

Pío Canal Cortina

**Del lloguer a l'acció: Estudi comparatiu i anàlisi dels beneficis
que aporta la inversió immobiliària indirecta en SOCIMIs**

TREBALL DE FINAL DE GRAU

Àrea temàtica: Mercats i actius financers

Doble grau ADE+FIC



**FACULTAT D'ECONOMIA i EMPRESA
Universitat Rovira i Virgili**

Reus

Curs 2025-2026

Convocatòria de Juny

ÍNDEX:

1. PRESENTACIÓ	1
2. INTRODUCCIÓ	1
2.1. Justificació	1
2.2. Objectius	2
2.3. Metodologia i estructura	2
3. MARC TEÒRIC	4
3.1. Aproximació conceptual i legal	4
3.2. Origen al mercat espanyol	5
3.3. Caracterització de les SOCIMIs	6
3.4. Anàlisi i interpretació de l'apartat teòric	8
3.5. Ràtios financeres SOCIMIs	9
3.5.1. El NAV o VNA	10
3.5.2. Funds From Operations (FFO)	11
3.5.3. Loan To Value (LTV)	12
3.5.4. Debt Service Coverage Ratio (DSCR)	12
3.5.5. Dividend Yield	13
4. METODOLOGIA PART PRÀCTICA	13
4.1. Selecció mostra de SOCIMIs	13
4.1.1. Merlin Properties SOCIMI SA	14
4.1.2. Inmobiliaria Colonial SFL SOCIMI SA	14
4.1.3. GMP Property SOCIMI SA	15
4.1.4. Castellana Properties SOCIMI SA	15
4.1.5. Vivenio Residencial SOCIMI SA	15
4.2. Anàlisi preus del lloguer i dividends	16
4.2.1. Evolució dels preus del lloguer residencial	16
4.2.2. Evolució lloguers d'oficines i retail	17
4.2.3. Evolució lloguers logística i indústria	19
4.3. Anàlisi repartiment de dividends	20
4.3.1. Anàlisi Dividend Yield	22
4.4. Anàlisi rendibilitat per preus i volatilitat	27
4.4.1. Rendibilitat per preus	27
4.4.2. Volatilitat i risc	30

4.5.	Anàlisi Performance: Ràtio de Sharpe.....	32
4.6.	Simulació i optimització de carteres.....	34
4.6.1.	Simulació IBEX 35	35
4.6.2.	Simulació BME GROWTH.....	36
4.6.3.	Simulació mixta	38
5.	RESULTATS	39
6.	CONCLUSIONS	41
7.	BIBLIOGRAFIA.....	43

ÍNDIX DE TAULES:

Taula 1.	Estructura d'inversió Merlin Properties.	8
Taula 2.	IPVA Nacional 2018-2023	16
Taula 3.	IPVA Catalunya i Madrid 2018-2023.....	16
Taula 4.	Repartiment de dividends de les SOCIMIs seleccionades 2018-2023.....	21
Taula 5.	Correlació dividends-IPVA.....	22
Taula 6.	Càlcul del Dividend Yield 2020-2025..	23
Taula 7.	Top-10 màximes rendibilitats per dividends IBEX 35 2024.....	25
Taules 8 i 9.	Rendiment diari i total mostra SOCIMIs.	27
Taula 10.	Rendibilitat logarítmica total Merlin, Colonial i IBEX.	29
Taules 11 i 12.	Càlcul rendiment total Merlin i Colonial.	30
Taules 13 i 14.	Volatilitat diària i anualitzada.	31
Taules 15 i 16.	Rendibilitat i volatilitat.....	32
Taules 17 i 18.	Ràtio de Sharpe.....	33
Taula 19.	Ponderacions cartera òptima IBEX 35.....	35
Taula 20.	Resum cartera òptima.	35
Taula 21.	Simulacions de carteres IBEX 35.....	36
Taula 22.	Ponderacions cartera òptima BME Growth.....	37
Taula 23.	Cartera òptima BME Growth.....	37
Taula 24.	Ponderacions cartera òptima IBEX 35 i BME Growth.....	38
Taula 25.	Cartera òptima IBEX i BME Growth.....	39

ÍNDIX DE GRÀFICS:

Gràfic 1. Inversió per segments de les SOCIMIs 2019-2020.	7
Gràfic 2. Evolució preu m2 oficines Madrid 2010 - 2023.....	18
Gràfic 3. Evolució preu m2 oficines Barcelona 2010-2023.....	18
Gràfic 4. Evolució rendes prime retail 2019-2023.....	19
Gràfic 5. Evolució rendes logística a Madrid 2013-2023.....	20
Gràfic 6. Evolució rendes logística a Barcelona 2013-2023.....	20
Gràfic 7. Dividends pagats a la borsa espanyola 2020-2025.....	23
Gràfic 8. Top-10 màximes rendibilitats per dividend IBEX 35 2020.....	24

RESUM:

En aquest treball, s'analitza el paper de les SOCIMIs (Societats Anònimes Cotitzades d'Inversió en el Mercat Immobiliari) com a eina d'inversió en el context espanyol, centrant-se en la seva capacitat per generar rendes recurrents. L'estudi parteix d'un marc centrat en la Llei 11/2009, destacant els requisits d'inversió i el seu favorable règim fiscal del 0% en l'Impost de Societats, a canvi d'una distribució obligatòria de dividends de fins al 80% dels beneficis per lloguer. També es realitza una introducció a certs indicadors que prenen especial importància en la selecció dels títols com són el NAV o el FFO.

Pel que fa a la part pràctica, es realitza una anàlisi financera detallada de cinc societats de referència —Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, GMP Property, Castellana Properties i Vivenio—, on s'avaluen certs aspectes com el dividend yield, la rendibilitat per preus, la volatilitat i la ràtio de Sharpe. El projecte també inclou la simulació de diverses carteres per tal de trobar la combinació òptima d'actius quant a excés de rendiment per unitat de risc total assumit. Amb aquesta anàlisi es pretén determinar quins punts forts tenen les SOCIMIs per a ser considerades com a vehicle d'inversió atractiu pels inversors.

Paraules clau: Inversions, SOCIMIs i carteres.

RESUMEN:

En este trabajo se analiza el papel de las SOCIMIs (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) como herramienta de inversión en el contexto español, centrándose en su capacidad para generar rentas recurrentes. El estudio parte de un marco centrado en la Ley 11/2009, destacando los requisitos de inversión y su favorable régimen fiscal del 0% en el Impuesto de Sociedades, a cambio de una distribución obligatoria de dividendos de hasta el 80% de los beneficios por alquiler. También se realiza una introducción a ciertos indicadores que toman especial importancia en la selección de los títulos, como son el NAV o el FFO.

En cuanto a la parte práctica, se realiza un análisis financiero detallado de cinco sociedades de referencia —Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, GMP Property, Castellana Properties y Vivenio—, donde se evalúan ciertos aspectos como el dividend yield, la rentabilidad por precios, la volatilidad y la ratio de Sharpe. El proyecto también incluye la simulación de diversas carteras con el fin de encontrar la combinación óptima de activos en cuanto a exceso de rendimiento por unidad de riesgo total asumido. Con este análisis se pretende determinar qué puntos fuertes tienen las SOCIMIs para ser consideradas como un vehículo de inversión atractivo para los inversores.

Palabras clave: Inversiones, SOCIMIs y carteras.

ABSTRACT:

This paper analyzes the role of SOCIMIs (Spanish Real Estate Investment Trusts) as an investment tool within the Spanish context, focusing on their capacity to generate recurring income. The study begins with a framework centered on Law 11/2009, highlighting the investment requirements and their favorable tax regime—featuring a 0% Corporate Tax rate—in exchange for a mandatory dividend distribution of at least 80% of rental profits. Additionally, the study introduces specific indicators that are crucial for stock selection, such as NAV (Net Asset Value) and FFO (Funds From Operations).

Regarding the practical component, a detailed financial analysis is conducted on five benchmark companies—Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, GMP Property, Castellana Properties, and Vivenio—evaluating aspects such as dividend yield, price returns, volatility, and the Sharpe ratio. The project also includes the simulation of various portfolios to identify the optimal combination of assets in terms of excess return per unit of total risk assumed. Through this analysis, the study aims to determine the strengths that make SOCIMIs an attractive investment vehicle for investors.

Keywords: Investments, REITs and portfolios.

1. PRESENTACIÓ

Tal com indica el títol, aquest treball tracta d'estudiar les Societats Anònimes Cotitzades d'Inversió Immobiliària (adreçades com a SOCIMIs) o Real Estate Investment Trust (REITs) des del punt de vista dels beneficis que podem gaudir d'incloure aquests títols en la nostra cartera.

Partint d'un clar interès en els mercats i actius financers en general, no va ser fàcil arribar a escollir aquesta temàtica.

Inicialment, es partia de la idea de fer un treball de recerca teòrica sobre les diferents eines d'anàlisi tècnica, però en ser un tema explorat àmpliament i que difícilment es podria aportar valor, es va optar per fer una anàlisi practico-teòrica sobre les SOCIMIs.

En un moment en què dia rere dia és patent el problema de l'habitatge i es fa veure a programes de televisió, xarxes socials o articles i debats sobre l'especulació amb ponents d'ambdues opinions, pot ser interessant estudiar el punt de vista de l'inversor. Però fer-ho des d'un punt de vista diferent de les clàssiques inversions immobiliàries on es compren directament els immobles per a llogar o especular amb el seu preu, en aquest punt va sorgir la idea de les SOCIMIs.

La possibilitat d'invertir en una societat anònima que es dediqui a gestionar una cartera d'actius immobiliaris, resulta atractiva i interessant, ja no cal invertir grans quantitats de diners en immobles sinó que es pot participar en els beneficis d'una empresa que ho fa amb un menor cost d'entrada.

Molts dels coneixement aplicats al llarg del projecte han estat apresos a les assignatures de Mercats i Actius Financers I i Mercats i Actius Financers II en el punt de vista més teòric; així com d'Anàlisi de Dades Financeres i Fonaments dels Mercats Financers, aportant més en les tècniques d'anàlisi.

2. INTRODUCCIÓ

2.1. Justificació

Tal com es comentava a la presentació, és gairebé impossible avui en dia obrir un mitjà de comunicació i no trobar articles sobre l'escassetat d'oferta d'habitatge a Espanya i a conseqüència d'aquesta uns preus molt elevats. Per exemplificar aquest fet, tenim

l'article d'elEconomista que qualifica els preus com a "històrics" (elEconomista, 2025) o l'article de La Vanguardia que afirma que la crisi de l'habitatge fins i tot s'ha extès fins a l'habitatge de luxe (Valls, 2025).

Les SOCIMIs entren al joc en el fet que el seu principal objectiu és impulsar el mercat del lloguer. Fent un breu comentari, es dediquen a adquirir, reformar i ficar en mercat l'habitatge. D'aquesta manera es plantegen com un factor que pot ajudar a alleugerir la pressió del mercat del lloguer a Espanya a la vegada que se situen com a un producte d'inversió atractiu per a molts inversors.

2.2. Objectius

L'objectiu principal d'aquest treball consisteix a determinar si la inclusió de les SOCIMIs a una cartera d'inversió permet reduir el risc sense renunciar en gran mesura a rendibilitat, és a dir, millorar l'eficiència de la cartera.

Per a complir l'objectiu principal, caldrà assolir els següents subobjectius:

- Estudiar l'evolució del repartiment de dividends per part de les SOCIMIs seleccionades, així com la seva relació amb l'evolució de les seves principals fonts d'ingressos, les rendes dels diferents segments com oficines, residencial o industrial.

- Analitzar la competitivitat de les SOCIMIs quant a rendibilitat per dividends, preus i volatilitat.

- Determinar si les SOCIMIs poden situar-se dins la cartera eficient del mercat espanyol de renda variable.

2.3. Metodologia i estructura

Es tracta d'un estudi en part descriptiu-exploratori, ja que es parteix d'un important desconeixement sobre el sector de les SOCIMI i, per tant, també es pretén introduir i explicar de forma conceptual el sector; però també quantitatiu o comparatiu-correlacional en la mesura que hi ha un component de cerca i anàlisi de dades estadístiques i posterior comparació entre actius i carteres i interpretació de resultats.

En l'aproximació més conceptual, consistent en el marc teòric, s'ha realitzat una àmplia cerca d'articles i publicacions de caràcter científic, però s'ha constatat una escassetat

d'aquest tipus de recursos. Hi ha moltes publicacions sobre els REITs i el sector estatunidenc, però no gaires sobre el sector espanyol de les SOCIMIs. S'ha complementat la informació amb publicacions d'anàlisi sectorials del Banc d'Espanya (Boletín Económico) o de grans firmes com Clifford Chance o PricewaterhouseCoopers (PwC), juntament amb articles de premsa i pàgines especialitzades com elEconomista. També s'ha fet un anàlisi de la llei 11/2009 del BOE, la qual fixa la legislació sobre les SOCIMIs i defineixen legalment el que és una SOCIMI i les seves obligacions legals.

En la part pràctica s'ha tractat de fer una aproximació des dels diferents punts d'anàlisi per part dels inversors: la rendibilitat per dividends, la rendibilitat per preus, la volatilitat i la eficiència mesurada com l'excés de rendibilitat per unitat de risc total assumit (ràtio de Sharpe).

L'anàlisi dels dividends ha estat compost per l'anàlisi dels volums de negociació i preus de les operacions de lloguer dels diferents segments i l'anàlisi de com s'han traslladat als dividends repartits per les SOCIMIs, relacionant-ho així amb la llei i l'obligació de repartir dividends sobre els beneficis generats per les rendes dels lloguers. També s'ha realitzat una comparació entre les SOCIMIs i el mercat espanyol, determinant així el possible atractiu com a renda.

L'anàlisi de rendibilitat per preus i volatilitat s'ha elaborat amb horitzons a 1, 3 i 5 anys, i s'ha fet una comparació amb l'IBEX 35, per determinar si les xifres obtingudes són positives o no.

Finalment, s'han fet unes simulacions i optimitzacions de carteres, tenint en compte societats cotitzades de l'IBEX 35 i BME Growth, analitzades de manera separada i conjunta, per determinar quines empreses poden formar part de la cartera eficient quant a excés de rendibilitat per unitat de risc total assumit. D'aquesta manera es podrà determinar si hi ha SOCIMIs a la cartera òptima, ja siguin de la mostra original seleccionada per a l'estudi o d'altres, evitant així el biaix de la mostra.

Aquesta part pràctica es veu limitada per l'accés a la informació de societats i índexs del mercat alternatiu, factor limitant per al càlcul d'altres indicadors de performance o per haver fet una selecció més àmplia de SOCIMIs.

3. MARC TEÒRIC

En aquest apartat es detallaran tots els conceptes teòrics necessaris per a comprendre el tema d'estudi, les SOCIMIs.

3.1. Aproximació conceptual i legal

Segons elEconomista, "les SOCIMI (Societats Anònimes Cotitzades d'Inversió Immobiliària) són societats anònimes cotitzades l'activitat principal de les quals és l'adquisició, la promoció i la rehabilitació d'actius de naturalesa urbana per al seu arrendament, directament o bé a través de participacions en el capital d'altres SOCIMI" (elEconomista, s.d.).

Per a tenir una definició més completa, prenem la definició legal. Les SOCIMIs estan regides per la Llei 11/2009 del BOE, la qual queda resumida en els següents punts:

-El seu objecte social ha de ser l'adquisició i promoció de béns immobles per al seu arrendament. També poden tenir participació en altres SOCIMIs o empreses amb el mateix objecte social, que en cas de ser de l'estranger hi ha d'haver intercanvi d'informació tributària.

-Han de tenir un mínim del 80% de l'actiu invertit en immobles destinats a l'arrendament o terrenys en preparació per aquest amb un termini màxim de tres anys per a ficar-se a disposició.

-Almenys el 80% de les rendes obtingudes a cada exercici han de provenir de l'arrendament d'immobles o dividends de la participació en altres SOCIMIs.

-Obligació general de mantenir els immobles en arrendament durant un mínim de 3 anys.

-Obligació de ser admès en un mercat de cotització regulat.

-Aportació mínima de Capital Social de 5 milions d'euros.

-Obligació de transmetre en forma de dividends la totalitat dels beneficis obtinguts per dividends per la participació en altres SOCIMIs, la meitat dels ingressos provinents de la transmissió d'immobles o accions o participacions i el 80% per als arrendaments d'immobles o altres ingressos.

-Limitació del 20% de la Reserva Legal i impossibilitat de crear altres reserves de capital indisponible.

-Poden tributar en un règim especial on tributen sobre els beneficis distribuïts en forma de dividendes. Poden arribar a tenir un tipus impositiu del 0% en l'Impost de Societats i tributar sobre els dividendes repartits, és a dir només es grava el rendiment de l'inversor en els següents casos. Ho fan al 19% per als que participen en més del 5% i al 0% per als que tenen una participació menor, l'import correspondria a la quota de l'Impost de Societats. L'empresa grava i pren com a Impost de Societats la retenció que hauria de fer l'inversor que percep els dividendes repartits. Si ho fessin al règim general tenen àmplies deduccions sobre les rendes obtingudes per l'arrendament, de manera que tenen una càrrega fiscal molt baixa.

Perquè una empresa sigui considerada SOCIMI a Espanya cal que compleixi les característiques detallades, de manera que no totes les empreses que es dediquen a invertir en immobles ho són. També cal que l'empresa decideixi acollir-se al règim, ja que tot i complir els requisits legals, pots decidir seguir al règim general.

Hi ha més aspectes contemplats en la llei, però que per la seva poca relació amb l'objecte d'estudi no són rellevants de mencionar.

3.2. Origen al mercat espanyol

Les SOCIMIs arriben a Espanya l'any 2009, a raó de la llei explicada anteriorment. Aquest vehicle d'inversió es basa en els REITs dels Estats Units, societats inversores en capital immobiliari que van sorgir als anys seixanta. Aquests vehicles d'inversió es van aprovar amb l'objectiu d'apropar la inversió immobiliària als petits inversors i inversors institucionals (ASOCIMI, s.d.).

No va ser fins la reforma fiscal del 2012-2013, que van començar a crear-se i operar al territori espanyol, sota la denominació SOCIMI.

Tot va començar l'any 2013, amb l'entrada d'Entrecampos i Promorent a l'antic MAB (actualment BME Growth) i al 2014 de Lar España al Mercat Continu. Des d'aquell moment, el sector ha patit un gran creixement, segons l'informe de PwC sobre el sector immobiliari del 2020, a finals de 2019 hi havien 80 SOCIMIs cotitzades al mercat

nacional amb una capitalització borsària agregada superior als 26.000 milions d'euros i un valor total d'actius superior als 52.000 milions d'euros (PwC, 2020).

3.3. Caracterització de les SOCIMIs

Les SOCIMIs es poden analitzar segons el tipus d'actius immobiliaris en què inverteixen, a continuació s'exposa l'estructura d'actiu generalitzada del mercat de SOCIMIs en base a l'informe sectorial de BME del 2021.

El principal objecte d'inversió d'aquestes societats ha estat originalment el segment d'oficines, amb 334.000 metres quadrats llogats a Madrid i 140.000 a Barcelona, durant el 2020. Aquestes xifres són relativament baixes degut a l'impacte de la pandèmia de la covid i el teletreball, especialment dur en aquest segment, provocant una baixada de la demanda. Tot i l'evolució general negativa, el segment prime o Central Business District (CBD) segueixen assolint preus cada cop més alts i nivells de contractació considerables (BME i JLL, 2021).

Un altre segment d'inversió és el de la logística, un segment en creixement, especialment des de la pandèmia, degut a l'increment sostingut de les vendes en línia i la incorporació de cada cop més negocis a marketplaces en línia, generant així un creixement en la demanda de naus de gestió logística. En aquest segment s'observa tant un creixement dels preus com dels volums, fet que fa indicar que possiblement sigui un dels segments que protagonitzarà la inversió de les SOCIMIs (BME i JLL, 2021).

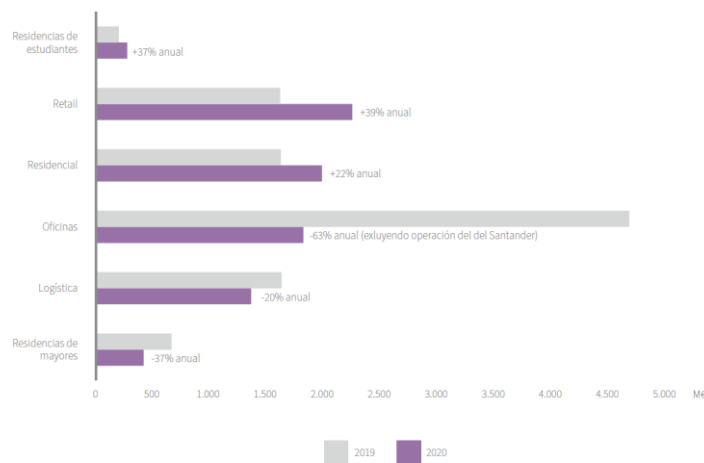
També hi ha el segment del retail, compost principalment per les botigues i grans centres comercials. El segment del retail està molt influenciat pel turisme, fet pel qual va tenir una evolució molt negativa post-covid; juntament amb l'impacte negatiu de l'e-commerce. A conseqüència d'aquests aspectes entre altres, es va registrar el 2020 un descens dels preus, tant corrents com prime, fet preocupant que indica una forta pèrdua d'atractiu d'aquest segment (BME i JLL, 2021).

El segment multifamily engloba tots els tipus d'immobles residencials. Les previsions de futur indiquen un increment de la població en lloguer front un decreixement de l'habitatge en propietat. És un segment atractiu en aquest sentit, però també hi ha el fet que l'edat d'emancipació és molt elevada i la falta de poder adquisitiu penalitza l'evolució d'aquest segment. També hi ha el sector de residències d'estudiants, un segment a l'alça que s'espera que capti molta inversió, degut a l'increment de programes de mobilitat com pot ser l'Erasmus i a les previsions d'estudiants d'estudis superiors. El sector de les

residències per a gent gran també és un sector a l'alça, per l'esperat increment de persones d'avançada edat, juntament amb l'increment de l'esperança de vida. És un segment amb molt bons fonaments per a protagonitzar la inversió de les SOCIMIs en el futur (BME i JLL, 2021).

En el següent gràfic es pot veure l'evolució entre 2019 i 2020 de la inversió de les SOCIMIs en els segments comentats:

Gràfic 1. Inversió per segments de les SOCIMIs 2019-2020.



Font: Gràfic extret de l'informe sectorial de BME publicat el 2021.

En aquests anys es pot observar una evolució generalitzada negativa per l'impacte de la covid i la pandèmia, però hi ha expectatives de creixement en alguns sectors com les residències, tal i com s'ha explicat anteriorment.

En general, les SOCIMIs inverteixen en diferents segments per a minimitzar els riscos, tot i que es poden especialitzar invertint amb un pes relativament important en un segment en concret. Per exemple, segons l'informe de PwC sobre Merlin Properties, a data de juny de 2025, tenia una inversió de 1.226.767 metres quadrats en oficines i 1.460.122 en logística, suposant el 38,31% i el 45,60% respectivament. Tot i aquesta especialització en oficines i logística, també disposa de retail, centres de dades i altres per no estar exposada a la evolució negativa d'un segment en concret i equilibrar el risc (PwC, 2025).

Taula 1. Estructura d'inversió Merlin Properties.

	Metres quadrats	
Oficines	1.226.767	38,31%
Centres Comercials (Retail)	445.675	13,92%
Logística	1.460.122	45,60%
Centres de dades	66.389	2,07%
Altres	3.085	0,10%
	3.202.038,00	

Font: Elaboració pròpia amb les dades de l'informe de PwC sobre Merlin Properties 2025.

3.4. Anàlisi i interpretació de l'apartat teòric

Dels aspectes legals i d'evolució destacats anteriorment, se n'extreuen una sèrie de conclusions sobre el possible atractiu a nivell teòric sobre aquesta tipologia d'actiu.

Primerament, el fet que forçadament s'hagin de constituir com a Societat Anònima i cotitzar en un mercat regulat, aporta molta confiança i transparència a l'inversor. Aquesta transparència és deguda a la supervisió directa de la CNMV amb requisits estrictes de governança corporativa, auditories independents i divulgació periòdica d'informació financera.

Els inversors reben accés immediat a dades rellevants com la composició de la cartera d'actius, taxa d'ocupació, rendes de lloguer, endeutament i previsions, amb comunicats obligatoris de fets rellevants i participacions significatives (des del 3-5% del capital). Aquesta informació es publica en temps real al web de la CNMV i BME (Clifford Chance, 2013).

Quant a rendibilitat de l'actiu, tal com es detalla a la Llei 11/2009, la societat està obligada a repartir en forma de dividends el 80% dels beneficis obtinguts per arrendaments i un percentatge també significatiu per al guany obtingut en la compravenda d'immobles. Aquest fet pot implicar SOCIMIs donin uns dividends elevats i siguin una bona alternativa als inversors que busquen obtenir rendes recurrents, de manera similar a la inversió en accions value, aquesta hipòtesi es tractarà de contrastar en la part pràctica de l'estudi.

A les fonts d'ingressos comentades, cal també tenir en compte la revalorització dels actius i lloguers, que es traslladen a increments de dividends o valor de cotització.

També afecta en aquest cas al rendiment net, és a dir, descomptant la càrrega fiscal, el fet que es pugui arribar a tributar al 0% d'Impost de Societats, fa que s'elimini la doble

imposició i sigui un vehicle d'inversió molt eficient. El rendiment brut és pràcticament el rendiment net en alguns casos.

En termes de risc, permet a l'inversor, en ser accionista de la SOCIMI, accedir a una cartera diversificada d'actius. En cas d'haver d'invertir de manera particular en actius immobiliaris, no seria viable fer una cartera diversificada per l'elevat desemborsament. Aquest fet està relacionat amb l'accessibilitat d'aquests títols. Per posar un exemple, a dia 12/12/2025, Merlin Properties cotitza a 12,10 euros de preu de tancament. Una xifra molt llunyana al preu de qualsevol immoble. Tot i això, caldrà comprovar si el risc és superior o inferior a la d'altres títols de renda variable del mercat espanyol.

Per la sèrie d'elements comentats se n'extreu que les SOCIMIs podrien ser actius atractius i a considerar per als inversors. Aquesta aproximació ha estat teòrica i d'acord amb la llei, en la part pràctica del treball es tractarà de demostrar si en la realitat del mercat espanyol es compleix la premissa i què ens poden aportar a la nostra cartera.

3.5. Ràtios financeres SOCIMIs

Aquest apartat tracta de donar alguna idea sobre certes ràtios i indicadors financers que tenen especial rellevància en el sector de les SOCIMIs.

Aquestes ràtios poden servir com a indicador clau per a decidir en quina SOCIMI invertir, ja que ens permet avaluar l'endeutament, capacitat de generar beneficis i en resum, tenir una idea sobre el seu funcionament. Tot i no ser l'objectiu principal del treball, és rellevant tenir un coneixement de base sobre aquests indicadors per poder comprendre el funcionament de les SOCIMI i les particularitats que tenen.

Concretament, s'analitzarà el Net Asset Value, el Funds From Operations, el Loan to Value, el Debt Service Coverage Ratio i el Dividend Yield.

A part de la introducció teòrica de cada indicador i ràtio, es pretén donar una interpretació bàsica sobre els possibles resultats i es dona com a exemple els resultats de Merlin Properties, és així, ja que és una de les SOCIMIs que cotitzen a l'IBEX i, per tant, la informació és fàcilment accessible.

3.5.1. El NAV o VNA

El Net Asset Value o Valor Net dels Actius correspon a la diferència entre actiu i passiu de l'empresa. Aquest podríem dir que és el principal indicador sobre les SOCIMIs, el podem trobar a infinitat de publicacions com pot ser la de Capozza (1996) o a informes sectorials o empresarials.

La naturalesa de les SOCIMIs fa que els immobles anotats comptablement a l'actiu, tinguin un fort pes en el seu valor de mercat. En considerar el valor net, és a dir, restant tot el deute i obligacions, obtenim una idea més representativa del valor patrimonial de l'empresa. Per aïllar els immobles, també se sol indicar el Net Tangible Assets (NTA), que té en compte únicament l'actiu tangible compost principalment per la inversió en els diferents edificis d'oficines, residencials, o del caire que sigui.

Tant el NTA com el NAV se solen expressar per acció, d'aquesta manera podem valorar si el mercat sobrevalora o infravalora el patrimoni de l'empresa.

Per a l'elaboració del projecte s'ha consultat l'informe del 1r semestre de 2025 de Merlin Properties SOCIMI SA.

En aquest cas, veiem que el NTA és de gairebé 8.500 milions d'euros. Si prenem el valor per acció, aquest és de 15,04 euros. Agafant el valor de mercat al tancament del dia 30/06/2025, aquest era de 11,13 euros.

D'aquesta manera podem afirmar a 30/06/2025 que l'acció de Merlin Properties cotitzava amb un descompte de 3,91 euros, o el que és el mateix, un descompte de gairebé el 26%. Aquest valor permet decidir en quina SOCIMI invertir, en aquest cas, el mercat està infravalorant Merlin. El valor patrimonial és major que la capitalització borsària, aquest fet pot estar degut a aspectes no recollits a les dades comptables com poden ser les expectatives dels inversors, desconeixement dels mateixos, actius de baixa qualitat o major risc financer entre d'altres (Clayton i MacKinnon, 2000).

Un inversor podrà optar per SOCIMIs que cotitzin amb descompte quan tingui l'esperança que la seva cotització és normalitzi i cregui que la societat no té problemes estructurals com el risc financer.

En canvi, podria estar disposat a pagar la prima quan els fonamentals ho justifiquin. Per exemple, les primes poden estar justificades i no implicar sobrevaloració quan la societat aconsegueix generar liquiditat, tenir un efecte palanquejament positiu o l'estructura

deute-capital propi. En l'estudi australià d'Erol i Tyvima (2020), es demostrava que les primes positives es devien principalment a aquests factors.

3.5.2. Funds From Operations (FFO)

Per valorar els resultats d'una societat, normalment utilitzaríem el Benefici Net, però en el cas de les SOCIMIs és interessant utilitzar el Funds From Operations (FFO). És així ja que en el benefici net s'inclouen les elevades amortitzacions dels immobles que formen l'actiu de les societats. Aquestes amortitzacions no impliquen una sortida de capital, però sí tenen un efecte negatiu en els resultats. El benefici net també inclou les diferents plusvàlues i minusvàlues per venda d'actius o deterioraments, que poden sorgir de manera puntual però que no es donen de manera recurrent en el negoci i per tant, poden donar una visió alterada del que serien els resultats "normals" de la societat.

En resum, s'opta per l'FFO en la majoria d'informes financers ja que està demostrat l'efecte distorsionador de les depreciacions i amortitzacions presents en el Benefici Net (Ben-Shahar et al., 2011).

D'aquesta manera l'FFO resulta de restar al Benefici Net les plusvàlues en la venda d'actius i ingressos de préstecs i sumar les amortitzacions i minusvàlues. Amb aquesta operació obtenim una xifra molt propera al flux de caixa generat de manera habitual, els ingressos estables que genera la societat, bàsicament compostat per l'ingrés que prové dels lloguers (Corporate Finance Institute , s.d-a.).

L'FFO, des del punt de vista de l'inversor, pot ser indicatiu dels dividends que distribuirà l'empresa, ja que tal com es comenta a l'apartat legal, les SOCIMIs estan obligades a distribuir el 80% dels ingressos obtinguts pels arrendaments.

També permet fer comparacions entre SOCIMIs segons la capacitat que tenen de generar ingressos i liquiditat, una mesura de performance dins del sector dels REITs i SOCIMIs. D'aquesta manera l'FFO es pot comparar en total o per acció.

L'FFO s'utilitza a més en moltes ràtios de rendibilitat per dividend, valoració i risc financer.

Per exemple, segons l'informe del primer semestre de 2025 de Merlin Properties, en els primers sis mesos de l'any va generar un FFO de 166,6 milions d'euros. D'aquest import, la societat està obligada a repartir aproximadament 133 milions d'euros en dividends.

3.5.3. Loan To Value (LTV)

Quant a endeutament, és clau analitzar la ràtio Loan to Value. Aquesta ràtio és el quocient entre el deute hipotecari o financer (Deute Total) i el valor dels immobles. D'aquesta manera sabem quin percentatge del valor dels immobles ha estat finançat amb deute (Corporate Finance Institute , s.d-b.).

Per exemple, segons l'informe del primer semestre de 2025 de Merlin Properties, L'LTV era de 28,60%. Això indica que han finançat el valor de taxació dels immobles en un 28,6% amb deute. El 71,4% restant, ha estat finançat amb capital propi.

Una empresa amb un LTV elevat indica un major risc i sensibilitat a possibles caigudes de preus dels immobles o pujades de tipus d'interès, però en cas de generar una rendibilitat econòmica suficientment elevada, pot aprofitar l'efecte palanquejament per generar major rendibilitat financera. Pot assumir un nivell d'endeutament elevat per tal de poder finançar la compra de més immobles i obtenir més beneficis.

En contrapartida, un menor LTV indica major estabilitat i menys risc. El perfil de l'inversor determinarà quin nivell de risc està disposat a assumir.

3.5.4. Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

El DSCR és un ràtio que mesura fins a quin punt el flux de caixa operatiu d'un actiu o empresa és suficient per cobrir el servei del deute (J.P. Morgan, 2024).

Com a flux de caixa operatiu entenem els ingressos per lloguers i altres tipus d'ingressos menys les despeses d'explotació. Per tant, equivaldria a l'EBITDA, ja que és el resultat abans d'amortitzacions, interessos i impostos.

I el servei del deute inclou les quotes anuals satisfetes vinculades als immobles, incloent-hi tant amortització del préstec com interessos.

Si el resultat és superior a 1, indica que es generen més ingressos del que costa el finançament dels immobles i per tant, hi ha marge per si succeeixen baixades de lloguers, pujades de tipus o altres circumstàncies que puguin fer reduir els ingressos o incrementar la despesa de finançament.

Si el resultat és inferior a 1 indica que el cost de finançament dels immobles es superior als ingressos que generen. En cas de ser igual a 1, indica que els ingressos són iguals al cost del deute.

El DSCR és una ràtio que pot ser interessant d'aplicar tant en immobles en concret, per identificar si està generant beneficis en si i si està ben finançada, com en global en el total de la cartera per determinar la viabilitat de la societat.

En aquest cas no ha estat possible trobar publicada aquesta ràtio en cap informe de les SOCIMIs estudiades.

3.5.5. Dividend Yield

Tal com s'explica a l'anàlisi teòric, un dels possibles avantatges d'invertir en SOCIMIs són les obligacions legals de repartir dividends, i per a mesurar aquest repartiment de dividends, es pot utilitzar el Dividend Yield.

Aquesta ràtio indica la relació entre el que es reparteix en dividends i el preu de l'acció, podent-se calcular en efectes globals a partir dels dividends totals i la capitalització borsària o per acció tenint en compte els dividends per acció i el preu per acció.

D'aquesta manera no s'analitza la rendibilitat total, sinó la rendibilitat com a renda. Els inversors que busquin tenir uns ingressos regulars i que podrien invertir en actius value per maximitzar aquests possibles dividends, hauran de buscar les SOCIMIs amb major dividend yield (Estrategias de Inversión, 2025).

Per exemple, l'aproximació anual segons dades de Yahoo Finance és d'un 3,02%. Aquesta ràtio es detallarà amb més profunditat i s'analitzarà si els Dividend Yield de les SOCIMIs estudiades són realment elevades o no.

4. METODOLOGIA PART PRÀCTICA

4.1. Selecció mostra de SOCIMIs

Per a l'anàlisi de cada títol i simulació de carteres en què consisteix la part pràctica d'aquest estudi s'ha decidit estudiar un total de cinc SOCIMIs: Merlin Properties SOCIMI, S.A., Inmobiliaria Colonial SFL SOCIMI, S.A., GMP Property SOCIMI, S.A., Vivenio Residencial SOCIMI, S.A. i Castellana Properties SOCIMI, S.A.

El nombre de societats és completament arbitrari. La intenció és anar més enllà de les societats que cotitzen a l'IBEX 35 i limitar la mostra a un nombre no gaire elevat per a fer més factible l'estudi.

La selecció de les cinc societats s'ha fet en funció de la capitalització, segons dades d'Investing, i no seguint cap anàlisi fonamental o tècnic, ni aplicant les ràtios comentades en el darrer apartat. Ha estat així, ja que de les desenes de SOCIMIs que hi ha al mercat, les de major capitalització són les que cotitzen als mercats més grans i, per tant, tenen més obligacions de publicació d'informació i fan que aquesta sigui més accessible. D'aquesta manera es pot fer un anàlisi més general que simplement agafant les que cotitzen a l'IBEX, però mantenint la seguretat de poder trobar tota la informació necessària.

Les cinc SOCIMIs seleccionades eren les que tenien major capitalització a data de 27/02/2026, hi ha altres SOCIMIs com Helios RE, que va comprar mitjançant una OPA forçosa l'antic grup LAR Real Estate, o Zambal SOCIMI SA, que en el moment tenien una capitalització al voltant dels 500 i 600 milions d'euros, que és possible que en un moment donat amb una cotització major, puguin entrar en el top-5.

D'altra banda hi ha General de Galerías Comerciales SA, que va deixar d'estar dins el règim fiscal de les SOCIMI al 2023 (BME Growth, s.d-b.).

4.1.1. Merlin Properties SOCIMI SA

Merlin Properties és una SOCIMI espanyola constituïda el 2014, que es defineix com a líder a Espanya i Portugal, països on opera i cotitza. Concretament a Espanya cotitza dins l'IBEX35.

Aquesta SOCIMI és propietària i gestora d'una cartera d'actius immobiliaris de més de 4 milions de m² de superfície llogable a la Península Ibèrica, formada per 120 edificis d'oficines, 120 naus logístiques, 12 centres comercials i 3 data centers operatius (Merlin Properties, s.d-a.).

4.1.2. Inmobiliaria Colonial SFL SOCIMI SA

Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. és una SOCIMI espanyola fundada el 1946 pel Banc Hispano Colonial per gestionar el capital immobiliari de bancs i clients particulars. Actualment, està especialitzada en actius d'oficines de qualitat "prime" principalment a

Madrid i Barcelona, amb presència també a París. Va sortir a cotitzar el 1999 i ha protagonitzat diverses transformacions estratègiques, com la fusió amb Axiare el 2018 o la fusió amb SFL el 2025 i l'adquisició de grans portafolis d'oficines premium, consolidant-se com un dels líders del segment d'oficines a la zona euro i a l'IBEX 35 (Colonial, s.d.).

4.1.3. GMP Property SOCIMI SA

GMP Property SOCIMI, S.A. és una SOCIMI espanyola fundada el 1979 que es va convertir al règim fiscal especial el 2014, especialitzada en el desenvolupament, inversió i gestió d'oficines i parcs empresarials de alta qualitat principalment a Madrid (BME Growth, s.d-c.).

Va debutar al BME Growth el 2014 i va marcar un punt d'inflexió amb l'entrada al seu accionariat de GIC (fons sobirà de Singapur) el 2014 amb un 32,9%, aportant capital per expandir la cartera fins a uns 360.000 m² de superfície llogable en 16 actius (27 edificis), amb una reserva de sòl addicional per a futurs desenvolupaments (BME Growth, s.d-c.).

4.1.4. Castellana Properties SOCIMI SA

Castellana Properties SOCIMI, S.A. és una SOCIMI espanyola especialitzada en la inversió, gestió i rehabilitació d'actius immobiliaris del sector retail (Castellana Properties, s.d.).

La societat constituïda el 2015 compta amb un portfolio de 21 centres i parcs comercials a Espanya i Portugal que suma més de 560.000 m² de superfície llogable. Va debutar a la BME Growth el 2018 i ha anat creixent mitjançant adquisicions selectives de centres comercials i parcs regionals. La societat també destaca pels seus compromisos amb els ESG, fet que acrediten amb els certificats de BREEAM (BME Growth, s.d-a.).

4.1.5. Vivenio Residencial SOCIMI SA

Vivenio Residencial SOCIMI, S.A. és una SOCIMI espanyola constituïda el 2017, especialitzada en el desenvolupament, adquisició i gestió de propietats residencials per al lloguer a llarg termini. Va debutar al BME Growth com a vehicle cotitzat destinat a operar en el segment PRS (Private Rented Sector). Té un enfocament de crear valor afegit i busca atreure a l'inquilí jove i exigent que busca un habitatge.

Actualment té més de 6.500 habitatges i 52 edificis en explotació, amb una ocupació estable del 97% (Vivenio Residencial, s.d.).

4.2. Anàlisi preus del lloguer i dividends

En l'explicació teòrica de la llei, es destaca l'opció d'inversió en SOCIMIs pel seu atractiu com a renda i els elevats dividends relacionats amb les obligacions de distribució de beneficis.

En aquest apartat es tracta de fer un anàlisi de l'evolució dels preus del lloguer, tant residencial com de negocis, i comparar aquesta evolució amb la dels dividends de les SOCIMI estudiades. S'estudien com a principals segments d'inversió els lloguers residencials, les oficines, el retail o establiments comercials i els industrials o logístics, ja que les dades publicades a informes de SOCIMIs com el de Merlin i els informes sectorials com els de CBRE es troben desagregats d'aquesta manera.

La sèrie estudiada serà entre el 2018 i el 2023, ja que d'una banda, s'han pogut obtenir dades de totes les SOCIMI a partir del 2018 i hi ha índexs d'important rellevància que no tenen publicades les dades més enllà del 2023.

4.2.1. Evolució dels preus del lloguer residencial

Per aquesta anàlisi, s'ha utilitzat l'IPVA o Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler, l'indicador oficial que mesura com evolucionen els preus del lloguer d'habitatge a Espanya. Les dades d'aquest índex provenen de les declaracions dels ingressos per arrendaments de vivendes declarats al model 100 de l'IRPF i permeten diferenciar per municipis o Comunitats Autònomes, essent així un índex molt valuós per l'estudi (Instituto Nacional de Estadística [INE], s.d-a.).

Les dades, amb base 100 al 2015, queden resumides a la següent taula:

Taula 2. IPVA Nacional 2018-2023.

	Total Nacional	
	Total	
Índex		
2018	106,247	-
2019	109,999	3,531%
2020	110,942	0,857%
2021	112,694	1,579%
2022	115,684	2,653%
2023	118,727	2,630%

Font: Dades extretes de l'INE.

Aquestes són les dades mitjanes nacionals del 2018 al 2023 de l'IPVA. L'índex parteix de 106,247 punts al 2018 i segueix una evolució positiva al llarg de tot el període. Pel que fa al creixement, es pot observar un fort creixement al 2019 del 3,531% que segueix d'un creixement més conservador al 2020 possiblement per l'impacte de la Covid-19. El ritme de creixement es va recuperant i sent més elevat cada any fins arribar al 2,63% al 2023. En tot el període hi ha un creixement de més de l'11% dels preus del lloguer.

En l'anàlisi desglossat per Comunitats Autònomes, s'observa una evolució molt similar a la mitjana estatal. En la següent taula hi ha les dades de Catalunya i Madrid:

Taula 3. IPVA Catalunya i Madrid 2018-2023.

	09 Catalunya		13 Madrid, Comunidad de	
	Total		Total	
Índex				
2018	107,312	-	106,485	-
2019	111,172	3,597%	110,717	3,974%
2020	112,364	1,072%	111,433	0,647%
2021	113,876	1,346%	112,539	0,993%
2022	116,791	2,560%	115,294	2,448%
2023	119,854	2,623%	118,178	2,501%

Font: Dades extretes de l'INE.

Tot i que es segueix observant el mateix patró de creixement, sí es pot veure un creixement més elevat a Catalunya de forma general, mantenint un creixement de l'1,072% durant la covid. A la C.A. de Madrid, tot i partir d'un creixement més elevat al 2019, té una evolució més suau en la resta d'anys del període.

4.2.2. Evolució lloguers d'oficines i retail

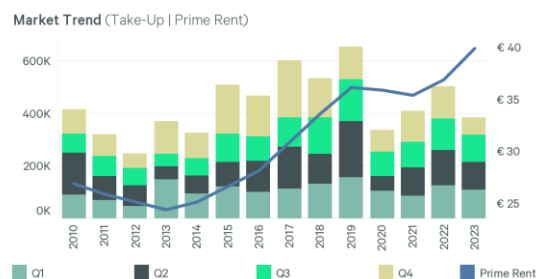
Per a l'anàlisi d'aquestes dades, s'han utilitzat els informes de 2023 i 2022 de la consultora CBRE, on no només es publiquen dades sobre aquests anys sinó que també hi ha dades de seguiment del període estudiat.

Pel que fa a les oficines, l'anàlisi es divideix en Madrid i Barcelona, on es troben la majoria de les inversions de les SOCIMIs.

En el següent gràfic es pot observar l'evolució tant del preu per m² de la Prime Rent a l'eix dretà com la quantitat de m² en lloguer d'oficines a Madrid. Considerant el període d'estudi, entre 2018 i 2019 podem observar una evolució favorable, amb una superfície en lloguer a l'alça, arribant a superar els 600.000 m² a la capital. Aquesta evolució favorable, fruit dels tipus d'interès baixos, es va veure truncada per la crisi de la covid i la caiguda del valor mitjà de les transaccions (CBRE, 2024-b).

D'altra banda, també es pot observar el creixement del preu del m² del que s'anomena com a Prime Rent o Central Business District (CBD), que correspon als immobles més propers al centre de negocis de la ciutat (CREDaily, 2023).

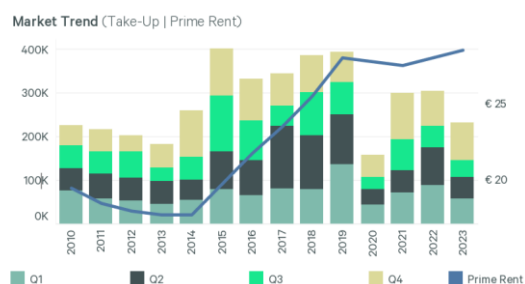
Gràfic 2. Evolució preu m² oficines Madrid 2010-2023.



Font: CBRE Spain.

A Barcelona, amb uns volums d'operacions i preus més baixos, s'observa una tendència molt similar. Amb unes dades molt positives prèvies a la covid, i una posterior davallada dels preus i volums mitjans, excepte de la Prime Rent, que segueix tenint una bona evolució (CBRE, 2024-b).

Gràfic 3. Evolució preu m² oficines Barcelona 2010-2023.

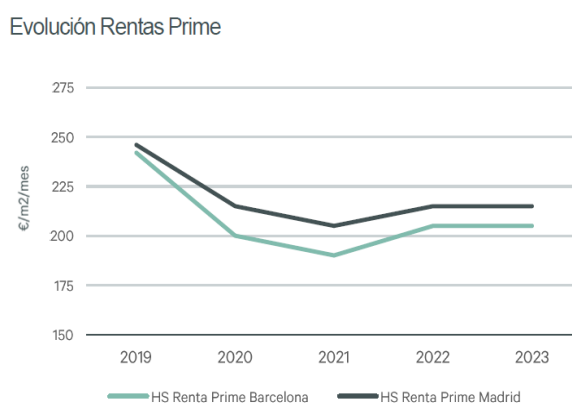


Font: CBRE Spain.

En resum, s'observa un estancament entre el 2020 i el 2023, posterior a una gran davallada provocada per l'efecte de la pandèmia. Com a hipòtesi, es pot plantejar com a causa de la davallada de volum de superfície en lloguer i dels preus en general, les mesures de teletreball i disminució de la demanda d'oficines. Les rendes prime segueixen a l'alça per la seva escassetat i localització.

Pel que fa al retail, o immobles comercials, en el segment prime segueix la següent estructura al llarg del període estudiat:

Gràfic 4. Evolució rendes prime retail 2019-2023.



Font: CBRE Spain.

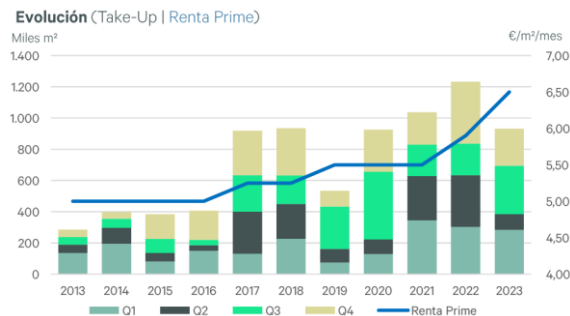
Analitzant el segment prime, trobem una evolució molt pròxima a la de les oficines. Degut a la disminució de vendes durant l'etapa post-pandèmia, hi ha una davallada del preu del m² que fa baixar els ingressos de les SOCIMI. Hi ha una petita recuperació i lleu creixement en els darrers anys, amb un creixement de la rendibilitat dins el segment prime tot i l'estabilitat del preu per superfície (CBRE, 2024-c) .

4.2.3. Evolució lloguers logística i indústria

Un altre segment clau d'inversió de les SOCIMIS són els immobles dedicats a l'establiment de centres logístics o activitats industrials. En aquest segment s'observa una evolució diferent a les diferents zones del territori nacional, amb una tendència clara de creixement de preus de m² i de les rendes prime a Madrid i una evolució més a la baixa a Catalunya, tot i mantenir el creixement de preus del segment prime. Aquesta evolució dolenta es relativitza per l'esperança de baixada de tipus present al 2023, fet

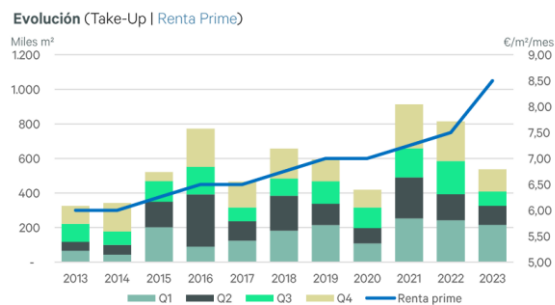
que incentiva la inversió en la construcció de nous immobles i l'expansió del mercat (CBRE, 2024-a).

Gràfic 5. Evolució rendes logística a Madrid 2013-2023.



Font: CBRE Spain.

Gràfic 6. Evolució rendes logística a Barcelona 2013-2023.



Font: CBRE Spain.

També seria interessant estudiar la irrupció dels centres de dades, però per manca d'informació sobre el període estudiat queda com un punt a estudiar en futurs estudis.

4.3. Anàlisi repartiment de dividends

Com s'ha explicat anteriorment, cada segment d'inversió té una evolució diferent ja que mentre els lloguers residencials segueixen a l'alça durant tot el període estudiat, la resta segueix una evolució més planera amb una disminució del valor de les transaccions o un manteniment post covid d'uns valors inferiors als de l'inici del període. Les rendes prime sí que segueixen una evolució positiva i assolixen un creixement significatiu en tots els segments.

L'evolució dels ingressos i beneficis de cada SOCIMI dependrà en gran mesura de la seva especialitat d'inversió i de l'estructura d'actiu que mantingui. Per exemple, segons l'informe sectorial de PwC (2020), amb les dades agregades de mercat continu i l'antic

MAB, els segments més rellevants eren el d'oficines, amb el 50%, seguit per retail i residencial. El petit pes del lloguer residencial fa que l'increment del preu del lloguer es relativitzi i no sigui del tot rellevant en el repartiment de dividends de les SOCIMIs.

En la següent taula, hi ha un resum dels dividends en euros per acció repartits cada any de cadascuna de les SOCIMIs estudiades:

Taula 4. Repartiment de dividends de les SOCIMIs seleccionades 2018-2023.

	Merlin Properties	Inc. %	Colonial	Inc. %	GMP	Inc. %	CASTELLANA	Inc. %	VIVENIO	Inc. %
2018	0,4180684	-	0,1458	-	1,361	-	0,1877148	-	-	-
2019	0,4234869	1,30%	0,186202	27,71%	1,908	40,20%	0,3720963	98,22%	-	-
2020	0,1194074	-71,80%	0,1704077	-8,48%	1,275	-33,19%	0,3104989	-16,55%	-	-
2021	0,4215	252,99%	0,22	29,10%	0,636	-50,13%	0,0563693	-81,85%	0,00405	-
2022	1,015312	140,88%	0,227536	3,43%	0,425	-33,12%	0,2322163	311,96%	-	-
2023	0,35802	-64,74%	0,21257	-6,58%	0,847	99,24%	0,252343	8,67%	-	-

Font: Elaboració pròpia a partir de dades d'Investing.com.

Excloent Vivenio de l'anàlisi, per la falta de distribució de dividends en molts dels anys, en general s'observa un creixement molt positiu dels dividends. Com a punt en comú de totes les societats estudiades, és patent un decreixement notable al 2020, possiblement per l'impacte de la Covid, amb una disminució del dividend de Merlin Properties del 71,80%. Especialment en el cas de Merlin, es dona una evolució molt irregular amb creixements molt accentuats, arribant al 253% al 2021, i disminucions també molt elevades. En el cas de Colonial, hi ha una evolució similar però amb xifres molt més regulars i un dividend anual d'uns 20 cèntims per acció. GMP i Castellana tenen una evolució més similar a Merlin, amb moltes irregularitats i creixements i decreixements molt elevats al llarg del període estudiat.

L'objectiu d'aquest apartat era provar si hi havia cap correlació entre l'evolució dels preus dels lloguers i l'evolució dels dividends, per tal de determinar si en cas d'haver un increment del preu dels lloguers, aquest es trasllada en forma de dividends pels requisits legals de distribució d'aquests.

En la següent taula hi ha les correlacions entre l'IPVA i els dividends repartits entre el 2018 i el 2023:

Taula 5. Correlació dividends-IPVA.

	Merlin Properties	Colonial	GMP	Castellana	Vivenio
CORRELACIÓ IPVA	0,31	0,83	-0,65	-0,04	-

Font: Elaboració pròpia.

En el cas dels lloguers residencials, Colonial és l'única SOCIMI estudiada amb una correlació positiva rellevant, que implica que els preus del lloguer residencial i el repartiment de dividends tenen una bona relació positiva. D'altra banda, GMP té una relació lineal negativa moderada-alta. En tenir altres índexs sobre l'evolució dels lloguers d'immobles de naturalesa industrial, d'oficines o retail, s'obtindrien resultats similars, on algunes SOCIMIs tindrien una correlació positiva o negativa significativa, mentre que d'altres tindrien una relació molt dèbil. Això es deu al fet que cada SOCIMI té una estratègia d'inversions i especialització en cadascun dels segments.

Per a fer una correcta anàlisi caldria estudiar en profunditat individualment les societats, així com les seves estructures d'actiu, per determinar quins segments tenen més pes i poden influenciar l'evolució de la distribució de dividends. Aquest no és l'objectiu del treball, ja que es pretén fer una aproximació més superficial i genèrica sobre el sector a Espanya, d'aquesta manera s'assumeixen els dividends repartits independentment del seu origen i evolució dels segments de negoci. Tot i això, sí és un element clau la característica de les SOCIMI com a actius interessants com a renda, de manera que cal estudiar de les societats seleccionades la seva rendibilitat per dividend i si aquesta és superior a la mitjana del mercat espanyol.

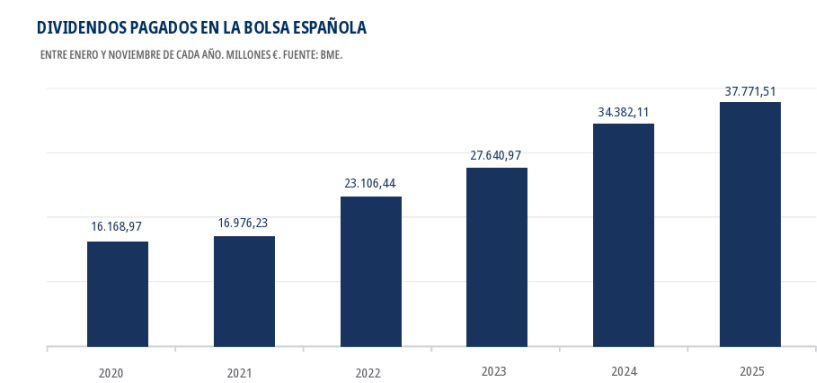
4.3.1. Anàlisi Dividend Yield

A partir de les dades de repartiment de dividends mostrades anteriorment, s'ha calculat el Dividend Yield anual en base al preu de cotització mitjà anual de les accions de cada SOCIMI. En aquest cas, el període a estudiar serà el de 2020-2025, ja que no hi ha limitacions d'accés a informació i és més interessant utilitzar les dades més recents.

Pel que fa al repartiment de dividends al mercat borsari espanyol, hi trobem una gran evolució al llarg del període d'estudi, on a partir del 2022 es fixen màxims de distribució de dividends any rere any. Les xifres de distribució de dividends al 2025 va ser de 37.771,51 milions d'euros, un 9,86% més que al 2024. En termes relatius, el Dividend Yield mitjà del mercat espanyol, considerant IBEX, BME Growth i Mercat continu, és

d’aproximadament el 4% en tots els anys del període, excepte el 2023, any en què es va assolir un 5%, segons els informes anuals de BME (BME, 2025).

Gràfic 7. Dividends pagats a la borsa espanyola 2020-2025.



Font: BME.

Davant aquesta evolució general tant positiva, toca avaluar l’evolució de les SOCIMIs estudiades en aquest àmbit. En la següent taula es poden observar els Dividend Yields de cadascuna de les SOCIMI, així com el seu càlcul:

Taula 6. Càlcul del Dividend Yield 2020-2025.

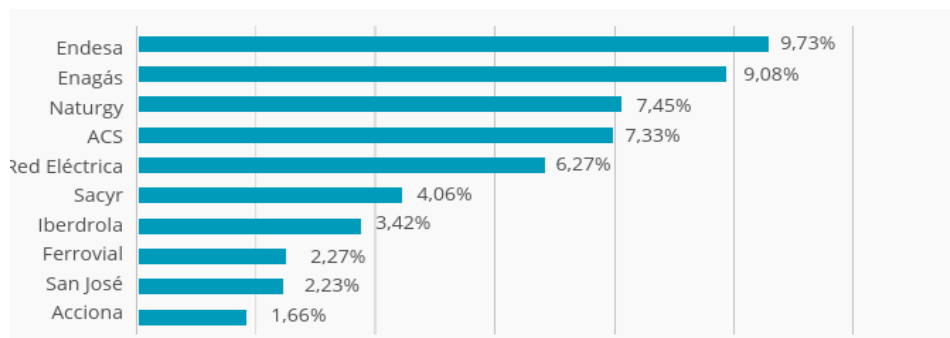
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Merlin Properties	0,119	0,422	1,015	0,358	0,384	0,378
Preu mitjà/acció	8,412	9,114	9,547	8,381	10,287	11,493
DIVIDEND YIELD	1,42%	4,62%	10,63%	4,27%	3,74%	3,29%
Colonial	0,170	0,220	0,228	0,213	0,219	0,243
Preu mitjà/acció	8,463	8,261	6,625	5,845	5,612	5,582
DIVIDEND YIELD	2,01%	2,66%	3,43%	3,64%	3,90%	4,35%
GMP	1,275	0,636	0,425	0,847	1,014	1,509
Preu mitjà/acció	59,929	57,000	56,250	52,241	61,353	65,143
DIVIDEND YIELD	2,13%	1,12%	0,76%	1,62%	1,65%	2,32%
CASTELLANA	0,310	0,056	0,232	0,252	0,242	0,695
Preu mitjà/acció	6,442	6,196	6,708	6,568	6,663	7,106
DIVIDEND YIELD	4,82%	0,91%	3,46%	3,84%	3,63%	9,79%
VIVENIO	-	0,004	-	-	0,006	0,005
Preu mitjà/acció	-	1,340	-	-	1,353	1,358
DIVIDEND YIELD	-	0,003	-	-	0,004	0,004
DY Mitjà Mercat	4,00%	4,00%	4,00%	5,00%	4,00%	4,00%

Font: Elaboració pròpia a partir de dades d'Investing.com.

En la taula hi ha la suma dels dividends repartits en cada any de cada SOCIMI, el preu mitjà de les cotitzacions com a aproximació per a fer el càlcul i el Dividend Yield resultat del quocient de les dues anteriors dades. S’ha pres el preu mitjà, ja que hi ha anys en què hi ha 2 o més repartiments de dividends, per tant, no seria realista agafar un únic preu o un preu de tancament anual ja que diferiria temporalment del preu del moment del repartiment. S'utilitza el preu mitjà com una aproximació.

Excepte GMP i Castellana, hi ha un inici al 2020, amb un Dividend Yield baix. Per exemple, Merlin se situa en un 1,42% i la mitjana entre les cinc SOCIMIs se situa en un 2,6%. Aquestes xifres s'allunyen molt del 4% mitjà del mercat, això és pel fet que els elevats dividends de les empreses energètiques fan que s'elevi la mitjana dels Dividend Yields. En el següent gràfic es poden observar dividends de fins el 9,73% en el cas d'Endesa, mentre que la desena empresa de l'IBEX35 amb major rendibilitat per dividend se situa en un 1,66% (BME, 2020).

Gràfic 8. Top-10 màximes rendibilitats per dividend IBEX 35 2020.



Font: BME.

D'aquesta manera es pot observar que les SOCIMIs mantenen un Dividend Yield inferior a la mitjana del mercat, però pel que fa a les dades de posicionament relatiu, estarien entre les empreses amb major rendibilitat per dividend.

Al 2021 s'observa una recuperació del Dividend Yield d'algunes SOCIMIs, símptoma de l'inici de la recuperació econòmica post-covid, amb un 4,62% per part de Merlin; alhora que hi ha que pateixen una davallada, com Castellana amb un 0,91% i de Vivenio amb un 0,30%, deixant una mitjana de les SOCIMIs que baixa fins l'1,92%. En aquest cas, és patent la necessitat de fer una bona selecció de les SOCIMIs, estudiant la seva composició i estructura d'actius abans de decidir en quina invertir, ja que l'evolució és distant entre cadascuna de les SOCIMIs seleccionades.

La mitjana del Dividend Yield del mercat general torna a ser del 4% i assoleix un nivell elevat degut a l'impacte del gran repartiment de dividends efectuat per part d'empreses energètiques, alhora que d'empreses tecnològiques i farmacèutiques, una situació prou similar a la de 2020. Les SOCIMIs, especialment Merlin, segueix assolint un nivell de rendibilitat per dividends prou elevat en comparació a la majoria d'empreses del mercat (BME, 2021).

Pel que fa al 2022, hi ha un creixement de la rendibilitat per dividend de totes les SOCIMI seleccionades, a excepció de GMP. S'assoleixen xifres que destaquen com és el Dividend Yield de Merlin amb un 10,63% o Colonial i Castellana superant el 3,4%. Aquestes dades resulten en un Dividend Yield mitjà de la mostra seleccionada del 4,57%, superant la mitjana del mercat del 4% (BME, 2022).

El 2023, va ser també un bon any pel que fa al repartiment de dividends, es va assolir una rendibilitat mitjana del 3,34% considerant les SOCIMIs seleccionades. Cal matisar aquesta xifra, ja que incrementa el Dividend Yield a totes les societats a excepció de Merlin, que baixa fins un 4,27%. En aquest any, la rendibilitat per dividend mitjana de la mostra està per sota de la mitjana del mercat amb un 5%. Aquesta mitjana del mercat torna a estar distorsionada pel Dividend Yield d'algunes empreses com Enagás, Atresmedia, ENCE Energia i Aedas Homes, superant totes el 10% (BME, 2023).

S'observa una etapa de certa estabilitat al llarg del 2024, on s'assoleix una rendibilitat per dividend del 2,67%, distorsionada per la xifra assolida per Vivenio del 0,42%. Si s'exclou aquesta SOCIMI mencionada, el Dividend Yield mitjà és del 3,23%, no gaire llunyà del 4% mitjà del mercat (BME, 2024). En aquest any Merlin segueix en davallada, baixant a una rendibilitat per dividend del 3,74%, mentre que Colonial, Castellana i GMP veuen incrementades les seves rendibilitats.

Com es pot observar a la següent taula, 4 de les 10 rendibilitats per dividend més elevades són protagonitzades per bancs, una tendència que serà patent en el següent any.

Taula 7. Top-10 màximes rendibilitats per dividends IBEX 35 2024.

IBEX 35®		
1	Enagas	12,258%
2	Caixabank	10,327%
3	Unicaja Banco	8,612%
4	Repsol	7,699%
5	Telefonica	7,620%
6	BBVA	7,194%
7	Bankinter	6,734%
8	Logista Integ	6,575%
9	Acerinox	6,561%
10	Mapfre	6,353%

Font: BME.

Concretament les empreses de prestació de serveis financers, assoleixen una rendibilitat per dividend mitjana al 2025 del 9,83%, superior a la resta de segments, seguit del sector de l'energia i la construcció, tornant a impulsar la mitjana del mercat a l'alça (BME, 2025). Pel que fa a les SOCIMI seleccionades, assoleixen un 4,94% sense tenir en compte Vivenio, que torna a tenir un Dividend Yield molt baix del 0,39%. Aquestes dades es deuen a l'elevada xifra assolida per Castellana amb un 9,79%, mentre que la resta de SOCIMIs se situen entre el 2,32% i el 4,35%.

Si ens centrem en les dades individuals de cada SOCIMI al llarg del període comprès entre el 2020 i el 2025, podem observar un comportament i evolució molt diferent. D'una banda tenim Vivenio, que no reparteix dividends en els anys 2020, 2022 i 2023, i al 2021, 2024 i 2025 assoleix un Dividend Yield molt baix, sempre inferior a l'1%. D'altra banda, la resta de SOCIMIs seleccionades, a nivell general, segueixen una evolució prou similar d'estancament al 2020 i 2021, seguit d'un creixement i estabilització en els anys posteriors. El fet d'haver seleccionat 5 SOCIMIs ha permès observar les discrepàncies quant a evolució del Dividend Yield, tant de tendències com de xifres.

Tot i aquestes discrepàncies, en base a les mitjanes de la mostra i del mercat, així com el posicionament de les societats sobre rendibilitat per dividends, podem afirmar que de manera general les SOCIMIs de major capitalització assoleixen un Dividend Yield superior a la de la majoria de societats quant a posicionament relatiu. Sempre estan per sota de les empreses que per la situació i entorn econòmic han pogut generar millors resultats, com és el cas de les energètiques durant les crescudes del preu de l'electricitat o de les entitats bancàries on han fet beneficis rècord; però segueixen un Dividend Yield regular al voltant del 3 o 4% en situacions normals, baixant fins el 2% com en el cas de la crisi de la covid. D'aquesta manera sí compleix la premissa de l'atractiu de les SOCIMI pel que fa a obtenir rendes i ingressos passius per la distribució de dividends.

En funció del perfil de l'inversor i de la seva tolerància al risc, podrà escollir invertir en SOCIMIs per sobre de la renda fixa. Per exemple, amb les dades de les darreres subhastes de bons de l'estat, aquests ofereixen rendibilitats inferiors al 3% a 3 i 5 anys (Tesoro Público, s.d.); es podria optar per invertir en SOCIMIs en cas d'estar disposat a assumir el major risc a canvi d'una rendibilitat per dividend del 4,35% com l'assolida per Colonial al 2025.

Un cop determinat el potencial de les SOCIMI com a vehicle d'inversió que permet proporcionar rendes recurrents als inversors, cal estudiar la rendibilitat per preus i volatilitat de la mostra, així com altres estadístics que permeten el seu anàlisi.

4.4. Anàlisi rendibilitat per preus i volatilitat

En aquest apartat es fa un petit anàlisi de la rendibilitat per preus obtinguda per les SOCIMIs seleccionades, així com de la volatilitat de les mateixes rendibilitats.

4.4.1. Rendibilitat per preus

Per a l'elaboració d'aquest anàlisi, s'han pres les dades de cotització dels darrers 5 anys, és a dir des del 2021 al 2025, i s'han calculat les rendibilitats logarítmiques sobre aquestes dades de cotització.

La representativitat d'aquest anàlisi es veu limitada per la freqüència amb què les societats que cotitzen al BME Growth es negocien, ja que mentre que a l'IBEX, es segueix una freqüència diària, a l'antic MAB, cada SOCIMI té un nombre de dies de cotització diferents.

Les dades de rendibilitat mitjana diària (o de la freqüència que sigui en el cas del BME Growth) i rendibilitat per preus total obtinguda es mostren a les següents taules:

Taules 8 i 9. Rendiment diari i total mostra SOCIMIs.

	IBEX		MERLIN		COLONIAL	
	Mitjana rend diari	Rendiment total	Mitjana rend diari	Rendiment total	Mitjana rend diari	Rendiment total
5 anys	0,059%	75,385%	0,037%	46,856%	-0,028%	-35,461%
3 anys	0,096%	73,479%	0,045%	34,821%	-0,012%	-9,506%
1 any	0,156%	39,189%	0,079%	20,165%	0,021%	5,452%

	GMP		CASTELLANA		VIVENIO	
	Mitjana rend freq. Cot.	Rendiment total	Mitjana rend freq. Cot.	Rendiment total	Mitjana rend freq. Cot.	Rendiment total
5 anys	0,174%	10,622%	0,171%	28,090%	1,235%	18,527%
3 anys	0,267%	14,131%	0,186%	11,524%	0,057%	0,738%
1 any	-0,328%	-2,299%	0,181%	5,596%	0,000%	0,000%

Font: Elaboració pròpia.

Com es pot observar, es mostren les dades dels darrers 5 i 3 anys, així com la del darrer any. La mitjana del rendiment s'ha fet realitzant la mitjana aritmètica de les rendibilitats logarítmiques del període corresponent i el rendiment total s'ha calculat com la suma de les rendibilitats logarítmiques diàries del període corresponent, aprofitant així la propietat additiva dels logaritmes per calcular la rendibilitat acumulada.

Pel que fa a les SOCIMIs que cotitzen a l'IBEX, Merlin Properties i Inmobiliaria Colonial, tenen una rendibilitat per preus diferent entre si. Mentre que Merlin assoleix una rendibilitat per preus del 20,165% en el 2025, una xifra prou elevada tot i estar per sota de la mitjana de l'IBEX, mentre que Colonial es queda en un 5,452%, una xifra molt inferior. La inferioritat de Colonial quant a rendibilitat per preus és més patent en els intervals de 3 i 5 anys, on assoleix una rendibilitat acumulada negativa.

Respecte a Merlin, tot i mantenir una rendibilitat positiva en tots els intervals, està per sota de l'IBEX, per exemple en els darrers 5 anys, ha assolit una rendibilitat per preus acumulada del 46,856%, mentre que l'índex de referència del mercat borsari espanyol ha assolit un 75,385%.

Amb la mitjana de les rendibilitats diàries, s'arriba a la mateixa conclusió. Colonial té una rendibilitat diària mitjana negativa en els darrers 5 i 3 anys i Merlin, tot i tenir valors positius, són inferiors a les dades de l'IBEX. Aquesta inferioritat de les SOCIMIs quant a rendibilitat per preus pot ser deguda entre altres factors al retorn i remuneració de l'accionista via dividend i no per revalorització.

Pel que fa a les SOCIMIs que cotitzen al BME Growth, GMP, Castellana i Vivenio; l'anàlisi també està limitat per la falta d'accés públic a les dades de cotització de l'índex de referència d'aquest mercat, l'IBEX Growth Market All Share. S'han sol·licitat les dades per a fins acadèmics directament a BME, però no ha estat possible aconseguir la sèrie històrica de cotitzacions. De totes formes, es pot realitzar una comparació entre les societats.

Castellana és la SOCIMI que assoleix una major rendibilitat, amb un 5,596%, 11,524% i 28,090% a 1, 3 i 5 anys. GMP, tot i assolir una rendibilitat positiva a 3 i 5 anys, té una rendibilitat negativa al 2025 del -2,299%. Vivenio segueix una evolució molt irregular, sense gairebé rendibilitat per preus a 1 i 3 anys, mentre que a 5 anys té un 18,527% de rendibilitat. La representativitat d'aquestes rendibilitats és molt relativa, ja que prenent el nombre de dies cotitzats de mitjana per any, Castellana cotitza uns 32 dies a l'any, GMP uns 12 dies a l'any i Vivenio uns 3 dies a l'any. Aquestes xifres de cotització tant baixes fan que en el cas de mantenir el mateix preu en alguna sessió, la rendibilitat per preus sigui molt baixa o fins i tot de 0%, com en el cas de Vivenio, o per contrari no es negociï el títol en mesos i en el moment de fer-ho hi hagi un increment o decrement de preu molt sobtat. Com a exemple d'aquest últim fet, també hi trobem el rendiment de Vivenio al 2021, any en què va cotitzar un sol cop i va assolir en aquella sessió un 17,045% de rendibilitat respecte el preu de tancament de la darrera sessió.

En resum, torna a ser de rellevant importància la correcta selecció de les SOCIMIs, ja que hi ha que tenen una rendibilitat negativa i hi ha que tenen una rendibilitat positiva. En general, tot i assolir una rendibilitat positiva, aquesta és inferior a la de l'IBEX. Cal valorar si es dona més pes a la remuneració de l'accionista de forma recurrent via dividends, aspecte en que sí destaquen les SOCIMIs, o si es prefereix una major rendibilitat per preus via revalorització de les accions.

Per fer l'anàlisi més complerta, s'ha decidit afegir a aquesta l'índex IBEX 35 amb Dividends, ja que aquest inclou l'efecte tant de preus com de dividends. D'aquesta manera, es pot comparar la rendibilitat total de les SOCIMIs amb l'assolida de mitjana per part del mercat, i decidir si l'efecte dels dividends fa que en rendibilitat total, aquestes societats sí siguin atractives en comparació a la resta del mercat cotitzat espanyol. Per les mateixes limitacions comentades anteriorment, s'ha decidit procedir en aquest apartat limitant l'anàlisi a les societats que cotitzen a l'IBEX 35 i no realitzar la comparació amb les del BME Growth.

En la següent taula, es poden observar les rendibilitats totals (preus i dividends) assolides per part de Merlin Properties i Inmobiliaria Colonial, així com de l'IBEX 35 amb Dividends:

Taula 10. Rendibilitat logarítmica total Merlin, Colonial i IBEX.

	MERLIN	COLONIAL	IBEX 35 amb Dividends
Rendibilitat logarítmica total 5 anys	72,538%	-20,421%	94,858%
Rendibilitat logarítmica total 3 anys	43,787%	-0,732%	86,983%
Rendibilitat logarítmica total 1 any	22,869%	8,746%	44,039%

Font: Elaboració pròpia i dades de BME per a l'IBEX 35.

En el cas de Colonial, es pot observar que tot i l'efecte positiu dels dividends, no és suficient i segueix tenint una rendibilitat negativa a 5 i 3 anys. Merlin assoleix una rendibilitat total prou elevada, però segueix estant per sota de la mitjana de l'IBEX35. La rendibilitat positiva per preus més l'efecte dels dividends, resulta en una rendibilitat mitjana inferior a l'assolida per l'IBEX 35.

Els càlculs efectuats per obtenir l'anterior taula, es resumeixen en la següent:

Taules 11 i 12. Càlcul rendiment total Merlin i Colonial.

	MERLIN	COLONIAL
Preu inicis 2021	7,560	7,733
Preu finals 2021	9,570	8,010
Dividends	0,422	0,220
Rendibilitat total 2021	32,16%	6,43%
R. Logarítmica 2021	27,89%	6,23%
Preu inicis 2022	9,706	8,083
Preu finals 2022	8,775	6,010
Dividends	1,015	0,228
Rendibilitat total 2022	0,87%	-22,83%
R. Logarítmica 2022	0,86%	-25,92%
Preu inicis 2023	8,925	6,160
Preu finals 2023	10,060	6,550
Dividends	0,358	0,213
Rendibilitat total 2023	16,73%	9,78%
R. Logarítmica 2023	15,47%	9,33%

	MERLIN	COLONIAL
Preu inicis 2024	9,985	6,510
Preu finals 2024	10,160	5,175
Dividends	0,384	0,219
Rendibilitat total 2024	5,60%	-17,15%
R. Logarítmica 2024	5,45%	-18,81%
Preu inicis 2025	10,190	5,230
Preu finals 2025	12,430	5,465
Dividends	0,378	0,243
Rendibilitat total 2025	25,70%	9,14%
R. Logarítmica 2025	22,87%	8,75%

Font: Elaboració pròpia.

El càlcul consisteix a calcular la rendibilitat logarítmica tenint en compte el P1 + Dividends i el P0 de cada any. D'aquesta manera es té en compte tant l'efecte dels preus com dels dividends.

Els càlculs de l'índex IBEX amb Dividends s'ha fet a partir de les cotitzacions de l'índex extreptes de la pàgina Investing.com.

Podem concloure que tenint en compte tant preus com dividends, les SOCIMIs estudiades assoleixen una rendibilitat inferior a la mitjana del mercat. Aquesta conclusió veritablement es limita a les societats cotitzades a l'IBEX 35, ja que respecte el BME Growth, la falta de dades d'accés públic ha fet impossible fer l'anàlisi complet.

4.4.2. Volatilitat i risc

Aquest anàlisi de risc i volatilitat s'ha fet calculant la desviació estàndard de les rendibilitats logarítmiques calculades sobre les cotitzacions de les SOCIMIs seleccionades i de l'IBEX 35, permetent així la comparació en ser dades relatives.

Les dades queden resumides a la següent taula:

Taules 13 i 14. Volatilitat diària i anualitzada.

	IBEX		MERLIN		COLONIAL	
	Vol diària	Vol anualitzada	Vol diària	Vol anualitzada	Vol diària	Vol anualitzada
5 anys	1,006%	16,065%	1,628%	25,996%	1,645%	26,268%
3 anys	0,914%	14,597%	1,485%	23,716%	1,594%	25,447%
1 any	1,026%	16,377%	1,448%	23,115%	1,290%	20,596%

	GMP		CASTELLANA		VIVENIO	
	Vol (freq. Cot.)	Vol anualitzada	Vol (freq. Cot.)	Vol anualitzada	Vol (freq. Mos)	Vol anualitzada
5 anys	1,625%	5,706%	1,032%	5,792%	4,284%	6,773%
3 anys	1,707%	5,996%	1,392%	7,813%	0,733%	1,160%
1 any	0,804%	2,825%	1,552%	8,708%	0,901%	1,424%

Font: Elaboració pròpia.

La Vol diària o Vol (freq.Cot.) correspon a la desviació estàndard calculada sobre les rendibilitats calculades. En el cas de les SOCIMIs cotitzades a l'IBEX 35, les dades tenen freqüència diària, mentre que a les cotitzades al BME Growth, la freqüència es basa en la regularitat de la negociació al mercat dels seus títols. Per poder fer una millor anàlisi, s'han emprat les dades de tres intervals, a 1, 3 i 5 anys. També s'ha optat per anualitzar les dades, passant de freqüència diària o la corresponent a anual.

Pel que fa a les empreses que cotitzen a l'IBEX 35, Merlin Properties i Inmobiliaria Colonial, tenen uns nivells de volatilitat més elevats que l'índex del mercat. Mentre que l'IBEX assoleix una volatilitat anualitzada d'aproximadament el 16% pels intervals a 5 i a 1 any i al voltant del 14,5% per l'interval a 3 anys, Merlin i Colonial superen el 20% a tots els intervals. Tot i experimentar una reducció de la volatilitat, patent en les xifres assolides el 2025, segueixen estant per sobre de la mitjana del mercat.

Quant a les SOCIMIs que cotitzen al BME Growth, aquestes tenen unes xifres de volatilitat molt inferiors a les anteriors. Aquesta baixa volatilitat és deguda en part per l'estabilitat dels preus, que tot i ser societats que són negociades escassos dies a l'any, hi ha moltes sessions en què el preu es manté constant. També, en les sessions en què es produeixen canvis en el preu, solen créixer de manera regular, resultant en una baixa desviació. Per falta de dades no es pot comparar amb l'índex de mercat.

4.5. Anàlisi Performance: Ràtio de Sharpe

Per enriquir l'anàlisi i comparació entre els títols i l'índex de mercat, s'ha aplicat la mesura de performance de Sharpe.

Aquest indicador financer mesura la quina quantitat de rendibilitat addicional obté un actiu, fons, cartera o inversió, per unitat de risc total assumit, permetent així fer comparacions (XTB, s.d.).

Aquest indicador es calcula en base a les dades de rendibilitat i volatilitat de la següent taula:

Taules 15 i 16. Rendibilitat i volatilitat.

	IBEX		MERLIN		COLONIAL	
	Rendiment diari	Vol diària	Rendiment diari	Vol diària	Rendiment diari	Vol diària
5 anys	0,059%	1,006%	0,037%	1,628%	-0,028%	1,645%
3 anys	0,096%	0,914%	0,045%	1,485%	-0,012%	1,594%
1 any	0,156%	1,026%	0,079%	1,448%	0,021%	1,290%

	GMP		CASTELLANA		VIVENIO	
	Rendiment freq	Vol freq	Rendiment freq	Vol freq	Rendiment freq	Vol freq
5 anys	0,174%	1,625%	0,171%	1,032%	1,235%	4,284%
3 anys	0,267%	1,707%	0,186%	1,392%	0,057%	0,733%
1 any	-0,328%	0,804%	0,181%	1,552%	0,000%	0,901%

Font: Elaboració pròpia.

El càlcul de la Ràtio de Sharpe consisteix a fer el quocient entre la diferència entre la rendibilitat de la inversió (R_i) i l'actiu lliure de risc (R_f) i la volatilitat de la inversió (σ), aplicant la següent fórmula:

$$Sharpe = (R_i - R_f) / \sigma$$

Pel càlcul és necessària la rendibilitat logarítmica diària de l'actiu sense risc, que ha de ser la d'un actiu sense gairebé risc de fallida i amb una rendibilitat coneguda, com poden ser les lletres del tresor. Aquesta s'ha obtingut en base a la rendibilitat mitjana de la subhasta de lletres del tresor a 1 any amb venciment el 09/04/2027. Aquestes lletres ofereixen un rendiment nominal o efectiu anual del 2,611%, que en passar-ho a interès amb la mateixa freqüència que les cotitzacions (255 sessions o altres per BME Growth) i passar d'interès efectiu a logarítmic, resulta en un 0,010% per les empreses cotitzades a l'IBEX 35. En el cas de les societats cotitzades al mercat alternatiu, cal adaptar la

rendibilitat a la freqüència en què s'han negociat. Aquest pas es fa de manera aproximada assumint una mitjana de jornades de cotització per a cada títol i, per tant, un interès lliure de risc diferent. Per exemple, Castellana va ser negociada de mitjana 32 dies a l'any, de manera que s'ha de passar d'interès efectiu anual a interès efectiu amb la freqüència corresponent de manera que sigui:

$$(1 + I_1)^1 = (1 + I_{32})^{32}$$

Amb aquest mètode, trobem l'interès lliure de risc més adequat, ja que no té sentit comparar interessos de freqüència diària amb mensual o setmanal. El mateix succeeix amb Merlin o Colonial, on es converteix a 255 sessions en comptes de 32, però no es calcula amb la base d'any natural de 365.

Posteriorment caldria fer la conversió d'efectiu a logarítmic, que seguint l'anterior exemple es faria de la següent manera:

$$r = \ln(1 + I_N)$$

Aplicant la fórmula i les dades mostrades anteriorment arribem als resultats de la següent taula:

Taules 17 i 18. Ràtio de Sharpe.

	IBEX	MERLIN	COLONIAL
5 anys	0,049	0,016	-0,023
3 anys	0,094	0,024	-0,014
1 any	0,142	0,048	0,009

	GMP	CASTELLANA	VIVENIO
5 anys	-0,025	0,088	0,088
3 anys	0,030	0,076	-1,094
1 any	-0,675	0,064	-0,954

Font: Elaboració pròpia.

Pel que fa a Merlin i Colonial, es confirmen els resultats obtinguts en els anteriors apartats i assoleixen uns valors de la Ràtio de Sharpe inferiors a la mitjana del mercat. Colonial assoleix xifres negatives a 5 i 3 anys, degut al fet que la rendibilitat diària mitjana en aquests intervals és també negativa. Merlin, tot i assolir xifres positives, estan molt per sota de les de l'IBEX 35, indicant així que la SOCIMI ofereix un baix nivell de rendiment per unitat de risc total assumit.

També succeeix en el cas de GMP i Vivenio, on s'assoleixen unes rendibilitats per preus molt baixes o fins i tot negatives, resultant en unes Ràtios de Sharpe negatives. Tot i aquesta situació generalitzada, Castellana assoleix unes xifres més atractives. Aquesta societat supera a l'IBEX 35 en l'interval a 5 anys, fet que indica que dona una major rendibilitat per unitat de risc total assumit. Aquesta comparació és limitada ja que l'IBEX 35 no és l'índex de referència del mercat alternatiu on cotitza Castellana i seria necessari com en la resta d'apartats, comptar amb les dades de cotització de l'IBEX Growth Market All Share.

De la mateixa manera, comptant amb l'índex de referència del BME Growth, podríem calcular altres indicadors de performance com Alfa de Jensen o Treynor, però en no poder calcular la beta, no és possible fer l'anàlisi adequat per tota la selecció de SOCIMIs.

4.6. Simulació i optimització de carteres

Per tal de tenir una visió més àmplia i complir amb l'objectiu d'aquest treball de recerca, en aquest apartat s'han realitzat diverses simulacions de carteres i optimitzacions tenint en compte la cotització mensual de la mostra de SOCIMIs estudiades al llarg del treball, la resta d'empreses de l'IBEX 35 i les 20 societats de major capitalització del BME Growth.

Aquesta selecció de societats del BME Growth ha estat limitada per diversos factors. D'una banda hi ha el fet que hi ha moltes societats que no tenen registres tant antics ja que són de més recent creació o cotització, com pot ser EBRO EV; d'altra banda hi ha el factor de la irregularitat en la cotització de les societats del mercat alternatiu. Hi ha casos en què la cotització ha estat interrompuda durant pocs mesos, en aquest s'ha pres el darrer preu com a valor constant en els mesos sense cotització, però en els casos de societats que pràcticament no han tingut negociació de títols, s'han descartat, com pot ser el cas de SERRANO 61. També hi ha societats com KNOWMAD MOOD que en no ser-hi a Investing.com ni a Yahoo Finance, les fonts consultades durant el treball, han estat rebutjades.

D'aquesta manera, de les 46 societats amb major capitalització borsària que cotitzen al mercat alternatiu, només s'han pogut prendre 20 sense comptar GMP, Castellana i Vivenio.

4.6.1. Simulació IBEX 35

Per tal d'avaluar els títols de Merlin Propertis i Inmobiliària Colonial, s'ha fet inicialment una optimització d'una cartera composta per 33 de les 35 societats que componen l'IBEX 35. Puig i Acciona Energia s'han exclòs de l'anàlisi per no tenir dades de cotització durant tot l'interval d'estudi comprès entre el 2020 i el 2025.

Prenent aquestes cotitzacions, s'ha calculat la rendibilitat logarítmica diària. Aquesta rendibilitat ens permet calcular la mitjana per cada societat, així com constituir la matriu de variàncies i covariàncies per posteriorment calcular la variància i volatilitat de la cartera. Amb el programari Solver de l'excel, podem maximitzar la ràtio de Sharpe explicada anteriorment i obtenir la cartera òptima. Pel càlcul de la ràtio de Sharpe s'empra la rendibilitat mitjana de la cartera, la volatilitat de la cartera i un interès logarítmic lliure de risc de periodicitat diària del 0,010%, tenint en compte els 255 dies de cotització.

De les 33 empreses de la mostra, només formen part de la cartera òptima BBVA, Caixabank, Iberdrola, Indra, Rovi i Solaria:

Taula 19. Ponderacions cartera òptima IBEX 35.

	BBVA	CAIXABANK	IBERDROLA	INDRA	ROVI	SOLARIA
PONDERACIONS	9,863%	13,891%	23,170%	35,167%	15,683%	2,225%

Font: Elaboració pròpia.

Les dades de rendibilitat, volatilitat i Sharpe de la cartera òptima de les societats de l'IBEX 35 són les següents:

Taula 20. Resum cartera òptima.

CARTERA ÒPTIMA IBEX 35	
Rendibilitat cartera	0,079%
Volatilitat	1,367%
SHARPE	0,050039

Font: Elaboració pròpia.

La cartera òptima formada a partir de les societats que componen l'IBEX 35 assoleix una rendibilitat logarítmica diària mitjana del 0,079%, una volatilitat diària de l'1,367% i un valor de la ràtio de Sharpe d'aproximadament 0,05.

No formen part de la cartera òptima de l'IBEX 35 els títols de Merlin Properties ni Inmobiliaria Colonial, fet que indica la inferioritat quant a performance de les SOCIMIs que formen aquest índex borsari respecte a la resta de societats.

Per tal de reafirmar els resultats, s'han fet tres simulacions amb les mateixes empreses. S'ha fet una situació inicial amb una cartera equiponderada, una on el pes de les SOCIMIs és el doble que la resta d'empreses i una altra situació on el pes és el triple. Les dades de rendibilitat mitjana, volatilitat i Sharpe de les tres carteres es poden resumir a la següent taula:

Taula 21. Simulacions de carteres IBEX 35.

	CARTERA EQUIPONDERADA	PONDERACIÓ DOBLE	PONDERACIÓ TRIPLE
Rendibilitat logarítmica mitjana	0,0289%	0,0258%	0,0231%
Volatilitat	1,2620%	1,2653%	1,2717%
Sharpe	0,0149	0,0124	0,0102

Font: Elaboració pròpia.

Com es pot observar a la taula, en incrementar el pes de Merlin Properties i Inmobiliaria Colonial dins la cartera, la rendibilitat logarítmica diària disminueix i la volatilitat creix, resultant en un inferior resultat de la ràtio de Sharpe. En incrementar la ponderació d'aquestes SOCIMIs, l'excés de rendibilitat per unitat de risc total assumida és pitjor.

4.6.2. Simulació BME GROWTH

De manera paral·lela a l'anterior anàlisi, també s'ha fet per a GMP, Castellana i Vivenio, prenent la següent mostra: General de Galerías Comerciales, Zambal Spain Socimi, Altia, Fidere Patrimonio Socimi, Testa Residencial Socimi, Hotei Properties Group Socimi, Natac Natural Ingredients, Vitruvio Real Estate Socimi, Secuoya Content Group, All Iron RE I Socimi, Olimpo Real Estate Socimi, Lafinca Global Assets Socimi, ISC Fresh Water Investment Socimi, Clerhp Estructuras, Tander Inversiones Socimi, GOP Properties Socimi, Meridia Real Estate III Socimi, Advero Properties, Making Science i Inversa Prime Socimi.

En aquest cas, s'han utilitzat les dades amb freqüència mensual, per garantir un major nombre de dades de cotització i evitar biaixos provocats per la falta de negociació dels títols. La resta de càlculs i procediments han estat els mateixos, amb el càlcul de les rendibilitats mensuals, rendibilitat de la cartera, volatilitat de la cartera a partir de la

matriu de variàncies i covariàncies i ràtio de Sharpe amb un interès lliure de risc de periodicitat mensual del 0,215%.

La cartera òptima calculada en base a la mostra de societats esmentada és la següent:

Taula 22. Ponderacions cartera òptima BME Growth.

	VIVENIO	ALTIA	FIDERE PATRIMO NIO SOCIMI	SECUOYA CONTENT GROUP	CLERHP ESTRUCT URAS	TANDER INVERSIO NES, SOCIMI	ADVERO PROPERTI ES SOCIMI	MAKING SCIENCE	INVERSA PRIME SOCIMI
PONDERACIONS CARTERA ÒPTIMA	9,525%	7,314%	1,539%	4,649%	0,982%	4,977%	66,630%	1,586%	2,797%

Font: Elaboració pròpia.

Com es pot observar, els resultats són completament oposats a la cartera de l'IBEX 35, ja que el 85,47% de la cartera està composta per SOCIMIs, amb un pes especialment important per part d'Advero Properties SOCIMI. Aquest resultat pot semblar esbiaixat ja que de les 23 societats que formen la mostra, 17 són SOCIMIs, però en fer la maximització de Sharpe, les societats que formen la cartera òptima han estat seleccionades per la seva capacitat de generar rendibilitat amb un risc contingut independentment de la naturalesa de la seva activitat. D'haver sigut més eficients les societats que es dediquen a altres sectors, haguessin tingut major representació en la cartera, i per tant, l'elevat nombre de SOCIMIs no justifica el seu pes en la cartera òptima.

Les dades de rendibilitat, volatilitat i Sharpe de la cartera òptima de la selecció d'empreses del BME Growth són les següents:

Taula 23. Cartera òptima BME Growth.

CARTERA ÒPTIMA BME GROWTH	
Rendibilitat cartera	0,805%
Volatilitat	1,284%
SHARPE	0,459354

Font: Elaboració pròpia.

En aquest cas, la cartera òptima ha assolit una rendibilitat logarítmica mensual del 0,805%, una volatilitat de l'1,284% i un valor de la ràtio de Sharpe d'aproximadament 0,5. En aquesta cartera sí participen de manera decisiva SOCIMIs i contribueixen a generar aquests resultats.

4.6.3. Simulació mixta

Per poder estendre l'anàlisi més enllà de l'índex, ja sigui l'IBEX 35 o el BME Growth, s'ha realitzat una darrera simulació amb les dades de freqüència mensual de les societats analitzades en les darreres simulacions, un total de 56 societats.

Després de realitzar els mateixos càlculs de rendibilitat dels títols, rendibilitat mitjana de la cartera, volatilitat de la cartera i maximització de la ràtio de Sharpe, la cartera òptima resultant té la següent ponderació:

Taula 24. Ponderacions cartera òptima IBEX 35 i BME Growth.

	VIVENIO	B SABADELL	IBERDROLA	INDRA	ROVI	ALTIA	FIDERE PATRIMO NIO SOCIMI	SECUOYA CONTENT GROUP	CLERHP ESTRUCT URAS	TANDER INVERSIO NES, SOCIMI	ADVERO PROPERTI ES SOCIMI	MAKING SCIENCE	INVERSA PRIME SOCIMI
PONDERACIONS CARTERA ÒPTIMA	6,459%	3,063%	0,325%	0,983%	2,343%	5,031%	1,451%	4,135%	0,007%	5,352%	69,449%	0,795%	0,607%

Font: Elaboració pròpia.

Sobre aquesta cartera òptima s'extreu que les SOCIMIs tenen un pes molt rellevant, amb un 83,32% aproximadament repartit entre 5 societats. Aquest protagonisme es deu a l'impacte de les SOCIMIs del BME Growth, especialment Advero Properties, que torna a ser la societat amb més pes, concretament un 69,5% aproximadament. A part de la naturalesa de l'activitat de cada societat, sobta el fet que de les 13 empreses que formen la cartera òptima, 9 formen part del BME Growth. En aquest cas s'elimina el factor de superioritat numèrica de les SOCIMIs, ja que del total de 56 societats, únicament hi ha 19 societats d'aquest tipus.

Aquest domini de les SOCIMIs i especialment, de les societats del BME Growth, pot ser degut a l'estabilitat dels preus. El fet de no negociar diàriament els títols d'aquestes societats, en alguns casos no juga com un factor negatiu, ja que els preus es mantenen o segueixen una tendència a l'alça. Prenent com a exemple Advero Properties, aquesta societat assoleix una rendibilitat logarítmica mensual mitjana del 0,775%, una xifra no gaire elevada, però la seva volatilitat és del 1,50%, una xifra molt baixa en comparació a la resta de societats de la mostra. Els preus de cotització rarament disminueixen i passen de 8,25 euros per títol al gener de 2020 a 13,30 euros a finals de 2025. Hi ha d'altres societats amb una rendibilitat superior, com pot ser BBVA superant el 2%, però també assumint un risc molt major.

En maximitzar Sharpe, s'obté la cartera òptima tenint en compte l'excés de rendibilitat per unitat de risc total assumit, per això resulta en una cartera amb títols com Sabadell

o Indra amb rendiments al voltant del 2% i 2,18% respectivament, mantenint una volatilitat no gaire elevada i altres títols com Vivenio o altres SOCIMIs que tenen una inferior rendibilitat per preus i una gran estabilitat que resulta en una volatilitat molt baixa.

Les dades de rendibilitat, volatilitat i Sharpe de la cartera òptima estan resumits a la següent taula:

Taula 25. Cartera òptima IBEX 35 i BME Growth..

CARTERA ÒPTIMA MIXTA	
Rendibilitat cartera	0,867%
Volatilitat	1,320%
SHARPE	0,49420

Font: Elaboració pròpia.

La rendibilitat logarítmica mensual assolida és del 0,867%, superior a la de la cartera composta únicament per les societats del BME Growth; la volatilitat mensual és del 1,320%, superior en aquest cas a la del BME Growth i la ràtio de Sharpe resulta en 0,494 aproximadament.

5. RESULTATS

En aquest apartat es recullen tots els resultats obtinguts en els diferents estudis i anàlisis portats a terme en l'elaboració d'aquest treball.

D'una banda hi ha l'avaluació de l'impacte de l'evolució dels preus dels lloguers en els dividendes repartits per les SOCIMIs estudiades. Tot i l'aspecte legal que obliga a aquestes societats a repartir gran part dels ingressos obtinguts per rendes dels lloguers i l'assumpció de l'increment de preus dels lloguers, no hi ha hagut una translació de l'increment dels preus a un increment dels lloguers. En el període estudiat comprès entre el 2018 i el 2023, els preus dels lloguers residencials han crescut indubtablement segons les dades de l'INE, juntament amb una evolució favorable generalitzada dels segments prime; malgrat això, l'evolució de preus ha estat diferent entre sectors. Per exemple l'evolució dels preus ha estat més positiva als lloguers de logística i indústria que a les oficines i retail. En general i especialment al sector del lloguer d'oficines s'observa una disminució del valor mitjà de les operacions i el volum d'aquestes, possiblement per l'impacte de la pandèmia de la Covid. Aquesta evolució irregular entre segments ha

provocat que depenent de l'estructura d'inversió de les SOCIMIs, aquestes hagin patit més o menys la crisi, resultant en un major o menor creixement dels dividendes.

Seguint l'enfocament general del treball, és patent en les SOCIMIs un decreixement dels dividendes en l'any 2020, possiblement per l'impacte de la pandèmia. Pel que fa als títols, Merlin Properties, GMP i Castellana tenen una evolució més irregular amb grans creixements i decreixements, fet que pot indicar una major dependència del volum d'operacions que dels preus, ja que aquests no tenen una evolució tant irregular.

D'altra banda, Colonial segueix un repartiment de dividendes més regular al voltant dels 20 cèntims, fet que també indica la falta de relació directa amb l'evolució dels preus. En general, les societats no tenen una relació lineal forta amb l'Índex de Preus de la Vivenda en Lloguer, a excepció de Colonial, fet que pot indicar que l'estructura d'actius d'aquesta empresa pot estar composta per immobles residencials.

En resum, tot i l'evolució positiva dels preus d'alguns segments, no hi ha una translació directa als dividendes, ja que també hi influeixen el volum de les transaccions i el preu mitjà d'aquestes, considerant a més a més la diversificació en la inversió de les SOCIMIs que fa que hi estiguin exposades a l'evolució dels preus i volums dels diferents segments, ja siguin residencial, oficines, retail, logística o indústria.

Pel que fa a l'anàlisi dels títols i comparació amb la resta de mercat espanyol, les SOCIMIs estudiades tenen uns nivells de Dividend Yield generalment propers a la mitjana del mercat. Si bé és cert que hi ha moments on es troben per sota, també hi ha moments en què assoleixen uns nivells de rendibilitat per dividendes molt elevats com el 10,63% de Merlin el 2022 o el 9,79% de Castellana el 2025. Situant-se a prop de la mitjana i generalment, lleugerament per sota, no significa que la rendibilitat sigui dolenta, ja que cada any hi ha societats que actuen com outliers amb unes xifres molt elevades, de manera que la rendibilitat per dividendes mitjana es veu alterada.

Considerant el període 2021-2025, corresponent als darrers cinc anys, i les dades pels darrers cinc, tres i un any, s'observa que la mostra de SOCIMIs seleccionades assoleixen una rendibilitat mitjana per preus inferior a la de l'IBEX 35, arribant a ser negativa en alguns períodes, com en el cas de Colonial. Considerant la rendibilitat total (dividendes i preus), els resultats són prou similars, tot i millorar la rendibilitat, està per sota de la mitjana de l'IBEX 35.

Pel que fa al risc, Merlin i Colonial superen notablement a l'IBEX 35, mentre que les SOCIMIs del BME Growth assoleixen nivells de volatilitat molt més baixos. Aquest fet

indica que tot i una freqüència de negociació molt més baixa, limitada a uns pocs dies al mes, hi ha certa estabilitat en els preus.

Pel que fa a l'excés de rendiment per unitat de risc total assumit, veiem que en tenir una menor rendibilitat i major volatilitat que l'IBEX 35, les SOCIMIs tenen generalment un pitjor resultat de la ràtio de Sharpe. Només Castellana en el període complet dels cinc anys és capaç de superar l'índex.

Quant a la simulació i optimització de carteres, si tenim en compte únicament les empreses de l'IBEX 35 que compleixen els requisits de la mostra, la cartera òptima no està composta per cap SOCIMI. En canvi, pel que fa al BME Growth, hi ha un gran volum de SOCIMIs a l'índex i que moltes d'aquestes acaben formant la cartera òptima. Concretament les SOCIMIs suposen el 85,47%. Considerant les empreses utilitzades en les dues simulacions, és patent un fort pes de les SOCIMIs del BME Growth, especialment de la societat Advero Properties. Aquest fet implica que les SOCIMIs sí poden ser eficients i tenir un bon nivell d'excés de rendiment per unitat de risc total assumit, però dependrà més de la selecció individual de la societat que del sector en si.

A continuació es relacionaran els resultats de l'estudi amb la hipòtesi inicialment plantejada sobre si les SOCIMIs en general, i concretament la mostra analitzada, poden ser actius atractius per a incloure a la nostra cartera d'inversió.

6. CONCLUSIONS

La hipòtesi principal sobre la que es centra l'estudi, si la inversió en SOCIMIs aporta beneficis a la nostra cartera, es compleix parcialment. És així, ja que d'una banda, la majoria de les SOCIMIs estudiades, especialment Merlin Properties i Castellana assoleixen nivells de rendibilitat per dividends prou elevats i constants que poden aixecar l'interès d'aquells inversors que busquen l'obtenció d'ingressos passius com a rendes, en aquest segment, clarament les SOCIMIs guanyen atractiu. D'altra banda, pel que fa a rendiment per preus els resultats no han estat els millors i assoleixen xifres considerablement pitjors a les de l'IBEX 35.

En la part final de l'estudi, es mostra que l'èmfasi no es troba en el sector en si de les SOCIMIs, sinó en les societats que el componen. Les diferències entre les societats i la seva estructura heterogènia d'inversió en els immobles, genera una evolució irregular i una exposició a diferents riscos dins el mateix sector. Per aquest motiu, no seria correcte

fer una afirmació generalitzada sobre el sector, que inicialment podia semblar reduït i prou homogeni, en la realitat i després d'haver realitzat l'estudi, ha resultat ser molt ampli amb moltes societats amb diferents especialitzacions ja sigui en residencial, oficines, retail, logística, etc.

En fer una maximització prenent el binomi rendibilitat-risc han sorgit noves SOCIMIs com Advero Properties, que són menys conegudes i formen part del BME Growth, que obtenen uns resultats sorprenents i millors a moltes empreses que poden formar part de l'IBEX 35 i ser al centre d'atenció de molts inversors. Per això és clau fer una bona selecció de les societats en què s'inverteix, un aspecte explicat superficialment i a aprofundir per a futurs estudis.

Igualment cal tenir en compte que la estabilitat o baixa volatilitat de molts títols del BME Growth no té perquè indicar un menor risc, ja que en operar en fixing o open però amb un baix volum d'operacions, implica també un major risc de liquiditat.

També s'ha presentat com a problema o limitació l'accés a la informació de cotització d'empreses de l'antic mercat alternatiu i l'índex borsari IBEX Growth Market All Share. En cas de disposar de bases de dades més àmplies, seria interessant repetir l'estudi amb més societats, especialment del BME Growth per els resultats obtinguts.

En resum, les SOCIMIs sí poden resultar atractives i ser ventajoses per generar rendiments regulars, actuant com una renda, però pel que fa als rendiments per preus els resultats són negatius en comparació a l'IBEX 35. Les societats del BME Growth, obtenen una millor volatilitat però a costa d'assumir un major risc de liquiditat per la seva poca freqüència de negociació. Determinar si pot ser atractiu o no invertir en SOCIMIs haurà de determinar-se en funció del criteri de cada inversor, depenent del que valori més, però està clar que tenint en compte l'excés de rendiment per unitat de risc total assumit, hi ha alguna SOCIMI, especialment del BME Growth, que obtenen xifres molt positives que les situen dintre de la cartera eficient simulada. Pels inversors que valorin els ingressos passius com a renda i una certa estabilitat, tenint en compte que és renda variable, pot resultar atractiva la inversió en SOCIMIs.

7. BIBLIOGRAFIA

Activos Prime: Inversión en inmuebles de lujo en España | HOMETY. (s. d.). *HOMETY*. Recuperat el 13 de desembre de 2025, de <https://homety.es/activos-prime-inversion-en-inmuebles-de-lujo-en-espana/>

Allen, M. T., Madura, J., i Springer, T. M. (2000). REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 21(2), 141–152.

Asociación de Socimis (ASOCIMI). (s. d.). *Sobre las SOCIMI*. Recuperat l'11 de novembre de 2025, de <https://asocimi.org/sobre-las-socimi/>

Banco de España. (2020). Evolución reciente de las SOCIMI en España. *Boletín Económico*, (3), 1-17.

Ben-Shahar, D., Sulganik, E., i Tsang, D. (2011). Funds From Operations versus net income: Examining the dividend-relevance of REIT performance measures. *Journal of Real Estate Research*, 33(3), 415–441. <https://doi.org/10.1080/10835547.2011.12091308>

BME Growth. (s. d.-a). *Ficha de CASTELLANA PROPERTIES SOCIMI, S.A.* Recuperat el 28 de febrer de 2026, de [https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/CASTELLANA PROPERTIES SOCIMI S A ES0105360004.aspx#ss_perfil](https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/CASTELLANA_PROPERTIES_SOCIMI_S_A_ES0105360004.aspx#ss_perfil)

BME Growth. (s. d.-b). *Ficha de GENERAL DE GALERIAS COMERCIALES, S.A.* Recuperat el 28 de febrer de 2026, de [https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/GENERAL DE GALERIAS COMERCIALES S A ES0105195004.aspx#ss_documentacion](https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/GENERAL_DE_GALERIAS_COMERCIALES_S_A_ES0105195004.aspx#ss_documentacion)

BME Growth. (s. d.-c). *Ficha de GMP PROPERTY SOCIMI, S.A.* Recuperat el 28 de febrer de 2026, de [https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/GMP PROPERTY SOCIMI S A ES0105134011.aspx#ss_perfil](https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/GMP_PROPERTY_SOCIMI_S_A_ES0105134011.aspx#ss_perfil)

BME Growth. (s. d.-d). *Ficha de VIVENIO RESIDENCIAL SOCIMI*, S.A. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de https://www.bmegrowth.es/esp/Ficha/VIVENIO_RESIDENCIAL_SOCIMI_S_A_ES0105384004.aspx

BME Sociedad de Bolsas. (s. d.). *Estudios y publicaciones*. Recuperat el 24 de març de 2026, de <https://www.bolsasymercados.es/es/estudios-y-publicaciones.html>

Banco de España. (2009). Evolución reciente de las SOCIMI en España. Artículos Analíticos. *Boletín Económico* 3/2020.

Bolsas y Mercados Españoles. (2020). *Informe de Mercado 2020*.

Bolsas y Mercados Españoles. (2021). *Informe de Mercado 2021*.

Bolsas y Mercados Españoles. (2022). *Informe de Mercado 2022*.

Bolsas y Mercados Españoles. (2023). *Informe de Mercado 2023*.

Bolsas y Mercados Españoles. (2024). *Informe de Mercado 2024*.

Bolsas y Mercados Españoles. (2025). *Informe de Mercado 2025*.

Bolsas y Mercados Españoles i JLL. (2021). SOCIMIS: Un futuro sostenible. Informe España 2021.

CaixaBank Research. (2025). *Situació i perspectives*.

Capozza, D. R., i Lee, S. (1996). Portfolio Characteristics and Net Asset Values in REITs. *The Canadian Journal of Economics*, 29, S520. <https://doi.org/10.2307/136100>

Capozza, D., i Korean, S. (1995). Property Type, Size and REIT Value. *Journal of Real Estate Research*, 10(4), 363–379. <https://doi.org/10.1080/10835547.1995.12090794>

Castellana Properties. (s. d.). *Castellana Properties*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://www.castellanaproperties.es/es>

CBRE Spain. (2023). *Oficinas, datos de mercado - Figures cuarto trimestre 2022 España*. Recuperat el 23 de març de 2026, de <https://www.cbre.es/insights/figures/datos-de-mercado-oficinas-figures-cuarto-trimestre-2022-espana>

CBRE Spain. (2024-a). *Industrial y Logístico, datos de mercado - Figures cuarto trimestre 2023 España*. Recuperat el 24 de març de 2026, de <https://www.cbre.es/insights/figures/datos-de-mercado-industrial-y-logistico-figures-cuarto-trimestre-espana-2023>

CBRE Spain. (2024-b). *Oficinas, datos de mercado - Figures cuarto trimestre 2023 España*. Recuperat el 23 de març de 2026, de <https://www.cbre.es/insights/figures/datos-de-mercado-oficinas-figures-cuarto-trimestre-espana-2023>

CBRE Spain. (2024-c). *Retail, datos de mercado - Figures cuarto trimestre 2023 España*. Recuperat el 24 de març de 2026, de <https://www.cbre.es/insights/figures/datos-de-mercado-retail-figures-cuarto-trimestre-espana-2023>

Central Business District (CBD). (2023). *CRE Daily*. Recuperat el 23 de març de 2026, de <https://www.credaily.com/terms/central-business-district-cbd/>

Clayton, J., i MacKinnon, G. H. (2000). Explaining the Discount to NAV in REIT Pricing: Noise or Information? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.258268>

Clifford Chance. (2013). *Client Briefing*. www.cliffordchance.com

Colonial. (s. d.). *Sobre nosaltres*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://www.colonial-sfl.com/ca/sobre-nosaltres>

Colonial se convierte en la Socimi número 39 de la Bolsa. (s. d.). *Expansión*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/06/29/5954f89746163fc4178b464c.html>

Corporate Finance Institute. (s. d.-a). *Funds From Operations (FFO) - Formula to Measure REITs*. Recuperat el 12 de febrer de 2026, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/funds-from-operations-ffo/>

Corporate Finance Institute. (s. d.-b). *LTV (Loan-to-Value) - Overview, Calculating, Collateral*. Recuperat el 12 de febrer de 2026, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/loan-to-value-ratio/>

EFPA España. (s. d.). *REIT: ¿por qué invertir en el mercado inmobiliario cotizado europeo?* Recuperat el 19 de gener de 2026, de <https://www.asesoresfinancierosefpa.es/webinars/reit-por-que-invertir-en-el-mercado-inmobiliario-cotizado-europeo/>

elEconomista. (s. d.). *Socimi*. Recuperat de <https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/socimi>

elEconomista. (2025). *El mercado inmobiliario se alinea para que 2026 sea “el año de los precios históricos” de la vivienda*. Recuperat de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/13632800/11/25/el-mercado-inmobiliario-se-alinea-para-que-2026-sea-el-ano-de-los-precios-historicos-de-la-vivienda.html>

Erol, I., i Tyvimaa, T. (2020). Explaining the premium to NAV in publicly traded Australian REITs, 2008–2018. *Journal of Property Investment & Finance*, 38(1), 4–30. <https://doi.org/10.1108/JPIF-06-2019-0078>

Estrategias de Inversión. (2025). Yield o rentabilidad sobre dividendo. En *Diccionario de Análisis Fundamental*. Recuperat el 24 de febrer de 2026, de <https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/analisis-fundamental/yield-o-rentabilidad-sobre-dividendo-t-457>

Fernández, N., i Romero, M. (s. d.). *Las socimi y el mercado inmobiliario*.

General de Galerías Comerciales. (s. d.). *La Compañía*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://generaldegalerias.com/thecompany/>

Gimeno, J. F., Sáez, F. J. L., i Hernando, J. R. (2012). Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI. *Intangible Capital*, 8(2), 308–363. <https://doi.org/10.3926/ic.304>

Glisic, M. (2025). *Real Estate Investment Trusts (REITs) Capital Structure*. Theseus. <http://www.theseus.fi/handle/10024/887689>

Instituto Nacional de Estadística (INE). (s. d.-a). *Estadística experimental. Menú principal*. Recuperat el 23 de març de 2026, de https://www.ine.es/experimental/ipva/experimental_precios_vivienda_alquiler.htm

Instituto Nacional de Estadística (INE). (s. d.-b). *Índices nacionales y por comunidades autónomas: general y por tipo de edificación (59056)*. Recuperat el 12 de març de 2026, de <https://www.ine.es/jaxiT3/Datos.htm?t=59056>

Inverco. (s. d.). *Inicio*. Recuperat el 15 de març de 2026, de <https://www.inverco.es/>

J.P. Morgan. (2024). *What is debt service coverage ratio (DSCR) in real estate?* Recuperat el 24 de febrer de 2026, de <https://www.jpmorgan.com/insights/real-estate/commercial-term-lending/what-is-debt-service-coverage-ratio-dscr-in-real-estate>

Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. (2009). *Boletín Oficial del Estado*, 259. <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2009-17000>

Merlin Properties. (s. d.-a). *Conócenos*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://www.merlinproperties.com/conocenos/>

Merlin Properties. (s. d.-b). *Investor Relations / Filings / Financial statement*. Recuperat el 21 de gener de 2026, de <https://financialreports.eu/companies/merlin-properties-socimi-sa/>

PricewaterhouseCoopers. (2025). *Informe de auditoría independiente de cuentas anuales consolidadas: Merlin Properties SOCIMI, S.A. y sociedades dependientes*.

PricewaterhouseCoopers. (2020). *Las SOCIMI en el mercado inmobiliario español: Origen, evolución y principales rasgos*.

Professional BookKeeping Services S.L. (2021). *Socimi en España: qué es, cómo funcionan y ventajas fiscales*. In PBS.ES.

Rankia. (s. d.). *REIT: qué son, cómo funcionan y cómo invertir en ellos*. Recuperat l'11 de novembre de 2025, de <https://www.rankia.com/blog/real-estate/5099638-reit-que-son-como-funcionan-invierte-ellos>

Roig Hernando, J., i Soriano Llobera, J. M. (2015). Liquidez y cotización respecto al valor neto de los activos de los REIT españoles (las SOCIMI). *Revista Europea de Dirección y Economía de La Empresa*, 24(2), 92–107. <https://doi.org/10.1016/J.REDEE.2014.09.005>

Tesoro Público. (s. f.). *Resultats últimes subhastes*. Recuperat el 26 de març de 2026, de <https://www.tesoro.es/ca/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/bonos-del-estado>

Valencia Plaza. (s. d.). *Quién es Tomás Olivo, el empresario que ha comprado el centro comercial de Turianova*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://valenciaplaza.com/valenciaplaza/plaza-inmobiliaria/quien-es-tomas-olivo-el-empresario-que-ha-comprado-el-nuevo-centro-comercial-de-valencia-a-aq-acentor>

Valentín, D., i Nazábal, R. (s. d.). *La aparición de las SOCIMIs y la recuperación del sector inmobiliario español*.

Valls, M. G. (2025). “Entre los 800.000 euros y dos millones, se vende todo en Barcelona”: la escasez de vivienda llega al lujo y empuja los precios al alza. *La Vanguardia*. Recuperat l'11 de novembre de 2025, de <https://www.lavanguardia.com/economia/20251110/11246633/escasez-vivienda-extiende-lujo-empuja-precios-alza.html>

Vivenio Residencial. (s. d.). *Sobre nosotros*. Recuperat el 28 de febrer de 2026, de <https://www.vivenio.com/nosotros>

XTB. (s. d.). *¿Qué es el Ratio de Sharpe y cómo se calcula?* Recuperat el 8 d'abril de 2026, de <https://www.xtb.com/es/educacion/ratio-de-sharpe>

Yahoo Finance. (s. d.). *MERLIN Properties SOCIMI, S.A. (MRL.MC) Valuation Measures & Financial Statistics*. Recuperat el 24 de febrer de 2026, de <https://finance.yahoo.com/quote/MRL.MC/key-statistics/>

¿Qué son las Socimis? (s. d.). *BBVA*. Recuperat l'11 de novembre de 2025, de <https://www.bbva.com/es/que-son-las-socimis/>