

LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ACTIVOS INMOBILIARIOS: UN ANÁLISIS COMPARADO
DEL CASO ESPAÑOL

La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español

Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Marqués Sevillano y Luis Ángel Maza, ambos de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La inversión colectiva presenta varias ventajas para los ahorradores en comparación con la compra directa de productos financieros o reales. Así, por una parte, conlleva una reducción de los costes unitarios de transacción y de análisis de la información gracias al aprovechamiento de las economías de escala. Junto con ello, la existencia de unos importes mínimos necesarios para la adquisición de la mayoría de estos activos hace que sea más fácil alcanzar un grado idóneo de diversificación de las carteras a través de estos vehículos, lo que redundará en combinaciones de rentabilidad y riesgo más atractivas. Estas propiedades se manifiestan de forma más evidente, si cabe, en el caso de las inversiones inmobiliarias que en el de las financieras, dada la mayor relevancia de las economías de escala en la gestión de este activo y el volumen más elevado de fondos que generalmente se necesita para adquirirlos.

A pesar de estas ventajas, en España este tipo de inversión ha tenido un escaso desarrollo, inferior al que se observa en países de nuestro entorno. De este modo, la práctica totalidad de las inversiones de la cartera de las familias materializada en activos vinculados a los inmuebles se realiza en forma de adquisiciones directas, lo que se refleja en que en nuestro país el porcentaje de hogares que tienen su casa en propiedad alcanza un valor relativamente elevado en el contexto internacional (82%, frente al 61% de promedio de la zona del euro o el 60% de Estados Unidos¹).

El peso relativo de la inversión colectiva en inmuebles, además de tener implicaciones para la eficiencia de la cartera de los ahorradores, puede potencialmente tener otros efectos económicos relevantes. Así, el avance de este tipo de instrumentos generalmente está asociado con la mayor profesionalización y el desarrollo del mercado de alquileres residencial y comercial². Ello puede contribuir a reducir la proporción de hogares en un régimen de tenencia en propiedad, lo que propiciaría un mayor grado de movilidad laboral. El dinamismo del mercado de alquiler comercial también favorece que las empresas liberen parte de sus recursos, invertidos en inmuebles, para destinarlos a actividades relacionadas con su negocio.

En este contexto, en el presente artículo se revisan las características más relevantes de las distintas modalidades disponibles de inversión colectiva en activos inmobiliarios en España, se comparan con las existentes en otros países de nuestro entorno y se estudia la evolución reciente de esta industria. Tras esta introducción, en el segundo y tercer apartados se describen las principales figuras a nivel internacional y nacional, respectivamente; en el cuarto se repasa el grado de desarrollo de estos productos en nuestro país en relación con otras áreas; y en el último epígrafe se extraen algunas conclusiones.

Formas de inversión colectiva en activos inmobiliarios

En el escenario internacional existe una amplia variedad de formas de inversión colectiva en activos inmobiliarios, que se distinguen por características como su grado de liquidez, el carácter abierto o cerrado a nuevas inversiones o reembolsos, su forma jurídica y su tratamiento fiscal.

1. Véase Banco de España (2004) y BCE (2003). 2. De hecho, la evidencia disponible para algunos países en los que la inversión colectiva en bienes inmuebles ha sido importante muestra que esta ha desempeñado un papel relevante en el desarrollo urbanístico de ciudades en fase de crecimiento [véase Ball y Glascock (2005)].

	Tipos de fondos existentes	Año de introducción de figuras para la inversión en inmuebles	Obligatoriedad de cotizar	Figuras con transparencia fiscal	Figuras más contratadas	Regulación sobre REIT
REINO UNIDO	Abiertos y cerrados	1961	No	No (aunque existen ventajas fiscales)	Cerrados	No
FRANCIA	Abiertos (introducción en 2006) y cerrados	1970	Sí para las SIC	Sí	Cerrados	Sí
ALEMANIA	Abiertos y cerrados	1970	No	Sí	Abiertos	No
HOLANDA	Abiertos y cerrados	1969	No	Sí	Cerrados	Sí
ITALIA	Cerrados	1994	Sí para los FII (a)	Sí	Cerrados	No
AUSTRALIA	Cerrados	1970	No	Sí	Cerrados	Sí
ESTADOS UNIDOS	Abiertos y cerrados	1960	No	Sí	Cerrados	Sí
JAPÓN	Cerrados	2000	No	Sí	Cerrados	Sí
ESPAÑA	Abiertos y cerrados	1992	No	No (1% imp. soc)	Abiertos	No

FUENTES: EPRA (2005), Fitch (2005), BPF y otros (2003), InREV (2005) y Banco de España.

a. En el caso de los FII (*Fondi di Investimento Immobiliare*), solo se exige la negociación en mercados bursátiles si el valor de las participaciones es menor que 25.000 euros.

En el cuadro 1 se resumen las principales características de estos productos en España y en otros países de nuestro entorno. En todos ellos, las regulaciones nacionales definen modalidades específicas para la inversión colectiva en inmuebles. No obstante, mientras que en algunos, como Estados Unidos, Australia, el Reino Unido, Alemania u Holanda, fueron introducidas hace tiempo, en otros mercados, como el español, el italiano o el japonés, la legislación se ha desarrollado más recientemente. En cuanto a la forma legal adoptada, generalmente se contemplan tanto las sociedades como los fondos de inversión, que se distinguen porque las primeras tienen personalidad jurídica propia y pueden realizar la gestión de su patrimonio de forma interna. En todo caso, ambos tipos suelen estar sujetos a una fiscalidad más favorable que la que rige para el resto de empresas. Existen, además, figuras en algunos países que están totalmente exentas de la tributación por el impuesto de sociedades por los beneficios y plusvalías que obtienen. Es lo que se denomina «régimen de transparencia fiscal». En estos casos solamente se gravan las ganancias del inversor final.

Otra característica que distingue los productos de inversión colectiva inmobiliaria es su carácter cerrado o abierto. En la primera modalidad, en el momento de la creación del producto se emite un volumen dado de participaciones o acciones que tan solo pueden ser reembolsadas al final del horizonte de inversión, aunque los tenedores pueden transmitirlos a un tercero. En el segundo caso, en cambio, no suele haber restricciones en el volumen que puede alcanzar el patrimonio, ni en el número de partícipes o socios ni en el horizonte de las adquisiciones realizadas por estos, y, además, los inversores finales pueden realizar reembolsos y suscripciones durante la vida del instrumento, aunque generalmente se establecen límites en cuanto a la frecuencia de estas operaciones. Tal como se observa en el cuadro 1, en la mayoría de países se contemplan las dos fórmulas, aunque el peso relativo de una y otra es distinto.

Entre las formas abiertas, el caso más paradigmático es el de los fondos alemanes, que fueron introducidos en 1969. Se trata de instrumentos sin personalidad jurídica propia, cuya gestión ha de ser realizada por una entidad gestora externa. Estos instrumentos permiten mayor flexibilidad en la gestión en comparación con aquellos en los que existe obligatoriedad de distribución de beneficios o restricción en el número de partícipes. Además, cuentan con una elevada liquidez porque, aunque no cotizan en los mercados, las participaciones pueden reembolsarse

diariamente según la tasación calculada mediante el método de capitalización de las rentas de alquiler que generan los inmuebles de la cartera. No obstante, la tasación diaria de este tipo de activos es una tarea bastante compleja³. En otros países, como el Reino Unido o Francia, existen vehículos similares, aunque con ciertas peculiaridades, en cuanto a que, por ejemplo, exigen que se reparta una proporción mínima de los ingresos en forma de dividendos⁴.

Dentro de los productos de carácter cerrado, las figuras tipo REIT (*Real Estate Investment Trust*) son las que han tenido un desarrollo más notable durante los últimos años. Estos vehículos, que se caracterizan por la obligación que tienen de repartir una elevada proporción de las rentas generadas en forma de dividendos y por tener una fiscalidad favorable, fueron introducidos originalmente en Estados Unidos a principios de los setenta. Sin embargo, el auge de estos instrumentos ocurrió durante la década de los noventa, tras algunas modificaciones legislativas que se produjeron en un entorno de crisis de financiación del sector inmobiliario. En la actualidad, estas entidades tienen personalidad jurídica propia, gestionan su cartera internamente y cuentan con un régimen de transparencia fiscal. Una sociedad que cualifique como REIT debe cumplir una serie de requisitos. Así, se exige que el grueso de su actividad sea la inversión en activos inmobiliarios destinados al alquiler y la concesión de hipotecas, aunque tienen la facultad, con ciertos límites, de poseer compañías filiales destinadas a prestar determinados servicios o el desarrollo de promociones inmobiliarias. Por otro lado, se les obliga a repartir en forma de dividendos prácticamente la totalidad de las rentas netas generadas en concepto de alquileres e intereses de préstamos⁵. Además, con el fin de potenciar su liquidez, se establece un número mínimo de accionistas y ciertas limitaciones en el grado de concentración del capital⁶.

En varios países se han desarrollado fórmulas de inversión colectiva similares a los REIT de Estados Unidos, si bien mantienen ciertas peculiaridades diferenciales en aspectos tales como el grado de apalancamiento permitido, la forma de gestión interna o externa, los límites a la actividad o el reparto de dividendos⁷. En el cuadro 2 se resumen las principales características de estos productos. En Australia, los *Limited Property Trust* datan de la década de los setenta, aunque, al igual que en Estados Unidos, su auge se produjo más tarde, tras las reformas legales introducidas a mediados de los ochenta. Sus características son muy parecidas a las de los REIT americanos, si bien las actividades se circunscriben a inversiones inmobiliarias con el fin de obtener rentas de alquiler (no se les permite que concedan préstamos hipotecarios) y la obligación de distribuir dividendos alcanza 100% de sus ingresos netos.

En otros países, como Japón o Francia, se han introducido recientemente modalidades similares a los REIT. En el primer caso, los denominados J-REIT se desarrollaron en el año 2000 como respuesta a la crisis del sector inmobiliario en el período precedente. En Francia, las *Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées* (SIIC), que fueron creadas en 2003, mantienen los principales rasgos de los REIT americanos, si bien tienen ciertas peculiaridades. Así, por lo que se refiere a su fiscalidad, en lugar de estar exentas del impuesto de sociedades, pueden deducirse determinadas partidas, como las rentas de los alquileres. En cuanto al re-

3. En este sentido, recientemente, en Alemania los problemas de valoración en algunos fondos inmobiliarios abiertos han originado situaciones de reembolso masivo; véase Fitch (2005) para una descripción detallada. 4. Los *Organismes de placement collectif dans l'Immobilier* (OPCI) franceses han sido introducidos a principios de 2006 y son fondos abiertos con períodos de liquidación o suscripción trimestral y con un porcentaje importante de distribución de beneficios. Por su parte, en el Reino Unido existen varias figuras de inversión de carácter abierto, como los *Managed Property Funds* (MPF), los *Investment Company with Variable Capital* (ICVC) o algunas modalidades de *Property Unit Trust* (PUT). 5. Las ganancias de capital obtenidas por los REIT no están sujetas a un requisito de distribución de beneficios. 6. Un análisis detallado de los requisitos exigidos para cualificar como REIT puede encontrarse en el informe publicado por la *European Public Real Estate Association* (2004) o en Leupp y otros (2005). 7. Véase EPRA (2004) o Ernst & Young (2005) para una descripción detallada de las características de los REIT en distintos países.

	Restricciones actividad	Gestión del fondo	Promoción y desarrollo inmobiliario	Apalancamiento	Distribución de beneficios	Régimen fiscal (a)
ESTADOS UNIDOS	Más del 75% de los activos liquidez y activos inmobiliarios o hipotecas	Interna	Permitido	No limitado	Más del 90%	Dividendos se deducen a efectos fiscales de beneficios y plusvalías
AUSTRALIA	Las inversiones han de hacerse con el propósito prioritario de obtener rentas de alquiler	Históricamente externa pero recientemente se tiende hacia gestión interna	Permitido	No limitado	100%	Exentos de impuesto de sociedades y plusvalías de capital
HOLANDA	100% de la inversión en activos inmobiliarios	Interna	Restringido	60% del valor contable de la inversión inmobiliaria y 20% del resto	100%	Exento imp. de sociedades y plusv. de capital
FRANCIA	80% de la inversión en activos inmobiliarios. El resto puede estar invertido en actividades relacionadas	Interna	Permitido	No limitado	85% (y 100% de los beneficios recibidos de empresas filiales)	Exento imp. de sociedades y plusv. de capital
JAPÓN	Inversiones en activos inmobiliarios y financieros	Externa	Permitido	No limitado	Más del 90%	Dividendos se deducen a efectos fiscales de beneficios y plusvalías

FUENTE: EPRA (2004).

a. En general, el régimen fiscal se refiere a las rentas generadas por inversiones inmobiliarias. En el caso de que el Fondo pueda realizar otro tipo de actividades, las rentas generadas por las mismas suelen tener un régimen fiscal menos favorable.

parto de beneficios, deben distribuir el 100% de los dividendos que reciban de otras SIIC, el 85% de sus ingresos netos y el 50% de las ganancias de capital. Por último, estas sociedades están obligadas a cotizar en mercados bursátiles.

En algunos países europeos se está discutiendo la posibilidad de introducir este tipo de productos. Así, por ejemplo, en el Reino Unido, se espera que la regulación aplicable entre en vigor a finales de 2006 o principios de 2007⁸.

La inversión colectiva inmobiliaria en España

Como se ha comentado anteriormente, en España la inversión colectiva en inmuebles se introdujo más tarde que en la mayoría de países de nuestro entorno. Así, aunque la creación de estas entidades ya estaba prevista en la legislación de 1984, hasta 1992 no se concretó su regulación. Posteriormente, se han producido también modificaciones legales relevantes en este campo⁹.

Al igual que en la mayoría de los países, en España se contemplan tanto fondos de inversión (FI) como sociedades de inversión (SII). Los primeros se caracterizan por no tener personalidad jurídica propia, por ser de tipo abierto y por tener la obligatoriedad de contratar los servicios de gestión externamente. En cambio, las SII tienen personalidad jurídica propia, son de tipo cerrado y pueden optar voluntariamente por una gestión interna o externa. Estas últi-

8. Véase HM Treasury (2005) para una discusión acerca de los problemas que implica la introducción de los REIT en el Reino Unido, y Financial Times (2006) para una recopilación de las últimas novedades anunciadas por el Gobierno británico sobre las características de los UK REIT. 9. Las normas que actualmente rigen las SII y los FI son principalmente la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva, y el Real Decreto 1309/2005, que desarrolla el Reglamento de estas instituciones.

mas, a pesar de ser cerradas, no se asimilan con los productos tipo REIT, ya que no presentan algunas de las principales características de esta modalidad, como el requisito de repartir un porcentaje elevado de las rentas en forma de dividendos.

Para obtener el tratamiento de FII o SII, el objeto de estas entidades ha de ser fundamentalmente la compra de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento¹⁰. En concreto, un mínimo de un 90% del activo de las SII debe estar materializado en estos bienes, requisito que en el caso de los FII se reduce hasta el 70%¹¹. Se exige, además, que este tipo de activos permanezca en la cartera durante, al menos, tres años.

El Reglamento de instituciones de inversión colectiva aprobado el año pasado permite, además, que los FII y las SII puedan adquirir sociedades nacionales o extranjeras cuyo objeto principal sea la tenencia de propiedades inmobiliarias, con un límite máximo del 15% de su activo. Anteriormente, la única manera de invertir en activos reales en el exterior era mediante la compra directa de inmuebles, cuyas rentas están sujetas al régimen fiscal general del país en el que estas se originan. En cambio, los impuestos asociados a las ganancias producidas por los valores emitidos por entidades foráneas suelen ser más favorables si existen convenios de doble imposición con el país en el que se domicilian estas sociedades. En este sentido, la reforma facilita una mayor diversificación internacional de la cartera de estas instituciones de inversión inmobiliaria. Asimismo, recientemente se ha regulado la posibilidad de que las SII y los FII puedan desempeñar actividades de promoción inmobiliaria¹².

Por otra parte, para garantizar la solvencia de las participaciones o las acciones, se limita el apalancamiento financiero de estas instituciones, que en ningún caso puede superar el 50% del patrimonio.

Como en otros países, estas instituciones están sujetas a una tributación favorable. Concretamente, estas pueden acogerse al tipo de gravamen del 1% en el impuesto de sociedades, el mismo que rige en el caso de los fondos de carácter financiero, y, además, gozan de una bonificación del 95% en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en otros mercados, estas ventajas fiscales no se establecen con carácter general para todas las entidades de inversión colectiva inmobiliaria, sino solamente para aquellas en las que al menos el 50% de su activo esté materializado en viviendas, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad.

La fiscalidad aplicable a los tenedores residentes de este tipo de valores es la misma que prevalece en el resto de instituciones de inversión colectiva (IIC). Así, en el caso de que sean empresas, los dividendos distribuidos y ganancias de capital se consideran ingresos ordinarios en el impuesto de sociedades. Por su parte, los hogares tributan en el impuesto de la renta por los dividendos distribuidos y por las ganancias de capital generadas de la venta de las acciones y participaciones a la escala general, si el plazo de generación es inferior o igual al año, o al 15% si el plazo es superior¹³. Por otro lado, los traspasos de fondos entre IIC, con independencia de que sean de naturaleza inmobiliaria o financiera, no están sujetos al pago de impuestos en el momento en que tienen lugar estas operaciones, por lo que se produce un diferimiento fiscal de las revalorizaciones acumuladas.

10. Se consideran como bienes inmuebles aquellos finalizados o en fase de construcción, las opciones de compra sobre inmuebles y las titularidades de derechos sobre dichos activos. **11.** No obstante, se prevén situaciones en las que estos límites pueden ser incumplidos transitoriamente. **12.** Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad. **13.** En el momento de la redacción de este artículo está en proceso de discusión el Proyecto de Ley de Reforma del Impuesto de la Renta de las Personas Físicas, que modifica sustancialmente alguno de estos aspectos.

El carácter abierto de los FII significa que los inversores pueden hacer suscripciones y reembolsos a lo largo de la vida de estos productos. Para ello, estos fondos deben calcular, al menos una vez al mes, su valor liquidativo de acuerdo con las rentas obtenidas y con la última tasación del patrimonio inmobiliario, que debe realizarse, como regla general, una vez al año. Esta última se efectúa por una sociedad de tasación mediante la aplicación de criterios conservadores. Concretamente, se elige el importe menor que resulte de aplicar las reglas que establece la legislación específica (precio de mercado, valor presente de rentas futuras u otros autorizados). Este sistema de valoración puede generar, en coyunturas alcistas, que las plusvalías latentes sean muy abultadas pero que no afecten al valor del fondo, ya que solo afloran en el momento de la venta del activo, suceso, por otro lado, que no es frecuente en la gestión de estas carteras.

En todo caso, la frecuencia mínima que fija la regulación para que los inversores puedan reembolsar sus participaciones es de un año, si bien la mayoría de los FII permiten el reembolso semestral o trimestral, exigiendo un plazo de preaviso para realizar estas operaciones. Este requisito pretende introducir cierta liquidez en estos instrumentos, si bien es menos exigente que el que rige en otros países, como Francia o Alemania, para activos similares.

Por último, también están reguladas las comisiones máximas aplicables a estos productos, que son sensiblemente más elevadas que las que se fijan para las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero. En concreto, la comisión de gestión no puede superar el 4% del patrimonio del fondo o el 10% de sus resultados, si se calcula en función de estas variables por separado; o el 1,5% del patrimonio y el 5% de sus resultados, si se tienen en cuenta ambas. Las de depósito están acotadas en el 4‰ del patrimonio custodiado, mientras que el límite de las de suscripción y reembolso es del 5% del precio de la participación y, además, su aplicación es bastante más generalizada que lo que ocurre con los fondos mobiliarios.

Evolución reciente de la inversión colectiva en activos inmobiliarios y perspectivas

Como se aprecia en el cuadro 3, la inversión colectiva en activos inmobiliarios en España ha mostrado un fuerte dinamismo durante los últimos años. Sin embargo, el grado de desarrollo alcanzado, medido en términos del PIB, se sitúa todavía muy por debajo de la mayoría de países de nuestro entorno¹⁴.

El infradesarrollo de la inversión inmobiliaria en España está seguramente relacionado con el mayor peso relativo de la tenencia en propiedad de la vivienda en nuestro país, lo que no solo puede influir en la demanda de estos productos, sino también en las oportunidades de inversión de las instituciones en el mercado de alquiler residencial. Ello es, probablemente, el resultado de múltiples factores, entre los que se incluyen los de tipo socio-cultural, aunque tampoco puede descartarse que a ello haya contribuido también la existencia de una tributación que prima la compra de inmuebles frente a su alquiler¹⁵.

Adicionalmente, la evidencia internacional sugiere que este tipo de inversión se ha desarrollado de forma importante en países que cuentan con instrumentos con un elevado grado de liquidez, como es el caso de los fondos abiertos alemanes o las figuras tipo REIT. Estas últimas se benefician, además, de su carácter estandarizado, lo que facilita una mejor evaluación de la gestión de estas sociedades, al permitir una comparación con distintos índices agrega-

¹⁴. Debe advertirse que las cifras del cuadro 3 referentes a otros países infravaloran el tamaño de la inversión colectiva inmobiliaria, ya que no incluyen, por falta de información, todas las figuras disponibles. Por tanto, el infradesarrollo de la industria española es probablemente superior al que se deduce de este cuadro. ¹⁵. Véase García y Martínez (2005).

	En millones de euros	En % del PIB	Tasa de crecimiento interanual media 2000-2005 (%)
ESPAÑA	6.255	0,7	40,1
ALEMANIA (b)	132.041	5,9	13,2
HOLANDA (b)	26.092	5,3	6,9
FRANCIA (c)	38.714	2,3	25,6
PORTUGAL (b)	9.020	6,2	18,5
AUSTRIA (b)	1.082	0,4	nd
BÉLGICA	4.598	1,5	nd
ZONA DEL EURO (c)	244.819	3,1	13,1
ESTADOS UNIDOS (d)	245.188	2,5	nd
REINO UNIDO	23.222	1,3	17,3
JAPÓN (e)	18.679	0,5	nd
AUSTRALIA (e)	53.915	9,6	nd

FUENTES: EPRA, IPD, Morgan Stanley, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Calculado con los datos de los fondos de inversión inmobiliaria a diciembre de 2005 y de las figuras tipo REIT a septiembre de 2005.

b. Incluye solamente los fondos de inversión inmobiliaria

c. La tasa de crecimiento media del período 2002-2005.

d. Se excluyen los *mortgage* REIT y el resto de fondos abiertos de inversión inmobiliaria.

e. Incluyen solamente las figuras tipo REIT.

dos¹⁶. En este sentido, el reducido grado de liquidez de los valores emitidos por las instituciones españolas puede ser otro de los factores que expliquen el menor atractivo relativo de estos productos en nuestro país.

En todo caso, la importancia creciente de algunos inversores institucionales con horizontes de inversión a largo plazo, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, sugiere que la demanda de estos productos seguirá creciendo en el futuro.

Conclusiones

En este artículo se han revisado las principales formas de inversión colectiva en inmuebles que existen en el contexto internacional. En general, hay una amplia variedad de productos, que se distinguen por características tales como la posibilidad que tienen los inversores de realizar reembolsos, su forma jurídica y las políticas de reparto de las rentas y ganancias. Un instrumento que ha adquirido un protagonismo creciente son los denominados REIT, que han sido introducidos recientemente en varios países y que, en otros, su regulación está siendo objeto de estudio. Entre las principales características de estos activos, figuran su elevado grado de liquidez y la obligación a la que están sujetos de repartir periódicamente en forma de dividendos una proporción elevada de los ingresos obtenidos.

En España, la regulación de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria se produjo más tarde que en otros países, y algunas formas, como los REIT, no se han introducido. A pesar de que durante los últimos años esta industria ha experimentado un notable dinamismo, su grado de desarrollo es todavía muy inferior al que se ha alcanzado en otras economías de nuestro entorno. Diversos factores de tipo socio-cultural o fiscal explican el menor atractivo relativo de estos productos en nuestro país. En todo caso, en los cambios regulatorios que

¹⁶. De acuerdo con Investment Property Forum y otros (2003), la capitalización agregada de los productos tipo REIT se incrementó entre 1992 y 2002 un 830%, mientras que la del resto de la inversión colectiva inmobiliaria cotizada descendió, durante el mismo período, un 28%.

puedan producirse, debe tenerse en cuenta que el avance de estos instrumentos puede tener efectos favorables para potenciar el mercado de alquileres, lo que a su vez facilitaría la movilidad geográfica y una mayor diversificación de la riqueza de los hogares.

19.5.2006.

BIBLIOGRAFÍA

- BALL, C., y J. L. GLASCOCK (2005). *Property Investment Funds for the UK: potential impact on the private rental market*, CML Research, febrero.
- BANCO DE ESPAÑA (2004). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF): descripción, métodos y resultados preliminares», *Boletín Económico*, noviembre.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2003). *Structural factors in the EU housing markets*, marzo.
- EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION (2004). *EPRA Global REIT Survey*.
- (2005). *European REIT Regimes and the impact of the EC Treaty Freedoms*.
- ERNST & YOUNG (2005). «Tax treatment of REITS», *Real Estate Portfolio*, noviembre/diciembre.
- FINANCIAL TIMES (2006). *Special Report with a focus on Real Estate Investment Trust*, 5 de abril.
- FITCHRATINGS (2005). «Real Estate Indirect Investments: Opportunities and Risk», *Special Report*, 17 noviembre.
- GARCÍA VAQUERO, V., y J. MARTÍNEZ (2005). *La fiscalidad de la vivienda en España*, Documentos Ocasionales, n.º 0506, Banco de España.
- HM TREASURY E INLAND REVENUE (2005). *UK Real Estate Investment Trust*, discussion paper.
- INREV (2005). «European non-Listed Real Estate Vehicles», *Quarterly Report*, agosto.
- INVESTMENT PROPERTY FORUM, BRITISH PROPERTY FEDERATION y RICS (2003). *Improving the Efficiency and Flexibility of the UK Real Estate Market*.
- LEUPP, J., D. COPP, D. RONCO y B. JONSON (2005). *2005 US REIT Handbook*, RBC Capital Markets.