report>

Conde-Ruiz, J. I., & Alonso, J. (2006). *El sistema de pensiones en España ante el reto del envejecimiento*. Presupuesto y Gasto Público, pgs. 44, 51-73.

Doménech, R. (2011). *La reforma de las pensiones públicas en España dentro del marco europeo*. Jornada de Pensiones BBVA, pg. 28.

Doménech, R. (2013). *La reforma de las pensiones públicas e España: el factor de sostenibilidad*. BBVA Research. III Jornada Institucional de Pensiones. Madrid 1 de octubre de 2013.

Feinsod, Roselyn. (2018). *Longevity Risk: Living Longer And The Increasing Retirement Burden*. The One Brief. Aon. 2018. Pgs. 1-5.

García Mayo, M. (2018). *Cuatro fenómenos sociales que tendrán impacto en la economía española*. Expansión, Madrid, 05.06.2018.

Giannetti, M., & Laeven, L. (2008). *Pension reform, ownership structure, and corporate governance: Evidence from a natural experiment*. The Review of Financial Studies, 22(10), 4091-4127.

Hagemann, R., y Nicoletti, G. (1989). *Population ageing: Economic effects and some policy implications for financing public pensions*. OCDE, París, 12.01.1989. Pgs. 51-53, 60-71 y 74-78.
https://www.researchgate.net/publication/247206676_Population_Ageing_Economic_Effects_and_Some_Policy_Implications_for_Financing_Public_Pensions

Hernández de Cos, P., Jimeno, J. F., & Ramos, R. (2017). *El sistema público de pensiones en España: Situación actual, retos y alternativas de reforma*. Banco de España Documentos Ocasionales, nº 1701. Madrid, 2017. Pgs. 13, 15-18, 20, 25-28 y 47.

HNA. (2015). *HNA en cifras*. 2016.

HNA (2017). Informe sobre la *Situación Financiera y de Solvencia 2017*. Auditado por Deloitte. HNA, mayo de 2018.

Ildate, E., Junyent, J., & d'economía crítica TAIFA, S. (2005). *¿Hacia dónde va el sistema de pensiones español?* Seminario de economía crítica TAIFA. Revista Polémica, pg. 85.

Instituto Nacional de la Seguridad Social. (2018). *Carta de Servicios 2015-2018*
<http://www.seg-social.es/wps/portal/wss/internet/Conocenos/CartasServicios/40380>

Instituto Aviva de Ahorro y Pensiones. (2013). *Las 50 preguntas clave sobre planes de pensiones*. Noviembre de 2013.

López Cumbre, Lourdes (2002). *Jubilación flexible en la Unión Europea*. Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. Madrid julio de 2002.

Lorenzo, L. (2004). *Consecuencias del envejecimiento de la población: El futuro de las pensiones*. Indicadores Sociales de España.

Muñoz de Bustillo Llorente, R. (2009). *Evaluación del tercer pilar del sistema de pensiones: determinantes de las aportaciones voluntarias y sus efectos sobre el ahorro de las familias*. Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Secretaría de Estado de la Seguridad Social. Madrid, julio de 2009.

Ministerio de Empleo y Seguridad Social. (2013). *Presupuestos de la Seguridad Social 2014.*, Secretaría de Estado de la Seguridad Social. Madrid, 2013.

Ministerio de Empleo y Seguridad Social. (2014). *Evolución mensual de las pensiones del sistema de la Seguridad Social*. Secretaría de Estado de la Seguridad Social. Madrid, marzo de 2014.

OCDE. (2014). *Pensions at a glance 2013*. París, 2013. https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013_pension_glance-2013-en

OCDE. (2015). *Net pension replacement rates*. OECD Pensions at a glance 2015. París, 2015.

OCDE. (2017) *Net pension replacement rates*. OECD Pensions at a glance. 2017. París, 2017 <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm>

OCDE. (2018). *Pensions at a glance 2017*. París, 2018. https://read.oecd-ilibrary.org/social-issues-migration-health/pensions-at-a-glance-2017_pension_glance-2017-en#page1

OCDE. (2018). *Pensions Outlook 2018 OECD*. París, 2018. https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-pensions-outlook-2018_pens_outlook-2018-en#

OCDE (2018), *Pension Markets in Focus 2018*. OECD Publishing, Paris, pgs. 19 y 39. <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm>

Pérez-Díaz V., Álvarez-Miranda B, y Chuliá E. *La opinión pública ante el sistema de pensiones*. Servicio de Estudios de La Caixa, Barcelona, 1997.

Revista Seguridad Social Activa Internacional: varios estudios y artículos. <http://www1.seg-social.es/ActivaInternet/index.htm>

Seguí-Cosme, S. (2013). *Informe del comité de expertos sobre el factor de sostenibilidad del sistema público de pensiones*. Research on Ageing and Social Policy, 1(1), 102-106.

03. FONDOS DE PENSIONES

Ámbito Financiero. (2012). *Reforma del sistema de pensiones en España, un problema demográfico*. Noticias Economía.

Bankinter. (2013) *Planes de pensiones 2013. Propuestas de inversión por edad buscando la rentabilidad (gráficos)*. Blog Bankinter. Octubre de 2013.

BCE. Banco Central Europeo. (2014). *Estadísticas sobre empresas de seguros y fondos de pensiones de la Zona del Euro*. Banco Central Europeo. Cuarto trimestre 2013. *Informe 2013. Seguros y fondos de pensiones*. (2013) (Informe No. NIPO:720-14-065-5) Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. Ministerio de Economía y Competitividad. Abril de 2014.

Brounen, D. (2010). *Real estate in an ALM framework: The case of fair value accounting*. Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, 38(4), 775; 775-804; 804.

Cabo, F., y García-González, A. *Planes de pensiones públicos frente a privados. Un juego diferencial a la Stackelberg*. Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. Secretaría de Estado de la Seguridad Social.

Cabo, F., García González, A., Gómez García y Peláez Feroso, F. J. (2015). *La integración de planes de pensiones de empleo con la Seguridad Social en España: Efectos sobre las tasas de sustitución*. Estudios de Economía Aplicada, 33(3).

Calvo, P. (2013, 22-11-2013). *Siete datos que delatan el subdesarrollo de los planes de pensiones en España*. El Confidencial. Noviembre de 2013.

Clark, G. (2000). *Pension fund capitalism*. OUP Catalogue. 2000.

Cohen, B. J. (2009). *Sovereign wealth funds and national security: The great tradeoff*. International Affairs, 85(4), 713-731.

Conexión-empleo.com. (2014) *Trabajar y jubilarse en Alemania. Tipos de pensión de jubilación*. Abril de 2014.

Europa Press. (2013) *Bruselas recomienda a España suprimir la desgravación por planes de pensiones privados*. Europa Press, 29 de mayo de 2013.

De la Dehesa, G. (2012). *¿Cómo elegir mi plan de pensiones?* IA Instituto Aviva de Ahorro y Pensiones. 2012.

De la Dehesa, G. (2013). *Las 50 preguntas clave sobre planes de pensiones*. IA Instituto Aviva De Ahorro y Pensiones. 2013.

Del Guercio, D., y Hawkins, J. (1999). *The motivation and impact of pension fund activism*. Journal of Financial Economics, 52(3), 293-340.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. (2014). *Informe 2014. Seguros y Fondos de Pensiones*. (Informe No. NIPO: 720-15-079-3) Ministerio de Economía y Competitividad, 2014.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. (2017). *Informe 2017. Seguros y Fondos de Pensiones*. Informe No. NIPO: 057-17-122-5. Ministerio de Economía y Competitividad, 2017.
<http://www.dgsfp.mineco.es/es/Publicaciones/Paginas/default.aspx>

Fernández, P., Aguirreamalloa, J., y Corres, L. (2012). *Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en España. 2001-2011*. IESE. Universidad de Navarra. 2012.

Fernández, P., Aguirreamalloa, J., y Linares, P. (2013). *Rentabilidad de los Fondos de Pensiones en los últimos 10 años*. IESE. Rankia. Febrero de 2013.

Hebb, T., Hamilton, A., y Hachigian, H. (2010). *Responsible property investing in Canada: Factoring both environmental and social impacts in the Canadian real estate market*. Journal of Business Ethics, 92(1), 99-115. 2010.

Hermida, A. J. T. (2006). *El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones*. pgs. 523-548. 2006.

El Huffintong Post. (2014). *La OCDE recomienda planes de pensiones privados para afrontar las jubilaciones del futuro*. EFE. Noviembre de 2013.

Instituto AVIVA de Ahorro y Pensiones. (2012). *¿Cómo elegir mi plan de pensiones?* Pgs. 1-4, 10 de febrero de 2014.

Instituto BBVA de Pensiones. (2014). *Comparativa de la edad de jubilación: España y resto de Europa*. BBVA Publicaciones, 10 de febrero de 2014. Pgs. 1-4.

INVERCO. (2013). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*. Informe 2012 y Perspectivas de 2013. Febrero de 2013.

INVERCO. (2014). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*. Informe 2013 y Perspectivas de 2014. Febrero de 2014.

INVERCO. (2016). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*. informe 2015 y Perspectivas de 2016. Febrero de 2016. Pgs. 5-9, 11-21, 23, 25-27, 30-35, 37, 43, 45-47, 49-51, 53-55, 57, 59, 63, 64.

INVERCO. (2018). *Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones*. Informe 2018 y perspectivas de 2019. Febrero de 2019. Pgs. 1-6, 8, 9, 11, 12, 14, 16-20, 24, 28, 29, 31, 33, 35-39, 41 y anexo 1.

ISR. (2012) *Los planes y fondos de empleo en España. Análisis de la Situación del Mercado*. Inversión Socialmente Responsable en España. Spain Social Investment Forum. (ISR).2012.

Luque, F. (2012). *¿Fondo de inversión o plan de pensiones?* Morningstar. 12 de diciembre de 2012.

Luque, F. (2017). *Los mejores fondos, gestoras y planes de pensiones*. Inversión y Finanzas: El Semanario Líder de Bolsa, Economía y Gestión de Patrimonios, (1051), 14-15. 2017.

Martínez Aldama, Ángel. (2017) *Las gestoras piden trasvasar fondos de la Seguridad Social a planes privados de pensiones*. Expansión. Febrero de 2017.

Miguel, A. (2014, 24-03-2014). *España: En el top 3 de países europeos con mejor evolución de su industria de fondos*. Funds Society. Marzo de 2014.

Ministerio de Economía y Competitividad. (2013). *Informe del segundo trimestre de 2013. Planes y Fondos de Pensiones*. Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. 2013.

Muñoz de Bustillo, R., Antón, J., Fernández-Macías, E., y Azpitarte, F. (2010). *Evaluación del tercer pilar del sistema de pensiones: Determinantes de las aportaciones voluntarias y sus efectos sobre el ahorro de las familias*. Ministerio de Trabajo e Integración. BOE, 15 de julio de 2009.

OCDE (2018). *Pension Markets in Focus 2018*, OECD. Publishing, Paris, pgs. 19 y 39 <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>

Salcedo Cruz, M.J., Ruiz Andújar, J. et al. (2017). *El ahorro para la jubilación a través de la empresa*. ICEA Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones <https://www.icea.es/es-ES/conoce-icea> e ICAE Instituto Complutense de Análisis Económico <https://www.ucm.es/icae> (Universidad Complutense de Madrid). Patrocinado por Vida Caixa y Edad&Vida. Reseña Expansión 11 de noviembre de 2017. <https://www.vidacaixa.es/documents/51066/58272/xii-premio-ev-ahorro-jubilacion-empresa.pdf/dd7e7b5f-5a97-9008-3e78-987e518f099b>

Soriano, D. (2011). ¿Compensa contratar un plan de pensiones en España? Libre Mercado, 10 de febrero de 2011.

Spain Social Investment Forum (2012). Los planes y fondos de empleo en España. Análisis De La Situación Del Mercado De La Inversión Socialmente Responsable En España (ISR).

Spainsif. Spain Social Investment Forum (2012). *Los planes y fondos de empleo en España. Análisis de la Situación del Mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España 2012*. Spainsif. Foro de la Inversión Sostenible y Responsable en España (ISR). 2012. <https://www.spainsif.es/publicaciones/>

Villalba, Marta. (2014). *Los europeos ahorran casi tres veces más en planes de pensiones*. Canal Jubilación. Abril de 2014. www.jubilacionypension.com

04. FONDOS DE INVERSIÓN. INVERSIÓN COLECTIVA

Alda, Mercedes. (2019). *Corporate sustainability and institutional shareholders: the pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices*. Business Strategy and Environment. Wiley Online Library, 2019.

Alonso, I. A. (2013). *La Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.: El depositario de los fondos de inversión alternativos*. Revista de Derecho del Mercado de Valores, (12), 275-282.

Aggarwal Reena, Erel Isil, Ferreira Miguel y Matos Pedro. (2009). *Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors*. Journal of Financial Economics. Octubre de 2010.

Appel Ian R., Gormley Todd A., Keim Donald B. (2015). *Passive investors, not passive owners*. Journal of Financial Economics. Marzo de 2016.

Arenillas, C. (2005). *Desarrollo, situación actual y tendencias de la inversión colectiva*. CNMV VII Reunión de autoridades del consejo del IIMV. Lima 24 de noviembre de 2005.

BCE. Banco Central Europeo. *Estadísticas de fondos de inversión de la Zona del Euro*. (2014). Banco Central Europeo. Febrero 2014.

Bolsa de Madrid (2004). Hedge funds: una formula de inversión en auge. Revista Bolsa de Madrid, nº 136, 2004.

Boone Audra L. y White Joshua T. (2014). *The effect of institutional ownership on firm transparency and information production*. Journal of Financial Economics. Junio de 2015.

Bravo Medín, M. (2015). *Fondos de inversión: Evolución histórica y situación actual*. Tesis de Máster, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de La Coruña, 2015. Pgs. 8-10, 15,15,18 y 19.

Callejón, M^a Eugenia (1998). *Hedge funds: ¿los malos de la película?* Análisis Financiero Internacional. Grupo Analistas, nº 89, agosto-septiembre 1998, pgs. 35-48.

Cambón Murcia, M. I. (2007). *Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión*. Monografía, (21) CNMV. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Marzo de 2007.

Chambers, David y Esteves, Rui. (2012). *The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913*. Cambridge, University of Cambridge, CWPEH nº 6. Explorations in Economic History, 52, 1-21

Choia Nicole, Fedeniab Mark, Skibac Hilla, Sokolyk Tatyana. (2014). *Portfolio concentration and performance of institutional investors worldwide*. Journal of Financial Economics. Septiembre de 2016.

EFAMA. European Fund and Asset Management Association. (2018). *Quarterly Statistical Releases, 2016, 2017, 2018*.

<https://www.efama.org/statistics/SitePages/European%20Quarterly%20Statistical%20Release.aspx>

Elyasani, Elyas (2009). *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*. Journal of Banking & Finance. Agosto de 2009.

Eurosif. (2011). *Corporate Pension Funds and Sustainable Investment Study*. Bruselas <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/07/coporate-pensiosn-funds.pdf>

Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Bruselas. Pgs. 10-12, 14, 16, 51-83, 105-106 <http://www.eurosif.org/eurosif-2018-sri-study-launch-event/>

Europa Press. (2016). *Los fondos soberanos han inyectado 16.000 millones en España durante la crisis*. 10 de marzo de 2016.

Ferreira Miguel y Matos Pedro. (2007). *The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world*. Journal of Financial Economics. Marzo de 2008.

Fich Eliezer M., Harford Jarrad, Tran Anh L. (2014). *Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights*. Journal of Financial Economics. Junio de 2015.

García Carnero, Fernando. (2003). *Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica*. Asociación Española de Historia Económica. Madrid, 2003. DT-AEHE nº 301.

Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2017). *Sovereign Wealth Funds*. Madrid. IE Foundation, IE Business School e ICEX, pgs. 8, 10, 11, 16, 84-86

Gilbert, J.C. (1939). *A History of Investment Trust in Dundee 1873-1938*. P.S. King & Sons, Londres, 1939.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). *Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors*. Journal of Financial Economics, 57(2), 275-305.

Glasgow, G. (1930). *The English Investment Trust Companies*. Eyre & Spottiswoode, Londres, 1930.

Glasgow, G. (1932). *The Scottish Investment Trus Companies*. Eyre & Spottiswoode, Londres, 1932

Hurtado, Rafael (2006). *La nueva revolución de los activos alternativos. El caso de los fondos de cobertura*. Revista de Empresa. Julio-agosto-septiembre 2006, pgs. 74-86.

Hurtado, Rafael (2007) *Los fondos de inversión libre (hedge funds) y su papel en los mercados financieros*. Revista de Bolsas y Mercados Españoles, nº 165, junio 2007, pgs. 52-55.

Hurtado, Rafael (2008). *Nuevas tendencias en la inversión en hedge funds, en Bolsa*. Revista de Bolsas y Mercados Españoles, nº 173, marzo 2008, pgs. 30-34.

Hurtado Coll, Rafael y Ropero Moriones, Eva (2014). *Fondo de Inversión Libre*. Diccionario Económico. Unidad Editorial. 2014.

INVERCO. (2012-2018). *Las Instituciones de Inversión Colectiva y Los Fondos de Pensiones*. Informes de 2012, 2013, 2014, 2016 y 2018.

López Lubián, Francisco y Hurtado, Rafael (2008). *Los fondos de cobertura (hedge funds): una nueva revolución en la gestión de inversiones*. Estrategia Financiera, nº 254, octubre 2008, pgs. 48-56.

López, M. (2014). *La Europa periférica es quien pisa fuerte en fondos de inversión*. El Economista. 19 de abril de 2014.

López Sáiz, S. y Laguna Sánchez, P. (2007). *Los fondos de inversión socialmente responsables en Europa*. Dialnet. Julio de 2007.

Martínez-Aldama Hervás, Angel et al. (2009). *Características generales y regulación de las instituciones de inversión colectiva en España. Situación Actual y Perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva*. Fundación Dialnet, pgs. 43-58.

Mercer. (2013) *Aumenta la inversión en activos alternativos en los planes de pensiones europeos. 2013 European Asset Allocation Survey*. <https://www.uk.mercer.com/our-thinking/2016-european-asset-allocation-survey.html>

Miguel, A. (2014). *España: En el top 3 de países europeos con mejor evolución de su industria de fondos*. Funds Society. 24 de marzo de 2014.

Parlamento Europeo. (2011) *Directiva 2011/61/UE de 8 de junio de 2011 relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos*. El Parlamento Europeo y el Consejo de la Unión Europea. 8 de junio de 2011.

Puente Regidor, M. (2013). *El Marco Institucional del Nuevo Modelo de Regulación Financiera de la Unión Europea*. Nómadas. Revista Crítica de Ciencias Sociales y Jurídicas, nº 39. Universidad Complutense de Madrid, marzo 2013.

Rabadán Forniés, M. (2009). *La inversión colectiva: Concepto y evolución. Sus funciones. Situación actual y perspectivas*. Fundación Dialnet Pgs. 27-42. 2009.

Royo Abenia, J. (2006). *Los fondos de inversión socialmente responsables en Europa*. Renta 4 y Comisión de RSC de AECA Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 2006. Incluido en Vargas, L (Coord), 255-280.

Self Bank. (2014). *El ABC de fondos. Diccionario de términos de Fondos de Inversión*. Abril de 2014.

Spainsif. Spain Social Investment Forum. (2018) *La inversión sostenible y responsable en España 2018*. Pgs. 9-16, 19, 24, 26-29, 37, 39, 42, 46-48.

<https://www.spainsif.es/publicaciones/>

Tapia Hermida, A. J. (2004) *El activismo societario de los principales inversores institucionales: fondos de inversión y fondos de pensiones*. Corporate Governance Conflicts and Corporate Insolvency. II Harvard-Complutense Seminar on Business Law.

Torrecilla, Alfonso. (2014). *Las Instituciones de Inversión Colectiva: Concepto y Clases*. Curso de Bolsa y Mercados Financieros. Abril de 2014.

Wirth, Eszter y Ramírez Cendrero, Juan Manuel. (2017). *Los fondos soberanos de inversión (FSI): su rol como instrumentos macroeconómicos en países petroleros y exportadores de productos manufacturados del Sudeste Asiático*. Junio de 2017.

05. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

ACI. Asociación de consultoras inmobiliarias. (2014). *Evolución y perfil del inversor actual en España*. Abril de 2014.

Árma Real Estate SOCIMI, S.A. (2018). *Informe de auditoría. Cuentas anuales e informe de gestión consolidados*. Diciembre de 2018.

Baum, A. (2009). *Commercial real estate investment: A strategic approach*. Estates gazette. 2009.

BNP Paribas Real Estate (2014) *Inversión Inmobiliaria en Europa. La inversión inmobiliaria en los mercados secundarios europeos retorna a niveles de 2009*. BNP Paribas Real Estate, 10 de enero de 2014.

Catella. (2016). *The beta risk factor as an instrument for securing yields*. Catella. Market tracker. Abril de 2016.

Colonial. (2018). *Resultados anuales de 2018*. Febrero de 2019.

Chung, R. (2011). *What determines stock price synchronicity in REITs?* The Journal of Real Estate Finance and Economics, 43(1-2), 73; 73-98; 98.

Conover, M., Friday, S., y Sirmans, S. (2002). *Diversification benefits from foreign real estate investments*. Journal of Real Estate Portfolio Management, 8(1), 17-25.

Cornell Real Estate Review. (2018). *Survey Highlights: 2017 Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell Real Estate Review, Editors 16(1). 36-41. Retrieved from: <https://scholarship.sha.cornell.edu/crer/vol16/iss1/15>

Daher Antonio (2013). *Territorios de la Financiarización Urbana y de las Crisis Inmobiliarias*. Pontificia Universidad Católica de Chile. 2013.

EFECOM (2014) *Los fondos buitres dan paso a los institucionales en el sector inmobiliario*. 19 de febrero de 2014.

EPRA Research. (2016) *Real Estate Index Series*. Enero de 2016.

EPRA Research. (2016) *Real Estate Idex Series*. Marzo de 2016.

EPRA Research (2016) *Real Estate Idex Series*. Abril de 2016.

Fernández Gimeno, J., Llovera Sáez, F. J., y Roig Hernando, J. (2012). *Los REITs españoles como vehículos de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI*. *Intangible capital*, 8(2), 308-363. 2012.

Francis, J., y Ibbotson, R. (2009). *Contrasting Real Estate with Comparable Investments, 1978-2008*. FRsearch Gate, 2009.

Freybote, J., y Seagraves, P. A. (2017). *Heterogeneous investor sentiment and institutional real estate investments*. *Real Estate Economics*, 45(1), 154-176.

Freybote, J., Prashant K.; Freybote, Julia; Marcato, Gianluca (2015) *An Investigation into Sentiment-Induced Institutional Trading Behavior and Asset Pricing in the REIT Market*. *Journal of Real Estate Finance and Economics*. Pgs. 160-189.

Fugazza, C., Guidolin, M., y Nicodano, G. (2007). *Investing for the long-run in European Real Estate*. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 34(1), 35-80.

Funk, D. L. (2015). *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. *Development Magazine*. NAIOP. Commercial Real Estate Development Association. Nueva York, Cornell University, primavera de 2015.

<https://www.naiop.org/en/Magazine/2015/Spring-2015/Development-Ownership/Real-Estate-Takes-Its-Place-as-the-Fourth-Asset-Class.aspx>

Galinien, B., y Bumelyte, J. (2011). *Real estate funds: Their place in the Investment Funds Universe and development Trends*. *Transformations in Business & Economics*, 10(1), 22.

Geltner, D., Miller, N. G., Clayton, J., y Eichholtz, P. (2001). *Commercial real estate analysis and investments* (Vol. 1, p. 642). Cincinnati, OH: South-western. 2001.

Gyamfi-Yeboah, F., Ziobrowski, A., y Seagraves, P. (2014). *Institutional Ownership and the Dynamics of Trading Volume around FFO Announcements*. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 49(1), 73-90. 2014.

Hartzell, J. C., Sun, L., y Titman, S. (2014). *Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts*. *Journal of Corporate Finance*, 25, 61-72. 2014.

Havel, M. B. (2014). *Delineation of property rights as institutional foundations for urban land markets in transition*. *Land Use Policy*, 38, 615-626. 2014.

Hispania, Activos Inmobiliarios. SOCIMI, S.A. (2018). *Informe de auditoría. Cuentas anuales e informe de gestión*. Diciembre de 2018.

Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>

INREV. (2012) *INREV Fund Style Classification Report*. 2011. 2012.

INREV. (2013) *INREV Management Fees and Terms Study 2012. Supplement*. 2013.

InterMoney S.A. (1999). *Fondos de inversión inmobiliaria y precios de inmuebles*. Informe Preparado para el Ministerio de Fomento. 1999.

- INVERCO. (2016). *Características esenciales de las SICAV*. Informe INVERCO 2016. Febrero de 2017. Pgs. 1-4.
- JLL Jones Lang LaSalle (2014) *Primeros síntomas de cambio de tendencia en el mercado industrial y logístico español*. Febrero de 2014
- Kallberg, J. G., Liu, C. H., y Greig, D. W. (1996). *The role of real estate in the portfolio allocation process*. Real Estate Economics, 24(3), 359-377.
- KANNER, S. (1980). *Pension fund investment in real-estate*. Real Estate Law Journal, 8(4), 343-348.
- Kempen (2017) *Listed and non-listed Real Estate investment, why combine the two?* Marzo de 2017.
- Laidlaw Jennifer, Morrison Doug et al. *Tendencias del Mercado Inmobiliario Europa 2014*. PWC. 6 de febrero de 2014.
- LAR España Real Estate. (2018). *Informe de Resultados de 2018*. Febrero de 2019.
- LaSalle, Investment Management (2016). *Public and Private Real Estate*. Febrero de 2017.
- Leal, J. F. (2013) *Los fondos de inversión oportunistas comprarán 30.000 viviendas en España*. El Mundo, 23 de septiembre de 2013.
- Li, B. (2011). *Research on the externality of the real estate market in social security sector*. Advances in Multimedia, Software Engineering and Computing, Vol 2, pgs. 129, 233; 233-237; 237.
- Lehman Brothers, Blog. (2014). *¿Tienen futuro los fondos inmobiliarios?* 2014.
- Lieser, K., y Groh, A. P. (2014). *The determinants of international commercial real estate investment*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 48(4), 611-659.
- Mendiluce, E. (2005). *El mercado inmobiliario español: Propuesta de implantación de un régimen REIT*. ESADE.
- MERLIN Properties, SOCIMI, S.A. (2018). *Informe de Resultados de 2018*. Febrero de 2019.
- Metzner, S. (2014). *The Use of Forecast Models in the Real Estate Sector: Findings of a Recent Survey*. Betriebswirtschaftliche Forschung Und Praxis, 66(4), 423-438.
- MSCI – IPD. (2017). *Global Real Estate Performance 2017*.
<https://www.msci.com/documents>
- Naredo, J. M. (2010). *El Modelo Inmobiliario Español y sus Consecuencias*. Madrid, marzo de 2010.
- Pivo, G., y McNamara, P. (2005). *Responsible property investing*. International Real Estate Review, 8 (1), 128-143.
- PWC. (2016). *Choosing an investment vehicle. European Real Estate Fund Regimes*. Febrero de 2017.
- Quinto, C. (2013). *Mejores fondos inmobiliarios*. Rankia. Comunidad Financiera. 27 de mayo de 2013.

Real Estate Investment Survey 2014. KPMG. Abril de 2014.

Realia (2018). *Resultados de 2018*. Febrero de 2019.

Rodrigo Bagues, Eva (2003) *La Inversión Indirecta en Inmuebles a través de Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Universidad Complutense de Madrid, Universidad del País Vasco, Universidad de Valencia. Julio de 2003.

<https://www.uv.es/qfinan/Trabajos-investigacion/2003/03002.pdf>

Russell Fogler H., (1984) *20% in Real Estate: Can Theory Justify it?* The Journal of Portfolio Management.

Santos Ortega, J.C. (2015) *Sicavs: Atractivo Financiero y Evolución*. Universidad Pontificia de Comillas. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/4555>

Spanish Real Estate. (2014). *El Fondo soberano de Noruega flexibiliza su estrategia inversora*. Julio de 2014.

Spanish Real Estate (2014) *Los fondos inmobiliarios no cotizados que intervienen en Europa captan el doble de capital en 2014*. 12 de noviembre de 2014.

Spanish Real Estate. (2015). *Los grandes inversores giran su foco hacia el inmobiliario ante las bajas perspectivas de los rendimientos de la renta fija*. Marzo de 2015.

Spanish Real Estate. (2015). *El inmobiliario cotizado europeo aumenta su peso en el mercado global*. Septiembre de 2015.

Spanish Real Estate. (2016). *Los fondos soberanos que llegan a España consideran sectores prioritarios al inmobiliario y el energético*. 11-03-2016.

Spanish Real Estate. (2016). *Los grandes fondos inmobiliarios se llevan la parte del león del dinero de los inversores institucionales*. 24-04-2015.

Spanish Real Estate. (2016). *Las cinco grandes inmobiliarias cotizadas del sector frente a los avatares de la bolsa*. 4-04-2016.

Spanish Real Estate. (2017). *Los planes de pensiones aumentan su asignación al inmobiliario*. 30-12-2014.

Spanish Real Estate. *Activos inmobiliarios y tecnológicos, prioridades de inversión para los fondos soberanos*. Marzo de 2017.

Suárez J. Luis, Galindo Elsa, et al. *Inversión Institucional en Activos Inmobiliarios en España*. ASPRIMA, IESE, IPD y Sociedad de Tasación. Febrero de 2011.

Suárez J. Luis, Galindo Elsa, et al. *La Inversión Inmobiliaria en España 2001-2011. 10 años de IPD en España*. IESE, IPD y CIIF Centro Internacional de Investigación Financiera. Febrero de 2011.

Suárez, J. L., Vasallo, Amparo (2009). *Indirect investment in real estate: Listed companies and funds*. In European Real Estate Markets (pgs. 113-151). Palgrave Macmillan, London.

UNEP FI. (2018). *Positive Impact Real Estate Investment Framework*. UNEP FI, Ginebra (Suiza), 2019.

<https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-real-estate-investment>

UNEP FI (2012). *RPI Responsible Property Investment: What the leaders are doing*. UNEP FI, Ginebra (Suiza), 2012.

<https://www.unepfi.org/publications/investment-publications/property-publications/responsible-property-investment-what-the-leaders-are-doing-2nd-edition/>

Wood, D., y Hoff, B. (2007). *Handbook on responsible investment across asset classes*. Institute for Responsible Investment. 2007.

06. RELACIÓN ENTRE FONDOS DE PENSIONES E INVERSIÓN INMOBILIARIA

ACI (2014). - *Evolución y perfil del inversor actual en España* (VII) Documentos ACI. 2014.

ALDRICH, P., y UPTON, K. (1977). *Real-estate investment for pension-funds*. Harvard Business Review, 55(3), 14-y.

Amenc, N., Martellini, L., y Ziemann, V. (2009). *Inflation-hedging properties of real assets and implications for asset-liability management decisions*. The Journal of Portfolio Management, 35(4), 94-110.

Anders Matre, J. (2012) *What is the optimal allocation towards Real Estate in the portfolio of the Global Pension Fund Global?* NHH. Bergen, otoño de 2012.

Andonov, A., Bauer, R., y Cremers, M. (2012). *Can large pension funds beat the market? asset allocation, market timing, security selection and the limits of liquidity*. SSRN 2012.

Andonov, A., Kok, N., y Eichholtz, P. (2013). *A global perspective on pension fund investments in real estate*. Journal of Portfolio Management, 39(5), 32-42. 2013.

Andonov, A., Eichholtz, P., y Kok, N. (2015). *Intermediated investment management in private markets: Evidence from pension fund investments in real estate*. Journal of Financial Markets. Amsterdam, Netherlands, 22, 73; 73-103; 103. 2015.

Ayuntamiento de Barcelona. (2000-2019). *Distrito 22@*.
<http://www.22barcelona.com/content/blogcategory/49/280/lang,es/>

Baum, A. (2009). *Commercial real estate investment: A strategic approach*. Estates gazette. 2009.

Blakely, E. J., Lynch, J., y Skudrna, K. (1985). *Creating jobs through pension fund investments in real estate: Innovations from California*. California Management Review, 27(4), 184-197.

Bonilla-Roth, M. E., y Zapparoli, I. (2017). *The challenge of financing urban infrastructure for sustainable cities*. IDB. Junio de 2017.

Brozan, Nadine. (2003). *Leaving Mitchell-Lama: Many Paths, All Bumpy*. New York Times. Nov. 2003

<https://www.nytimes.com/2003/11/02/realestate/leaving-mitchell-lama-many-paths-all-bumpy.html>

Christophers, B. (2011). *Revisiting the urbanization of capital*. Annals of the Association of American Geographers, 101(6), 1347-1364.

Chorafas, D. N. (2005,). 1 - *Golden rules of investing*. In Butterworth-Heinemann Ed., pgs. 3-29. Oxford.

Chun, G. H., Sa-Aadu, J., y Shilling, J. D. (2004). *The role of Real Estate in an institutional investor's portfolio revisited*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 29(3), 295-320.

Chun, G. H. (2000). *Pension-plan real estate investment in an asset-liability framework*. Real Estate Economics, 28(3), 467; 467-467-491; 491; 467-491; 491.

Ciochetti, B., Sa-Aadu, J., y Shilling, J. (1999). *Determinants of real estate asset allocations in private and public pension plans*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 19(3), 193-210.

Cooper, Donna y Craig John F. (2013) *Using Pension Funds to Build Infrastructure and Put Americans to Work*. Center for American Progress. Marzo de 2013. www.americanprogress.org

Craft, T. (2005). *Impact of pension plan liabilities on real estate investment - logical variations in real estate allocations*. Journal of Portfolio Management, 23; 23. 2005.

Cushman & Wakefield. (2016). *Investment market. Europe Q4 2015*. 2016.

Daher, A. (2013). *Territorios de la financiarización urbana y de las crisis inmobiliarias*. Revista de Geografía Norte Grande, (56), 7; 7-30; 30.

Das, P. K. (2015). *An investigation into sentiment-induced institutional trading behavior and asset pricing in the REIT market*. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 51(2), 160; 160-160-189; 189; 160-189; 189.

Dhar, R., y Goetzmann, W. N. (2005). *Institutional perspectives on real estate investing: The role of risk and uncertainty*. SSRN, 8 de junio de 2005.

Dhar, R., y Goetzmann, W. N. (2006). *Institutional perspectives on real estate investing*. The Journal of Portfolio Management, 32(4), 106-116. 31 de julio de 2006.

Engelhardt, G. V. (2008). *Social security and elderly homeownership*. Journal of Urban Economics, 63(1), 280-305.

Fenández, J., Llovera, F.J., Roig, J. (2011). *Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: las SOCIMI*. Intangible Capital. Mayo de 2012.

Fernández, Y., Suárez, J. L., Galindo, E., y Fernández-Aceytuno, J. (2011). *Inversión institucional en activos inmobiliarios en España*. Asprima, IESE, IPD, ST-Sociedad de Tasación.

Foro de Economía. (2013). *Los fondos de inversión oportunistas comprarán 30.000 viviendas en España*. Septiembre de 2013.

Funk, D. L. (2015). *Real estate takes its place as the fourth asset class*. Development Magazine.

Galinienė, B., y Bumelytė, J. (2011). *Real estate funds: Their place in the investment funds universe and development trends*. Transformations in Business & Economics, 10(1), 22.

Gallo, J. (2006). *Differentiating CREF performance*. Real Estate Economics, 34(2), 173; 173-209; 209.

Garrigan, R., Sullivan, M., y Young, M. (1981). *Financing real-estate investments of pension-funds*. Real Estate Review, 10(4), 57-63.

Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2005). *Pension Funds and Urban Revitalization. New York Case Study: Competitive returns and a revitalized New York*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. Oxford University Centre for the Environment. Boston, octubre 2005.

Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2006). *Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board: urban investing through a transparent selection process*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. University of Oxford, School of Geography at the Centre for the Environment. Boston, mayo 2006.

Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2007). *Investment intermediaries in economic development: Linking pension funds to urban revitalization*. Harvard Law School. Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. University of Oxford, School of Geography at the Centre for the Environment. Boston 2007.

Hartzell, J. C., Sun, L., y Titman, S. (2014). *Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts*. Journal of Corporate Finance, 25, 61-72. 2 de noviembre de 2013.

Hebb, T. (2005). *Public Pension Funds and Urban Revitalization, California Case Study A: Private Equity CALPERS California Initiative*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. Oxford University Centre for the Environment. Boston 2005.

Hebb, Tessa y Clark, Gordon L. et al. (2005). *Public Pension Funds and Urban Revitalization. California Case Study B: Real Estate CalPERS' California Urban Real Estate Initiative*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. Oxford University Centre for the Environment. Boston 2005

Hebb, T., Hamilton, A., y Hachigian, H. (2010). *Responsible property investing in Canada: Factoring both environmental and social impacts in the Canadian real estate market*. Journal of Business Ethics, 92(1), 99-115.

Martínez Cerezo, C.A. (2010) *Aceptación por parte de las personas mayores de los productos de licuación del patrimonio inmobiliario: hipoteca inversa, hipoteca pensión y renta vitalicia inmobiliaria*. Grupo Retiro. Jornadas 2010. Ayuntamiento de Madrid. Pgs. 263-268.

<http://envejecimiento.csic.es/documentos/documentos/madrid-jornadaseconomia-01.pdf#page=7>

Muñoz Fernández, G.A., y Santos Roldán, L. (2012). *El patrimonio inmobiliario de los mayores como complemento al sistema de pensiones (The Buildings of the Elderly as Supplemental Retirement Pensions)*. Revista Internacional Administración y Finanzas, 5(1), 17-32.

Nappi-Choulet, I. (2006). *The role and behaviour of commercial property investors and developers in french urban regeneration: The experience of the Paris region*. Urban Studies, 43(9), 1511-1535.

Spanish Real Estate (2014). *Los planes de pensiones aumentan su asignación al inmobiliario*. Diciembre de 2014.

Spanish Real Estate (2016). *Las compañías de seguros acumulan plusvalías inmobiliarias de 2.433 millones*. Septiembre de 2016.

Spanish Real Estate.(2017). *EPRA pide la reforma de solvencia II para facilitar la inversión de las aseguradoras en las inmobiliarias cotizadas*. Septiembre de 2017.

Strauss, K., Clark, G., Hebb, T., y Hagermann, L. (2004). *US public sector pension funds and urban revitalization: An overview of policy and programs*. School of Geography and Environment, University of Oxford, Centre for the Environment, 4 de noviembre de 2004.

Suárez, José Luis; Vassallo, Amparo. (2005) *La inversión inmobiliaria en Europa: las Empresas y los Fondos*. IESE insight. www.ieseinsight.com/doc.aspx?id=487&idioma=1

Theurillat, T., Corpataux, J., y Crevoisier, O. (2010). *Property sector financialization: The case of swiss pension funds (1992–2005)*. European Planning Studies, 18(2), 189-212.

07. DESTINOS DE INVERSIÓN Y MERCADOS

Cacho, Jesús (1987). *Fondos europeos invierten en valores inmobiliarios españoles*. El País, 21 de abril de 1987.

Chambers, D., y Esteves, R. (2014). *The first global emerging markets investor: Foreign & colonial investment trust 1880–1913*. Explorations in Economic History, 52, 1-21.

CBRE Research. (2016) *EMEA Investor Intentions Survey 2016*. CBRE. Febrero de 2017.

CBRE, Ramírez Escudero, A. Et al. (2014-2018). *Tendencias. Informe Inmobiliario*. CBRE. 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018

C&W. Cushman & Wakefield (2016) *The Great Wall of Money*. C&W. Febrero de 2017.

De Haan, L. (2011). *Momentum or contrarian investment strategies: Evidence from dutch institutional investors*. Journal of Banking & Finance, C&W 35(9), 2245; 2245-2251; 2251.

El Economista (2014). *Soros y Paulson invierten en una Sociedad inmobiliaria Española*. Marzo de 2014.

Fiorilla, P., Kapas, M., y Liang, Y. (2012). *A Bird's Eye View of Global Real Estate Markets: 2012 Update*. Prudential Real Estate Investors.

Herranz, H. (2013). *¿Resurgir del sector inmobiliario? todos los indicadores aún son negativos*. El Confidencial. 13 de agosto de 2013.

JLL. Jones Lang LaSalle. (2014). *Oficinas. informe de mercado. Madrid y Barcelona*. 1T. 2014. www.joneslanglasalle.es

Laidlaw, J. (2014). *Tendencias del mercado inmobiliario Europa 2014*. PWC.

Metzner, S. (2014). *The use of forecast models in the real estate sector: Findings of a recent survey*. Betriebswirtschaftliche Forschung Und Praxis, 66(4), 423-438.

Morningstar (2013). *Flujos de fondos en Europa: Octubre 2013*. Rankia. Octubre de 2013.

MSCI, Teuben, Bert y Bothra H. (2018). *Real Estate Market Size 2017*. MSCI 2018. Pg. 6. <https://www.msci.com/documents/10199/6fdca931-3405-1073-e7fa-1672aa66f4c2>

Newman, Frederick C&W (2015) *Record Investment set to continue. Europe Q4 2015*. Cushman&Wakefield. Febrero de 2016.

OEI. Organización de Estados Iberoamericanos. *Europa y América Latina: una cooperación para la acción*. Publicaciones OEI. Revista Iberoamericana de Educación Número 7. Enero-abril de 1995.

Pivo, G. (2008). *Exploring responsible property investing: A survey of American executives*. Corporate Social-Responsibility and Environmental Management, 15(4), 235; 235-248; 248.

PWC. Price Waterhouse Coopers (2014). *La fuerte entrada de capital empujará la inversión inmobiliaria en España en 2014*. PWC, 2014.

PWC y Urban Land Institute (2013-2018). *Tendencias del mercado inmobiliario Europa 2013* PWC, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017 y 2018

Quinto, C. (2013). *Flujos de fondos ETFs. semana a semana*. Rankia Comunidad Financiera. 9 de abril de 2013.

Ribstein, L. E. (2009). *Partnership governance of large firms*. The University of Chicago Law Review, 76(1), 289; 289-309; 309.

Ruiz, R. (2014, 09-02-2014). *España pasa de oveja negra a mercado estrella*. Expansión.

Ruiz, R. (2014, 14-04-2014). *La inversión inmobiliaria en España se dispara a 1.000 millones en 2014*. Expansión.

Ruiz, R., y Antón, A. (2013). *Llega el momento de invertir en el sector inmobiliario*. Expansión, 2 de diciembre de 2013.

Ruiz-Hidalgo, E. (2014). *España y Turquía, destinos preferidos en Europa por el inversor inmobiliario*. Invertia, 29 de enero de 2014.

Soler Matutes, J. (2013). *Flujos de inversión entre España y Asia: Balance del plan Asia-Pacífico*. Real Instituto Elcano. 2013.

Spanish Real Estate (2015) *El inmobiliario cotizado europeo aumenta su peso en el mercado global*. 16 de septiembre de 2015.

Spanish Real Estate (2016) *Mas del 60% de la inversión en construcción se concentrará en los países emergentes en 2025*. 25 de abril de 2016.

Spanish Real Estate (2017) *Cinco mil millones de dólares de nuevo capital para el mercado inmobiliario comercial español*. 22 de marzo de 2017.

Suarez, José Luis (2016) *Cuatro tendencias del mercado inmobiliario español para 2016*. Jones Lang LaSalle. IESE insight. 2016.

Schweizer, D., Hass, L. H., Johanning, L., y Rudolph, B. (2013). *The alternative real estate investment vehicles add value to REITs? evidence from German open-ended property funds*. Journal of Real Estate Finance and Economics, 47(1), 65-82.

Vanegas López, J. G., Restrepo Morales, J. A., y Muñeton Santa, G. (2012). *Geografía económica y flujos de inversión extranjera en América Latina*. 2012. Cuadernos de administración 28 (48), diciembre de 2012.

Yáñez, César (2000). *La inversión directa en América Latina y sus repercusiones en el poder político*. América económica. Semanario de información económica y financiera.

08. RELACIÓN CON ARQUITECTURA Y LA CIUDAD

Adair, A. et al. (1999). *Evaluation of investor behavior in urban regeneration*. Urban Studies, 36(12) pgs. 2031-2045.

Adair, A., Berry, J., McGreal, S., Hutchison, N., Watkins, C., y Gibb, K. (2003). *Urban regeneration and property investment performance*. Journal of Property Research, 20(4), 371-386.

Adair, A., Berry, J., et al. (2005). *Investment performance with urban regeneration locations*. Journal of Property Investment and Finance vol. 23, nº 1, pgs. 7-21. Emerald Group. Reino Unido.

Christophers, B. (2011). *Revisiting the urbanization of capital*. Annals of the Association of American Geographers, 101(6), 1347; 1347-1364; 1364.

Cosín Ochaíta, R. (2006). *Valoración de los bienes intangibles en ajustes por precios de transferencia*. Agencia Estatal de Administración Tributaria.

Eurostat. Estadísticas de la Unión Europea. (2018). *Estadísticas sobre Vivienda*. Mayo de 2018.

Foster, N. (2014). *Respuesta al Decano del COAM José Antonio Granero sobre la futura implantación de la Fundación Foster en el Palacete de los Duques de Plasencia*.

Gately, Michael y Stewart, Paul. (2018). *Cyclical Evolution and Structural Revolution. Barings Real Estate*. Prequin Global Real Estate Report 2018, pg. 6. [Prequin-Global-Real-Estate-Report](#)

Gibb, K., y Hoesli, M. (2003). *Developments in urban housing and property markets*. Urban Studies, 40(5-6), 887-896.

Granero, J. A. (2014). *Carta del Decano del COAM a Sir Norman Foster a la futura implantación de la Fundación Foster en el Palacete del Duque de Plasencia*. COAM, 9 de mayo de 2014.

Gurrieri, F. (1992). *Restauro e conservazione: Carte del restauro, norme, convenzioni e mozioni sul patrimonio architettonico ed artistico*.

Ministerio de Fomento. CTE. *Código Técnico de la Edificación* (2005). Otras disposiciones complementarias. [Real Decreto 953/2018, de 27 de julio](#).

Porter, M. E. (1995). *The competitive advantage of the inner city*. Harvard Business Review, 73(3), 55-71. Boston, 1995.

Sicola, Maria (2014). *Repositioning Yesterday's Buildings for Today's Changing Workforce*. Cushman & Wakefield. NAIOP. Invierno de 2014.

09. EFICIENCIA Y SOSTENIBILIDAD

ACI. Asociación de Consultoras Inmobiliarias. (2016) *Libro Verde. Hacia un sector eficiente*. www.consultorasinmobiliarias.es

BPIE. Buildings Performance Institute Europe. (2014). *Renovation Strategies of selected EU countries*. BPIE 2014.

BPIE. Buildings Performance Institute Europe. (2017). *Renovation Strategies Final 2017*. BPIE 2017.

Cuchí, A. et al. (2013). Informe GTR 2014. *Estrategia para la Rehabilitación. Claves para transformar el Sector de la Edificación en España*, 49-60. Grupo de trabajo sobre Rehabilitación (GTR). 2014.

Cuchí, A. et al. (2016) *Diagnóstico de la rehabilitación en las comunidades autónomas*. GTR. Informe Grupo de Trabajo sobre Rehabilitación. Julio de 2016.

Cuchí, A. y de la Puerta, I. et al. (2018) *Los municipios pieza clave en un marco de cooperación institucional*. GTR 4. Informe Grupo de Trabajo sobre Rehabilitación. Noviembre de 2018.

FEDER España. Fondo Europeo de Desarrollo Regional. (2013). *Programa Operativo en el Marco del Objetivo de Inversión en Crecimiento y Empleo 2014-2020*. Julio de 2014.

GTR. Informe Grupo de Trabajo sobre Rehabilitación. (2018) *Estrategia de Rehabilitación*. <https://www.gbce.es/archivos/ckfinderfiles/GTR/Informe%20GTR%202014.pdf>

Ministerio de Fomento. (2014) *Estrategia de Gestión de Rehabilitación en el sector de la Edificación en España*. ERESEE 2014.

Ministerio de Fomento. (2017) *Actualización 2017 de la Estrategia a largo plazo para la Rehabilitación Energética en el sector de la Edificación en España*. ERESEE 2017.

UE. Parlamento Europeo. (2005) *Objetivos 2020: Decisión (UE) 2015/1848 del Consejo de 5 de octubre de 2015, relativa a las orientaciones para las políticas de empleo de los Estados miembros para 2015*. Octubre de 2015.

UE. Parlamento Europeo. (2012). *Directiva 2012/27/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2012, relativa a la Eficiencia Energética*. Octubre de 2012.

UE. Parlamento Europeo. (2018). *Directiva 2018/844/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 2018, por la que se modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la eficiencia energética de los edificios y la Directiva 2012/27/UE relativa a la eficiencia energética*. Mayo de 2018.

10. PROTECCIÓN DEL PATRIMONIO ARQUITECTÓNICO Y URBANO

Andrés, F. C., del Castillo Rodríguez, C., y Andrés, J. C. (2018). *Evolución urbana del entorno y ubicación de la Plaza de Toros Monumental de Sevilla, un edificio perdido para el patrimonio de la ciudad. Urban evolution of the surroundings and location of the monumental bullring in Sevilla, a lost building for the city's heritage*. Anales de Edificación, 4(1), 37-46.

Aroca, Ricardo. (2011). *La Historia Secreta de los Edificios*. Barcelona, Espasa Libros, 2011 pg. 39.

Blanco Callejo, Alejandro (2017). *Diagnóstico de los centros comerciales abiertos en las ciudades históricas. El caso de las Ciudades Patrimonio de la Humanidad en España*. Building & Management. Diciembre de 2017.

Bonaventura, Inés (2016). *Cinema Odeon podrá dar lugar a apartamentos e loja*. Publico, agosto de 2016.

BMP (2018). *Premio BMP 2018 a la Mejor Transformación Inmobiliaria. Hospital de la Santa Creu i Sant Pau de Barcelona*. 2018.

Câmara Municipal de Lisboa (2016) *Programa Renda acessível. Lisboa pra todos*. Câmara Municipal de Lisboa. Abril de 2016.

Cosín Ochaíta, Rafael (2007). *Valoración de los bienes intangibles en ajustes de precios de transferencia*. Cuadernos de Formación. Colaboración 18/07. Volumen 4/07. Abril de 2007.

EFE. (2017) Derribado el colegio Hispano Mejicano, emblema de arquitectura contemporánea. Febrero de 2017.

El Mundo (2018). *El arquitecto Carlos Lamela absuelto en sentencia firme por su actuación en Canalejas*. El Mundo, 28 de diciembre de 2018.

El País (2016). *La Complutense recupera la propiedad del colegio universitario "El Johny"*. El País, 24 de octubre de 2016.

EPRA. European Public Real Estate Association. (2018). *Las socimis afrontan su consolidación y se postulan como socios de la regeneración urbana*. Marzo de 2018.

Europa Press (2014). *El edificio España deberá mantener su fachada principal, aunque se reduzca su catalogación*. Mayo de 2014.

Hermida, Belén; Lahoz, Carlos; Martínez Arrarás, Carlos y Blasco, J. Antonio (2013). *El valor del vacío*. CEU. 2013.

Jurado, F. (1995). *Acueducto de Segovia*. Informes de la Construcción, 47(437), 5-27.

Lantigua, Isabel F. (2018). *Alarma porque las obras en la Casa de la Carnicería de la Plaza Mayor alteran una arquitectura histórica*. El Mundo, 20 de junio de 2018.

Mazo, Estela S. (2014). *Edificios históricos convertidos en viviendas en Nueva York*. Expansión, 12 de noviembre de 2014.

Murga, Ainhoa (2018) *Pestana revive la Casa de la Carnicería para su primer hotel de lujo en Madrid*. Octubre de 2018. El Español, 10 de octubre de 2018.

Ortega Dolz, Patricia (2015) *La policía desaloja a 350 okupas del colegio mayor San Juan Evangelista*. El País, 18 de noviembre de 2015.

Sevillano, Elena G. (2010). *El Beti Jai tendrá la mayor protección para evitar su deterioro*. Julio de 2010.

Spanish Real Estate. (2018) *Se reinicia el convenio para reurbanizar (sic) la fábrica de tabacos de Altadys en Sevilla*. 22 de enero de 2018.

Voxpópuli (2014). *Norman Foster se lleva su Fundación de Madrid al ver garabateado con lápiz su Proyecto*. Madrid, 12 de abril de 2014.

11. NORMATIVA Y LEGISLACIÓN

CAM. Comunidad de Madrid. BOCM (2013). *Ley 3/2013, de 18 de junio, de Patrimonio Histórico de la Comunidad de Madrid*. Junio de 2013.

CNMV. Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2008). *Circular 2/2008, de 26 de marzo, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre Normas Contables, Obligaciones de Información, Determinación del Valor Liquidativo y Coeficientes de Inversión y Operativos y Actuaciones en las Tasaciones de Inmuebles de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 313 de 29 de diciembre de 2008.

Jefatura del Estado. BOE (1984). *Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado*. 1984. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 186 de 4 de agosto de 1984. Disposición derogada.

Jefatura del Estado. BOE (1985). *Ley 16/1985, de 25 de junio, del Patrimonio Histórico Español*. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 155 de 20 de junio de 1985

Jefatura del Estado. BOE (1992). *Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 1992.

Jefatura del Estado. BOE (1995). *Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*. 1995. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 268 de 9 de noviembre de 1995.

Jefatura del Estado. BOE (1998). *Ley 20/1998, de 1 de Julio, de Reforma del Régimen Jurídico y Fiscal de Las Instituciones de Inversión Colectiva de Naturaleza Inmobiliaria y sobre Cesión de Determinados Derechos de Crédito de la Administración General del Estado*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. Julio de 1998.

Jefatura del Estado. BOE (2002). *Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 298 de 13 de diciembre de 2002.

Jefatura del Estado. BOE (2002). *Real Decreto 1430/2002 de 27 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de mutualidades de previsión social*. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 15 de 17 de enero de 2003.

Jefatura del Estado. BOE (2003). *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 265 de 5 de noviembre de 2003.

Jefatura del Estado. BOE (2004). *Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 48 de 25 de febrero de 2004

Jefatura del Estado. BOE (2004). *Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados*. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 267 de 5 de noviembre de 2004.

Jefatura del Estado. BOE (2013). *Ley 4/2013, de 4 de junio, de Medidas de Flexibilización y Fomento del Mercado de Vivienda en Alquiler*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 134 de 5 de junio de 2013.

Jefatura del Estado. BOE (2013). *Ley 8/2013, de 26 de junio, De Rehabilitación, Regeneración y Renovación Urbanas*, Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 153 de 27 de junio de 2013.

Jefatura del Estado. BOE (2013). BOE. Boletín del Estado. *Ley 23/2013, de 23 de diciembre, Reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 309 de 26 de diciembre 2013.

Jefatura del Estado. BOE (2015). *Ley 20/2015, de 14 de Julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 168 de 15 de julio de 2015.

Jefatura del Estado. BOE (2018). *Real Decreto Ley 21/2018 de 14 de diciembre de Medidas Urgentes en Materia de Vivienda y Alquiler*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 304 de 19 de diciembre de 2018. Disposición derogada al no convalidarse por el Congreso de los Diputados.

Ministerio de Economía y Competitividad. BOE. (2015). *Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de Las Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 288 de 2 de diciembre de 2015.

Ministerio de Economía y Hacienda. (1993). *Orden de 24 de septiembre de 1993 sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria* (derogada parcialmente por RD 845/1999 de 21 de mayo, Modificada por la Orden EHA/3064/2008, de 28 de octubre de 2008 y por el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 2328 de 5 de octubre de 1993 y B.O.E. 139 de 8 de junio de 2010.

Ministerio de Economía y Hacienda. BOE (2008). *Orden EHA/3064/2008, de 28 de Octubre por la que se modifican la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de Julio de 1989 por la que se desarrolla el artículo 86 de la ley del Mercado de Valores y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de Septiembre de 1993, sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria, al objeto de habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para desarrollar determinados aspectos en el ámbito Contable de Entidades Supervisadas y en el de Cálculo de Coeficientes y Límites de las Instituciones de Inversión Colectiva*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 262 de 30 de octubre de 2008.

Ministerio de Empleo y Seguridad Social. (2018). *Carta de servicios*. Instituto Nacional de la Seguridad Social. 2015-2018. España 2018.

Ministerio de Fomento (2006). *Código Técnico de la Edificación. Real Decreto 314/2006, de 17 de marzo*. Boletín Oficial del Estado, B. O. E. 74 de 28 de marzo de 2006. En proceso de actualización.

Ministerio de la Presidencia. (2013). *Real Decreto 235/2013 de 5 de abril, por el que se aprueba el procedimiento básico para la certificación de la eficiencia energética de los edificios*. Boletín Oficial del Estado B.O.E. 89 de 13 de abril de 2013.

Regidor, M. P. (2015). *El Marco Institucional del nuevo modelo de regulación financiera de la Unión Europea*. Nómadas. Revista Crítica de Ciencias Sociales y Jurídicas, 39(3), 79; 79-118; 118.

UE. Parlamento Europeo. (2011) *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos AIFMD*. Unión Europea. Bruselas, 2011.

UE. Parlamento Europeo. (2018). *Directiva 2018/844 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2018 que modifica la Directiva 2010/31/UE relativa a la Eficiencia Energética de los Edificios y la Directiva 2012/27/UE relativa a la Eficiencia Energética*. Unión Europea. Bruselas, 2018

NOTA: La validez de los links a todas las páginas web citadas en esta bibliografía se ha revisado en enero de 2019.

ÍNDICE DE FIGURAS Y TABLAS

Fig. 1 – Estado de la Cuestión. Referencias analizadas y clasificación	3
Fig. 2 – Perfiles de riesgo/rentabilidad	12
Fig. 3 – Evolución del valor capital en zona prime de oficinas en Madrid 1964-2017	18
Fig. 4 – Evolución de activos de HNA 2010 – 2014	20
Fig. 5 – Volumen y estructura de activos de HNA.....	21
Fig. 6 – Rentabilidad financiera de activos de HNA	21
Fig. 7 – Índices bursátiles. 1990-2015 y 2000-2017	22
Fig. 8 – Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo	24
Fig. 9 – Estructura de la cartera de fondos de pensiones.....	25
Fig. 10 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2013	27
Fig. 11 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2014	27
Fig. 12 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2015.....	28
Fig. 13 – Principales grupos de inversores en el inmobiliario español en 2016	28
Fig. 14 – Principales grupos de inversores en el mercado español en 2017.....	29
Fig. 15 – Organigrama de funcionamiento de un fondo de inversión inmobiliario	35
Fig. 16 – Perfiles de riesgo/rentabilidad	36
Fig. 17 – Relación entre tipos de fondos inmobiliarios e inversores.	37
Fig. 18 – Asignación de los inversores institucionales por tipo de vehículos	37
Fig. 19 – Volumen y origen de REITs por países en el mercado internacional	41
Fig. 20 – Parámetros y evolución de las principales SOCIMIs españolas.....	44
Fig. 21 – Tributación de las IIC en el impuesto sobre sociedades.....	46
Fig. 22 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2013.....	47
Fig. 23 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2014.....	48
Fig. 24 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2015.....	48
Fig. 25 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2016.....	49
Fig. 26 – Volumen de inversión por tipo de vehículos en España 2017.....	49
Fig. 27 – Asignación de capital de los inversores institucionales por tipo de activos.....	53
Fig. 28 – Asignación de capital de los inversores institucionales al inmobiliario.....	54
Fig. 29 – Asignación al inmobiliario por tipo de inversores institucionales.....	55
Fig. 30 – Diagrama de riesgo vs rentabilidad por perfiles de inversión	59
Fig. 31 – Perfiles de riesgo/rentabilidad preferidos por los inversores	60
Fig. 32 – Rentabilidad de los diferentes vehículos 2012-2017 y objetivo 2018.....	61
Fig. 33 – MSCI IPD Índice de Retorno Global Anual 2017	62
Fig. 34 – Evolución de rentas de oficinas prime en CBD Madrid 1980-2017	63
Fig. 35 – Evolución de rentas de oficinas prime Madrid y Barcelona 2004-2016	63
Fig. 36 – Evolución de rentas de locales prime High Street Madrid y Barcelona.....	64
Fig. 37 – Evolución de rentabilidades en Madrid por tipo de producto	65
Fig. 38 – Evolución de rentabilidad de oficinas prime Madrid y Barcelona.....	65
Fig. 39 – Evolución de rentabilidad de locales comerciales prime Madrid y Barcelona ...	66
Fig. 40 – Distribución de Inversión Socialmente Responsable en Europa por sectores ...	70
Fig. 41 – Organigrama de funcionamiento de una gestora de fondos inmobiliarios.....	84
Fig. 42 – Organización del Asset Management: Relación con Propiedad	84
Fig. 43 – Organización del Asset Management: Gestión General.....	85
Fig. 44 – Organización del Asset Management: Gestión de Funcionamiento	85

Fig. 45 – Organización del Asset Management: Gestión Arrendaticia.....	86
Fig. 46 – Volumen de Inversión inmobiliaria en terciario por regiones 2006-2018.....	97
Fig. 47 – Distribución de la Inversión inmobiliaria en terciario por países	97
Fig. 48 – Distribución de la Inversión inmobiliaria en terciario por ciudades.....	98
Fig. 49 – European Office Property Clock Q4 2018. Evolución rentas por ciudades.....	99
Fig. 50 – Tamaño de los mercados inmobiliarios institucionales más relevantes	100
Fig. 51 – Preferencias distribución Inversión inmobiliaria institucional por regiones	100
Fig. 52 – Volumen de los principales mercados inmobiliarios en 2017	101
Fig. 53 – Retorno total de inversión de productos inmobiliarios, por países	103
Fig. 54 – Evolución y distribución de inversión inmobiliaria en España 2007-2018	104
Fig. 55 – Evolución de inversión en oficinas en Madrid y Barcelona 2002–2016	104
Fig. 56 – Inversión inmobiliaria de fondos soberanos por tipo de producto 2018	105
Fig. 57 – Distribución de inversión inmobiliaria por tipo de producto 2018	105
Fig. 58 – Flujos de inversión inmobiliaria en terciario por regiones	106
Fig. 59 – Flujos de inversión inmobiliaria en terciario por regiones	107
Fig. 60 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Europa	108
Fig. 61 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Norteamérica	108
Fig. 62 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Sudamérica.....	108
Fig. 63 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Asia	109
Fig. 64 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Pacífico	109
Fig. 65 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT Oriente Medio	109
Fig. 66 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Interregional IN/OUT África	109
Fig. 67 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional España IN/OUT.....	110
Fig. 68 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Alemania IN/OUT	110
Fig. 69 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Francia IN/OUT.....	111
Fig. 70 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Holanda IN/OUT.....	111
Fig. 71 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Reino Unido IN/OUT	112
Fig. 72 – Flujos de Inversión Inmobiliaria Internacional Estados Unidos IN/OUT.....	112
Fig. 73 – Proyección de la población en España 2012-2052	114
Fig. 74 – Proyección de la población en España 2014-2064	115
Fig. 75 – Esperanza de vida al nacer. Hombres y mujeres nacidos entre 2015 y 2020...117	
Fig. 76 – Rentabilidad de los fondos de pensiones (neta de inflación) 2017.....	121
Fig. 77 – <i>Tasa de Sustitución</i> por países de la OCDE.....	122
Fig. 78 – <i>Tasa de Sustitución</i> pública y privada (OCDE 2015)	123
Fig. 79 – <i>Tasa de Sustitución</i> bruta del sistema público (%)	124
Fig. 80 – Patrimonio de la inversión colectiva - IIC y FP (a nivel mundial)	126
Fig. 81 – Fondos de pensiones (a nivel mundial), por continentes.....	127
Fig. 82 – Patrimonio de los fondos de pensiones en España.....	128
Fig. 83 – Evolución patrimonio inversión colectiva en España. IIC y FP.....	128
Fig. 84 – Evolución patrimonio. Inversión colectiva en España. IIC y FP.....	129
Fig. 85 – Patrimonio fondos de pensiones vs. PIB (%) 2016	131
Fig. 86 – Evolución número de cuentas de partícipes en fondos de pensiones	132
Fig. 87 – Fondos de pensiones sobre el total de activos financieros (%). 2016.....	132
Fig. 88 – Activos financieros de las familias europeas (%).2016.....	133
Fig. 89 – Tasa de ahorro (TA) vs. renta disponible bruta (RDB).....	134
Fig. 90 – Tasa de ahorro (TA) vs. renta disponible bruta (RDB).....	134

Fig. 91 – Endeudamiento de las familias españolas (% RBD).....	135
Fig. 92 – Riqueza financiera neta e inmobiliaria de los hogares españoles (%PIB).....	136
Fig. 93 – Endeudamiento de los hogares europeos (% RBD)	136
Fig. 94 – Activos financieros vs. no financieros	137
Fig. 95 – Riqueza total de las familias sobre su renta disponible (%)	137
Fig. 96 – Población con vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad en Europa..	138
Fig. 97 – Activos financieros per cápita (€). 2016	138
Fig. 98 – Tasas de ahorro bruto de los hogares europeos respecto a su RDB. 2016	139
Fig. 99 – Activos financieros brutos de las familias europeas (% PIB)	139
Fig. 100 – Incentivos fiscales a los fondos de pensiones en los países de la OCDE	141
Fig. 101 – Rentabilidades medias anuales de los planes de pensiones	142
Fig. 102 – Gasto público en pensiones (% PIB). Proyecciones 2010-2060	143
Fig. 103 – Impacto económico del inmobiliario terciario.	148
Fig. 104 – Evolución del sector de la construcción en España respecto al PIB	153
Fig. 105 – Evolución Valor Añadido Bruto por actividades inmobiliarias 2009-2013	153
Fig. 106 – Evolución Valor Añadido Bruto por actividades inmobiliarias 2006-2018	154
Fig. 107 – Tasa de Sustitución y ahorro privado versus inversión inmobiliaria	155
Fig. 108 – Tasa de Sustitución y ahorro privado versus inversión inmobiliaria	156
Fig. 109 – Tamaño mercados de inversión inmobiliaria respecto al PIB per cápita	156
Fig. 110 – Vivienda en alquiler versus vivienda en propiedad en Europa	166
Fig. 111 – Acueducto de Segovia	171
Fig. 112 – Edificio General Lacy 23, Madrid. Vista Patio	172
Fig. 113 – Campus de Google en Madrid. Salas de coworking	172
Fig. 114 – Palacio Ducal Medinaceli. Vista exterior	174
Fig. 115 – Palacio Ducal Medinaceli. Patio central durante un concierto de verano	174
Fig. 116 – Antigua Cárcel de Palencia antes de su rehabilitación	175
Fig. 117 – Antigua Cárcel de Palencia tras su rehabilitación	175
Fig. 118 – Frontón Beti Jai, Madrid. Patio de juego y galerías	177
Fig. 119 – Frontón Beti Jai, Madrid. Interior galerías.....	177
Fig. 120 – Frontón Beti Jai, Madrid. Patio de juego	177
Fig. 121 – Edificio España. Plaza de España. Madrid	178
Fig. 122 – Manzana de Canalejas. Madrid	179
Fig. 123 – Cinema Odeón, Lisboa.....	180
Fig. 124 – Cinema Odeón, Lisboa.....	181
Fig. 125 – Iglesia de St. Vincent de Paul. Brooklyn. Nueva York. Vista exterior.....	182
Fig. 126 – Iglesia de St. Vincent de Paul. Brooklyn. Nueva York. Interiores.....	183
Fig. 127 – Estación de Energía ConEd. 214 Lafayette St, Soho, Nueva York.	183
Fig. 128 – Eataly, Roma. Reutilización de antigua terminal de la Estación Ostiense	184
Fig. 129 – Rotterdam, Holanda. Reconversión del antiguo puerto	184
Fig. 130 – Rotterdam, Holanda. Reconversión del antiguo puerto	185
Fig. 131 – Rotterdam, Holanda. Reconversión de vieja prisión en apartamentos.....	185
Fig. 132 – Rotterdam, Holanda. Reconversión de vieja prisión en apartamentos.....	186
Fig. 133 – Programa “Lisboa Renda Acessível” Barrio de San Lázaro	188
Fig. 134 – Cathedral Parkway Towers. 424 W 110 th Street New York, USA.....	192
Fig. 135 – Flujo de capital desde los fondos de pensiones a la comunidad urbana	194
Fig. 136 – Lofts 881 Lafayette Bulevar. Bridgeport, Connecticut. EE.UU.....	195

Fig. 137 – Máster Plan de Plaine Commune S. Denis. Edificio en ruina.....	197
Fig. 138 – Nuevo Liceo de Plaine Commune y Ecoquartier de la isla de S. Denis	197
Fig. 139 – Mapamundi de inversiones sostenibles de los fondos soberanos	204
Fig. 140 – Portada del informe BPIE 2014	214
Fig. 141 – Cumplimiento requisitos EED 2012 según informe BPIE.....	215
Fig. 142 – Informe BPIE 2017 de estrategia de renovación presentada por España	218

NOTAS

- ¹ Craft, T. (2005). *Impact of pension plan liabilities on real estate investment - logical variations in real estate allocations*. Journal of Portfolio Management, Reino Unido, pgs. 23-27 y 31.
- ² Craft, T. (2005). *Impact of pension plan liabilities on real estate investment - logical variations in real estate allocations*. Journal of Portfolio Management, Reino Unido, pgs. 23-27 y 31.
- ³ INREV. (2012). *Style Classification, 4.1 Boundaries for Style Classification*. Holanda, INREV, pgs. 12 y 13 https://www.inrev.org/system/files/2016-12/INREV_Fund_Style_Classification_Report.pdf
- ⁴ INVERCO. (2016). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 7
- ⁵ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 38
- ⁶ Craft, Timothy M. (2005). *Impact of pension plan liabilities on real estate investment - logical variations in real estate allocations*. Journal of Portfolio Management, Reino Unido, pgs. 23-27 y 31
- ⁷ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 38
- ⁸ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ⁹ Funk, David L. (2015). *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. Boston, NAIOP, Primavera 2015 y Nueva York, Cornell University
- ¹⁰ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ¹¹ NAREIT. (2019). National Association of Real Estate Investment Trusts. <https://www.reit.com>
- ¹² EPRA. (2019). European Public Real Estate Association. <http://www.epra.com/indexes/monthly-reports>
- ¹³ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pgs. 19, 20 y 24
- ¹⁴ Chambers, David y Esteves, Rui. (2012). *The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913*. Cambridge, University of Cambridge, CWPESH nº 6
- ¹⁵ García Carnero, Fernando. (2003). *Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica*. Asociación Española de Historia Económica. Madrid, 2003
- ¹⁶ Glasgow, G. (1930). *The English Investment Trust Companies*. Eyre & Spottiswoode, Londres, 1930
Glasgow, G. (1932). *The Scottish Investment Trust Companies*. Eyre & Spottiswoode, Londres, 1932
Gilbert, J.C.. (1939). *A History of Investment Trust in Dundee 1873-1938*. P.S. King & Sons, Londres, 1939
- ¹⁷ Bravo Medín, M. (2015). *Fondos de inversión: Evolución histórica y situación actual*. Tesis de Máster, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de La Coruña, 2015. Pgs. 8-10, 18 y 19
- ¹⁸ Galbraith, J.K. (1991) 88-89, Lee, C., Shleifer, A y Thaler, R (1990 y 1991), De Long, J.B. y Chleifer, A. (1991)
- ¹⁹ Bravo Medín, M. (2015). *Fondos de inversión: Evolución histórica y situación actual*. Tesis de Máster, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de La Coruña, 2015. Pgs. 14-15
- ²⁰ Bravo Medín, M. (2015). *Fondos de inversión: Evolución histórica y situación actual*. Tesis de Máster, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de La Coruña, 2015. Pgs. 23-33
- ²¹ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ²² Funk, David L. (2015). *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. Boston, NAIOP, Primavera 2015 y Nueva York, Cornell University

- ²³ DGSFP DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES (2017). *Informe 2017 Seguros y Fondos de Pensiones*. Madrid, DGSFP, pgs. 65 - 67.
<http://www.dgsfp.mineco.es/sector/documentos/Informes%202018/INFORME%20SECTOR%202017.pdf>
- ²⁴ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ²⁵ Funk, David L. (2015). *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. Boston, NAIOP, Primavera 2015 y Nueva York, Cornell University
- ²⁶ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ²⁷ Funk, David L. (2015). *Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class*. Boston, NAIOP, Primavera 2015 y Nueva York, Cornell University
- ²⁸ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ²⁹ Reid, Bryan. (2018). *Global Real Estate Performance in 2017*. New York, MSCI IPD, pgs. 5 y 6
- ³⁰ Royo Abenia, J. (2006). *Los fondos de inversión socialmente responsables en Europa*. Renta 4 y Comisión de RSC de AECA Asociación Española de Contabilidad y Admon. de Empresas. 2006
- ³¹ Spainsif. (2012) *Los Planes y Fondos de Empleo en España. Madrid 2012*. Pgs. 1-4
<https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- ³² Eurosif. (2018). *European SRI Study 2018*. Bruselas. Pgs. 10-12, 14, 16, 51-83, 105-106
<http://www.eurosif.org/eurosif-2018-sri-study-launch-event/>
- ³³ Spainsif. (2018) *La inversión sostenible y responsable en España 2018*. Pgs. 9-16, 19, 24, 26-29, 37, 39, 42, 46-48. <https://www.spainsif.es/publicaciones/>
- ³⁴ UNEP FI. (2018). *Positive Impact Real Estate Investment Framework*. UNEP FI, Ginebra (Suiza), 2019
<https://www.unepfi.org/publications/positive-impact-real-estate-investment-framework-2/>
- ³⁵ RPI. (2012). *Responsible Property Investment: What the leaders are doing*. UNEP FI, Ginebra (Suiza), 2012. <https://www.unepfi.org/publications/investment-publications/property-publications/responsible-property-investment-what-the-leaders-are-doing-2nd-edition/>
- ³⁶ Stoschek, Uwe y Schuurman, Jeroen Elink. (2017). *Choosing an investment vehicle. European Real Estate Fund Regimes. Europe*. PWC
- ³⁷ Unión Europea. (2011). *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos AIFMD*. Bruselas, UE
- ³⁸ Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2017). *Sovereign Wealth Funds 2017*. Madrid. I.E. Business School e ICEX, pgs. 8, 10, 11, 16, 84-86
- ³⁹ Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2017). *Sovereign Wealth Fund 2017s*. Madrid. I.E. Business School e ICEX, pgs. 8, 10, 11, 16, 84-86
- ⁴⁰ SWFI Sovereign Wealth Fund Institute. (2017) <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
- ⁴¹ Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2017). *Sovereign Wealth Fund 2017s*. Madrid. I.E. Business School e ICEX, pgs. 8, 10, 11, 16, 84-86
- ⁴² Kelly, Jeremy y McAuley, Matthew. (2018). *Global Market Perspective Q3 2018*. Londres, JLL (Jones Lang Lasalle), pg. 10
- ⁴³ Kelly, Jeremy y McAuley, Matthew. (2018). *Global Market Perspective Q3 2018*. Londres, JLL (Jones Lang Lasalle), pg. 12

-
- ⁴⁴ Kelly, Jeremy y McAuley, Matthew. (2018). *Global Market Perspective Q3 2018*. Londres, JLL (Jones Lang Lasalle), pg.13
- ⁴⁵ JLL. (2019). European Office Property Clock. JLL Research Europe. Febrero 2019
[http://www.jll.eu/emea/en-gb/Research/European Office Clock Report Q4 2018](http://www.jll.eu/emea/en-gb/Research/European%20Office%20Clock%20Report%20Q4%202018)
- ⁴⁶ Maher, William et al. (2017). *Public and Private Real Estate. The Sum is Greater than the Parts*. LaSalle Investment Management, pg. 4
- ⁴⁷ Maher, William et al. (2017). *Public and Private Real Estate. The Sum is Greater than the Parts*. LaSalle Investment Management, pg. 5
- ⁴⁸ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pg. 18
https://docs.wixstatic.com/ugd/abfec0_dae2571e039a4e2995c3e8e280045430.pdf
- ⁴⁹ Teuben, Bert y Bothra H. (2018). Real Estate Market Size 2017. MSCI 2018, pg. 6.
<https://www.msci.com/documents/10199/6fdca931-3405-1073-e7fa-1672aa66f4c2>
- ⁵⁰ Reid, Bryan. (2018). *Global Real Estate Performance in 2017*. New York, MSCI IPD, pg. 10
- ⁵¹ Martínez Brioso, Lola et al. (2018-19). *Real Estate Market Outlook España 2018 y 2019*. Madrid, CBRE, pgs. 8 (2018) y 15 (2019)
- ⁵² Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2018). *Sovereign Wealth Funds*. Madrid. I.E. Business School e ICEX, pg. 53
- ⁵³ BNP Paribas Real Estate. (2018), *At a glance Inversión España T4 2018*. Madrid pg. 3
https://www.realestate.bnpparibas.es/bnppre/es/research/informes-research/fortaleza-de-demanda-se-impone-a-escasez-de-producto-p_1710989.html
- ⁵⁴ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁵⁵ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁵⁶ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pgs. 1, 2, 7, 12, 13, 17 y 19. <https://www.hodesweill.com/research>
- ⁵⁷ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁵⁸ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁵⁹ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁰ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶¹ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶² CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶³ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁴ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁵ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁶ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁷ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁸ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁶⁹ CBRE. (2018). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE
- ⁷⁰ INE. (2010). <http://www.ine.es/prensa/np587.pdf>
 INE. (2012). <http://www.ine.es/prensa/np744.pdf>
- ⁷¹ INE. (2014). <http://www.ine.es/prensa/np870.pdf>

- ⁷² Comisión Europea. (2018). *The 2018 Ageing Report*. Luxemburgo, Comisión Europea, pgs. 17-18, 36-45, 63-64, 146, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip065_en.pdf
- ⁷³ OCDE (2017), *Pensions at a Glance 2017: OECD y G20 Indicators*, OECD Publishing, París, pgs. 86-87, 93, 95, 100-103, 110-111, 120-121, 124-125. http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2017-en
- ⁷⁴ OCDE (2018), *OECD Pensions Outlook 2018*, OECD Publishing, París, pg. 93
https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en
- ⁷⁵ BBVA (2014), *Comparativa de la edad de jubilación: España y resto de Europa 2014*, BBVA de Pensiones, Madrid. <https://www.jubilaciondefuturo.es/es/blog/comparativa-de-la-edad-de-jubilacion-espana-y-resto-de-europa.html>.
- ⁷⁶ Comisión Europea. (2018). *The 2018 Ageing Report*. Luxemburgo, Comisión Europea, pgs. 17-18, 36-45, 63-64, 146, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip065_en.pdf
- ⁷⁷ OCDE (2017), *Pensions at a Glance 2017: OECD y G20 Indicators*, OECD Publishing, París, pgs. 86-87, 93, 95, 100-103, 110-111, 120-121, 124-125. http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2017-en
- ⁷⁸ Comisión Europea. (2018). *The 2018 Ageing Report*. Luxemburgo, Comisión Europea, pgs. 17-18, 36-45, 63-64, 146, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip065_en.pdf
- ⁷⁹ OCDE (2017), *OECD Society at a Glance 2017*, OECD Publishing, París, pg. 121
https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en
- ⁸⁰ OCDE (2017), *OECD Society at a Glance 2017*, OECD Publishing, París, pg. 121
https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en
- ⁸¹ Eurostat. (2015). *Based Population Projection* y Comisión Europea. (2018). *The 2018 Ageing Report*. Luxemburgo, Comisión Europea, pg. 17-18
- ⁸² OCDE (2017), *OECD Pensions at a Glance 2017*, OECD Publishing, París, pg. 86
https://doi.org/10.1787/pens_outlook-2018-en
- ⁸³ Coggan, Philip. (2011). *Falling Short*. The Economist. London.
<https://www.economist.com/special-report/2011/04/07/falling-short>
- ⁸⁴ OCDE (2018), *Pension Markets in Focus 2018*, OECD Publishing, París pgs. 19 y 39
<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>
- ⁸⁵ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pgs. 14, 16 y 36 con datos OCDE
- ⁸⁶ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 36
- ⁸⁷ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 17
- ⁸⁸ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 9
- ⁸⁹ INVERCO. (2016). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 6
- ⁹⁰ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 11
- ⁹¹ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 11
- ⁹² INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 19
- ⁹³ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pgs. 11 y 12
- ⁹⁴ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 33
- ⁹⁵ Eurostat. (2018). *Estadísticas sobre vivienda: Distribution of population by tenure status* (Distribución de población por régimen de tenencia). Luxemburgo, Comisión Europea, 2018.
https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics/es
- ⁹⁶ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 39
- ⁹⁷ OCDE (2013). *OECD Pensions at a Glance*. París, OCDE. <http://www.oecd.org>

- ⁹⁸ FMI Fondo Monetario Internacional. (2018). *Perspectivas de la economía mundial. Retos para un crecimiento sostenido*. Washington octubre 2018, FMI Publication Services, pg. 167
<https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>
- ⁹⁹ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pgs. 38 y 39
- ¹⁰⁰ Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pg. 18
https://docs.wixstatic.com/ugd/abfec0_dae2571e039a4e2995c3e8e280045430.pdf
- ¹⁰¹ Craft, Timothy M. (2005). *Impact of pension plan liabilities on real estate investment - logical variations in real estate allocations*. Journal of Portfolio Management, Reino Unido, pgs. 23-27 y 31
- ¹⁰² Cornell University and Hodes Weill & Associates (2018). *Institutional Real Estate Allocations Monitor*. Cornell University Baker Program in Real Estate and Hodes Weill & Associates, Nueva York pg. 18
https://docs.wixstatic.com/ugd/abfec0_dae2571e039a4e2995c3e8e280045430.pdf
- ¹⁰³ Fuller, Stephen. (2018). *Economic Impacts of Commercial Real Estate*. NAIOP Research Foundation y DODGE Data & Analytics, Virginia (USA), 2018, pgs. 1-9, 15, 19
- ¹⁰⁴ Fuller, Stephen. (2018). *Economic Impacts of Commercial Real Estate*. NAIOP Research Foundation y DODGE Data & Analytics, Virginia (USA), 2018, pgs. 1-9, 15, 19
- ¹⁰⁵ ASPRIMA, IEE. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Madrid, pgs. 14-16, 35-42. Con datos INE.
<https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-España.pdf>
- ¹⁰⁶ Círculo de Empresarios. (2018). *Perspectivas economía global y española 3T 2018*. Madrid, pg. 35
<https://circulodeempresarios.org/Economía-global-y-española-3T-2018.pdf> 17.01.2019
- ¹⁰⁷ ASPRIMA, IEE. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Madrid, pgs. 14-16, 35-42. Con datos INE.
<https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-España.pdf>
- ¹⁰⁸ INE. (2018). *España en Cifras*. Madrid, pg. 28.
https://www.ine.es/prodyser/espa_cifras/2018/files/assets/common/downloads/publication.pdf?uni=4f7e7b429c56ccbc4bf56b3e93ebc47b
- ¹⁰⁹ ASPRIMA, IEE. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Madrid, pgs. 14-16, 35-42. Con datos INE.
<https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-España.pdf>
- ¹¹⁰ Ministerio de Fomento. (2018). *Observatorio de Vivienda y Suelo nº 27, 3T 2018*. Madrid
<https://apps.fomento.gob.es/CVP/handlers/pdfhandler.ashx?idpub=BAW059>
- ¹¹¹ INVERCO. (2016). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 37
- ¹¹² INE. (2018). *España en Cifras*. Madrid, pg. 28.
https://www.ine.es/prodyser/espa_cifras/2018/files/assets/common/downloads/publication.pdf?uni=4f7e7b429c56ccbc4bf56b3e93ebc47b
- ¹¹³ ASPRIMA, IEE. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Madrid, pgs. 14-16, 35-42. Con datos INE.
<https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-España.pdf>
- ¹¹⁴ Ministerio de Fomento. (2018). *Observatorio de Vivienda y Suelo nº 27, 3T 2018*. Madrid
<https://apps.fomento.gob.es/CVP/handlers/pdfhandler.ashx?idpub=BAW059>
- ¹¹⁵ Blakely E.J. et al. (1985) *Creating Jobs Through Pension Fund Investments in Real Estate: Innovations from California*. California Management Review XXVII – 4 , 1985. University of California. Los Ángeles
- ¹¹⁶ Círculo de Empresarios. (2018). *Perspectivas economía global y española 3T 2018*. Madrid, pg. 35
<https://circulodeempresarios.org/Economía-global-y-española-3T-2018.pdf>
- ¹¹⁷ ASPRIMA, IEE. (2014). *El sector inmobiliario en España*. Madrid, pgs. 14-16, 35-42. Con datos INE.
<https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/El-sector-inmobiliario-en-España.pdf>
- ¹¹⁸ Ministerio de Fomento. (2018). *Observatorio de Vivienda y Suelo nº 27, 3T 2018*. Madrid
<https://apps.fomento.gob.es/CVP/handlers/pdfhandler.ashx?idpub=BAW059>

-
- ¹¹⁹ OCDE. (2016). <https://data.oecd.org/hha/household-financial-ts.htm#indicator-chart>
FMI. (2014). *World Economic Outlook Database*. Washington, FMI.
CBRE. (2016). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE.
Scott Figue et al. (2016) *Office Market Overview Latin America Mid-year 2016*. Londres, JLL.
<http://latinamerica.am.joneslanglasalle.com>
- ¹²⁰ OCDE. (2016). <https://data.oecd.org/hha/household-financial-ts.htm#indicator-chart>
FMI. (2014). *World Economic Outlook Database*. Washington, FMI.
CBRE. (2016). *Global Capital Flows*. Londres, CBRE.
Scott Figue et al. (2016) *Office Market Overview Latin America Mid-year 2016*. Londres, JLL.
<http://www.latinamerica.jll.com/latin-america/es-ar/investigacion-de-mercados/216/latin-america-office-report-mid-year-2016>
- ¹²¹ Teuben, Bert y Bothra H. (2018). Real Estate Market Size 2017. MSCI 2018, pg. 9.
<https://www.msci.com/documents/10199/6fdca931-3405-1073-e7fa-1672aa66f4c2>
- ¹²² Euroconstruct. (2018). Euroconstruct Country Report Nov 2018. Paris.
<https://www.euroconstruct.org/ec/reports> y <https://itec.es/servicios/estudios-mercado/euroconstruct-sumario-ultimo-informe/>
- ¹²³ Ministerio de Fomento. (2017). Observatorio de Vivienda y Suelo Boletín Anual 2017. Madrid, pg. 42
<https://apps.fomento.gob.es/CVP/handlers/pdfhandler.ashx?idpub=BAW053>
- ¹²⁴ Comisión Europea. (2007). *Paquete de medidas sobre clima y energía hasta 2020*. Bruselas.
https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/2020_es
- ¹²⁵ Comisión Europea. (2014). *Programa Operativo de Crecimiento Sostenible 2014-2020*. Bruselas, pg. 2
- ¹²⁶ Comisión Europea (2019). *European Region Action Scheme for the Mobility of University Students* (Plan de Acción de la Comunidad Europea para la Movilidad de Estudiantes Universitarios)
https://ec.europa.eu/programmes/erasmus-plus/programme-guide/introduction/how-to-read-programme-guide_es
- ¹²⁷ Eurostat. (2018). *Estadísticas sobre vivienda: Distribution of population by tenure status* (Distribución de población por régimen de tenencia). Luxemburgo, Comisión Europea, 2018
https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics/es
- ¹²⁸ Eurostat. (2018). *Estadísticas sobre vivienda: Distribution of population by tenure status* (Distribución de población por régimen de tenencia). Luxemburgo, Comisión Europea, 2018
https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_statistics/es
- ¹²⁹ Datosmacro Expansión. (2018). *Tasa de desempleo 2018 por países*. Madrid
<https://datosmacro.expansion.com/paio>
- ¹³⁰ Aroca, Ricardo. (2011). *La Historia Secreta de los Edificios*. Barcelona, Espasa Libros, pg. 39
- ¹³¹ Gurrieri, Francesco. (1992). *Restauro e conservazione. Carte del restauro, norme, convenzioni, e mozioni sul patrimonio architettonico ed artistico*. Florencia. Polistampa 1992
- ¹³² Aguirre Newman et al. (2006). *General Lacy 23*. Madrid, Aguirre Newman
- ¹³³ Dearte. (2008). <http://dearte.info/fundacion/programas/exposiciones-y-eventos.html>
- ¹³⁴ Dearte. (2008). <http://dearte.info/fundacion/programas/exposiciones-y-eventos.html>
- ¹³⁵ Exit Architects. (2012). Rehabilitación de la Antigua prisión provincial de Palencia. Experimenta.
<https://www.experimenta.es/noticias/arquitectura/exit-architects-rehabilitacion-de-la-antigua-prision-provincial-de-palencia-34/>
- ¹³⁶ El Confidencial. (2015). [Frontón Beti Jai y Fundación Norman Foster](#)
- ¹³⁷ Boaventura, Inês. (2016). *Cinema Odeon poderá dar lugar a apartamentos e loja*. Público. [C. Odeon](#)

-
- ¹³⁸ Mazo, Estela. (2014). *Edificios históricos convertidos en viviendas en Nueva York*. Expansión. Unidad Editorial. [Expansión. Edificios históricos Nueva York](#)
- ¹³⁹ EFE. (2016). *La segunda vida de una prisión holandesa con pisos de diseño*. El Diario 24.07.2016 https://www.eldiario.es/politica/segunda-prision-holandesa-pisos-diseno_0_540696061.html
- ¹⁴⁰ Adair, A. Et al. (1999). *Evaluation of investor behavior in urban regeneration*. Urban Studies, 36(12), pgs. 2031-2045.
- ¹⁴¹ Câmara Municipal de Lisboa. (2016). <http://www.lisboarendaaccessivel.pt>
- ¹⁴² Câmara Municipal de Lisboa. (2016). <http://www.lisboarendaaccessivel.pt>
- ¹⁴³ Ayuntamiento de Barcelona. (2000-2019). Distrito 22@. <http://www.22barcelona.com/content/blogcategory/49/280/lang/es/>
- ¹⁴⁴ Hebb, Tessa y Clark, Gordon L et al. (2004). *U.S. Public Sector Pension Funds and Urban Revitalization. An overview of policy and programs*. School of Geography and Environment. University of Oxford. Boston 2004
- ¹⁴⁵ Hebb, Tessa y Clark, Gordon L. et al. (2005). *Public Pension Funds and Urban Revitalization. California Case Study B: Real Estate CalPERS' California Urban Real Estate Initiative*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. Oxford University Centre for the Environment. Boston 2005
- ¹⁴⁶ Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2005). *Pension Funds and Urban Revitalization. New York Case Study: Competitive returns and a revitalized New York*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. Oxford University Centre for the Environment. Boston 2005
- ¹⁴⁷ Adair, A., Berry, J., et al. (2005). *Investment performance with urban regeneration locations*. Journal of Property Investment and Finance vol 23, nº 1, pgs. 7-21. Emerald Group. Reino Unido.
- ¹⁴⁸ Brozan, Nadine. (2003). *Leaving Mitchell-Lama: Many Paths, All Bumpy*. New York Times. Nov. 2003 <https://www.nytimes.com/2003/11/02/realestate/leaving-mitchell-lama-many-paths-all-bumpy.html>
- ¹⁴⁹ Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2006). *Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board: urban investing through a transparent selection process*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. University of Oxford, School of Geography at the Centre for the Environment. Boston 2006
- ¹⁵⁰ Hagerman, Lisa A., Clark, Gordon L. y Hebb, Tessa. (2007). *Investment intermediaries in economic development: Linking pension funds to urban revitalization*. Harvard Law School, Pension and Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program. University of Oxford, School of Geography at the Centre for the Environment. Boston 2007
- ¹⁵¹ Urban Strategy America Fund. (2019). Proyecto *Olmstead Green*. Boston <http://www.usa-fund.com/web/home/?id=36>
- ¹⁵² Nappi-Choulet, Ingrid (2006). The Role and Behaviour of Commercial Property Investors and Developers in French Urban Regeneration: The Experience of the Paris Region. Urban Studies vol 43(9), pgs. 1511-1535. [Saint Denis. ZAC Landy Pleyel](#)
- ¹⁵³ Porter, Michael E. (1995). The Competitive Advantage of the Inner City. Harvard Business Review. Boston 1995. Pg. 62
- ¹⁵⁴ Gately, Michael y Stewart, Paul. (2018). Cyclical Evolution and Structural Revolution. Barings Real Estate. Preqin Global Real Estate Report 2018, pg. 6 [Preqin-Global-Real-Estate-Report](#)
- ¹⁵⁵ USGBC. (2019). United States Green Building Council. LEED <https://new.usgbc.org>
- ¹⁵⁶ SpainGBC. (2019). Spain Green Building Council. LEED <http://www.spaingbc.org/web/>
- ¹⁵⁷ BREEAM ES. (2019). Building Research Establishment Environmental Assessment Method. BREEAM <http://www.breeam.es>

-
- ¹⁵⁸ IWBI. (2019). International Well Building Institute. *Well Building Standard*. <https://www.wellcertified.com>
- ¹⁵⁹ IFSWF. (2019). International Forum of Sovereign Wealth Funds. <https://www.ifswf.org>
- ¹⁶⁰ PRI. (2019). *Principles for Responsible Investment*. ONU, 2019. <https://www.unpri.org>
- ¹⁶¹ Garzón, Francisco y Santiso, Javier. (2017). Sovereign Wealth Funds. Madrid. I.E. Business School e ICEX, pgs. 64-77
- ¹⁶² INVERCO. (2016). *Informe Anual* febrero de 2016 pg. 5, con datos Eurostat
- ¹⁶³ BPIE. (2014). *Renovation strategies of selected EU countries 2014*. Buildings Performance Institute Europe (BPIE). November 2014. <http://bpie.eu>
- ¹⁶⁴ Comisión Europea. (2012) *Energy Efficiency Directive1* (EED). <https://ec.europa.eu/energy/en/topics/energy-efficiency/energy-efficiency-directive>
- ¹⁶⁵ BPIE. (2014). *Renovation strategies of selected EU countries*. Buildings Performance Institute Europe (BPIE). November 2014. Pg. 6. <http://bpie.eu>
- ¹⁶⁶ BPIE. (2014). *Renovation strategies of selected EU countries*. Buildings Performance Institute Europe (BPIE). November 2014. Pg. 6. <http://bpie.eu>
- ¹⁶⁷ GTR 3 (2014) Grupo de Trabajo sobre Rehabilitación, *Informe de Estrategia para la Rehabilitación*. GBCE Green Building Council España. Madrid 2014. <https://gbce.es/blog/proyecto/gtr/>
- ¹⁶⁸ BPIE. (2017). *Renovation strategies of selected EU countries 2017*. Buildings Performance Institute Europe (BPIE). 2017, pgs. 5 y 11
http://bpie.eu/wp-content/uploads/2017/11/Renovation-Strategies_Final.pdf
- ¹⁶⁹ Comisión Europea. (2015). BUILD UPON Horizon 2020. The European Portal for Energy Efficiency in Buildings. Mayo 2015
<http://www.buildup.eu/en/news/build-upon-project-video-summarizes-horizon-2020-project-deep-green-renovations>
- ¹⁷⁰ BPIE. (2017). *Renovation strategies of selected EU countries 2017*. Buildings Performance Institute Europe (BPIE). 2017, pgs. 5 y 11
http://bpie.eu/wp-content/uploads/2017/11/Renovation-Strategies_Final.pdf
- ¹⁷¹ INVERCO. (2018). *Informe Anual*. Madrid, Inverco, pg. 18
- ¹⁷² Sardiza, Javier. (2013) Tesis Doctoral: *Los Catálogos de Protección y La Conservación y Rehabilitación del Patrimonio Residencial Urbano*. Escuela Técnica Superior de Arquitectura (ETSAM). Universidad Politécnica de Madrid (UPM)

NOTA: La validez de los links a todas las páginas web citadas en esta notas se ha revisado en enero de 2019.