

Situación y perspectivas del saneamiento inmobiliario del sector financiero español

José García Montalvo*

En este artículo se presenta un análisis del proceso de reducción y saneamiento del riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas. La expansión inmobiliaria que tuvo lugar desde comienzos de los años 2000 hasta 2007 aumentó significativamente la concentración del riesgo del sector bancario español en las actividades de construcción e inmobiliarias en general. En el punto álgido del proceso, el 50% del crédito a las actividades productivas de las entidades de depósito estaba concentrado en los sectores de la construcción y las actividades inmobiliarias. Añadiendo el volumen de las hipotecas para adquisición de viviendas, en 2007 se alcanzó el billón de euros de exposición. Desde el comienzo de la crisis financiera se ha producido una significativa reducción del peso de la financiación a la construcción y las actividades inmobiliarias en el conjunto de los créditos a las actividades productivas, aunque no fue hasta finales del 2012 cuando el proceso se acelera significativamente. Este artículo hace un recorrido sobre los últimos años del proceso de saneamiento del riesgo inmobiliario de las entidades financieras españolas. En primer lugar se realiza una descripción de la situación del sector inmobiliario español para contextualizar el proceso. En segundo lugar se presentan los hechos básicos en el desapalancamiento inmobiliario de las entidades financieras españolas y los principales procesos. Finalmente el artículo termina con un apartado de conclusiones.

El contexto del mercado inmobiliario

Con la ralentización de la demanda de vivienda y el comienzo de la crisis financiera en España el sector inmobiliario comenzó un vía crucis que se tradujo inicialmente en una rápida caída de las

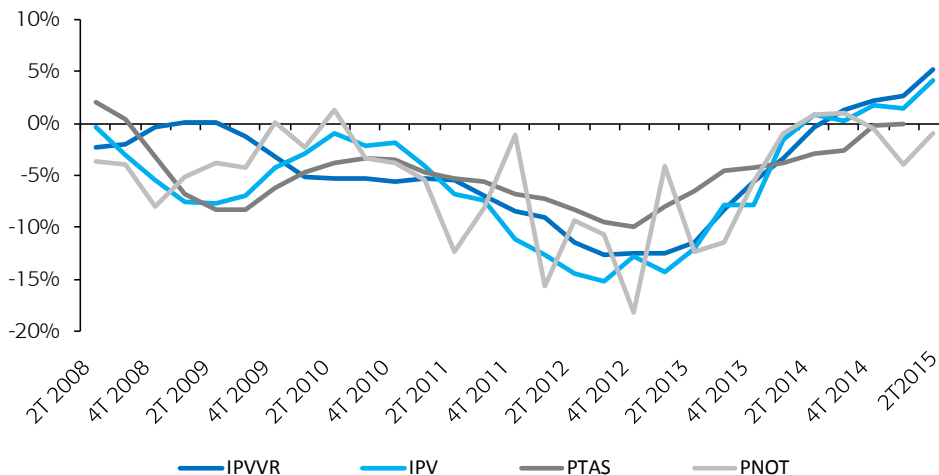
transacciones inmobiliarias y de la iniciación de viviendas sin una significativa caída de los precios. El proceso de reducción de precios se acelera a finales de 2011 y especialmente en 2012 y 2013. La pequeña caída acumulada hasta 2011 se convierte en una espiral que lleva a los precios

* Catedrático de Economía, Universitat Pompeu Fabra.

Gráfico 1

Evolución del precio de la vivienda

(Tasa de variación interanual)



Fuentes: Ministerio de Fomento, INE, Colegio de Registradores y Colegio General del Notariado.

a perder acumuladamente proporciones similares a otros países (entre el 30% y 45% dependiendo del índice elegido). En este proceso de lento retroceso inicial de los precios y caída acelerada a partir de 2012 tiene una gran influencia la evolución del sector financiero, como se comenta con posterioridad. En 2014 se comienza a producir la estabilización de los precios como muestra el gráfico 1.

El gráfico 1 muestra que a finales de 2014 los precios se habían estabilizado y en el primer semestre de 2015 crecen de forma consistente. El IPVVR (Índice de precios de ventas de viviendas repetidas del Colegio de Registradores) indica un crecimiento de precios ya elevado en el segundo trimestre de 2015 que alcanza el 5,1%. Utilizando los mismos datos de base¹ el IPV (Índice de precios de la vivienda del Instituto Nacional de Estadística, INE) muestra una visión algo más moderada aunque alcanza el 4,2% a finales del junio. El índice de precios de tasación del Ministerio de Fomento (PTAS) muestra una estabilización completa durante los últimos dos trimestres. Es interesante señalar que, a diferencia de lo sucedido durante la expansión inmobiliaria cuando los precios de tasa-

ción crecían inflados por incentivos perversos en la financiación hipotecaria (García Montalvo y Raya, 2012), con posterioridad a los decretos de 2012 y las limitaciones a la propiedad de las sociedades de tasación se produjo el proceso contrario: los precios de tasación tendieron a infravalorar la garantía que proporcionaba el colateral inmobiliario. Por último, los precios del Colegio General del Notariado (PNOT) siguen mostrando caídas, aunque muy moderadas.

El gráfico 2 presenta la evolución de las compraventas². En el mismo se muestran tres fases. Tras el comienzo de la crisis inmobiliaria se produjo una caída rápida de las transacciones. La posterior recuperación de las tasas de crecimiento coincide con una recuperación breve de la economía española y, sobre todo, con la anticipación del fin de la desgravación a la vivienda. Durante 2014 y especialmente en 2015, se produce un relanzamiento de las compraventas de viviendas que en la actualidad crecen en el entorno del 10%.

En cualquier caso esta tasa de crecimiento está muy condicionada por el bajo nivel de compraventas de viviendas en los peores años de la crisis. En

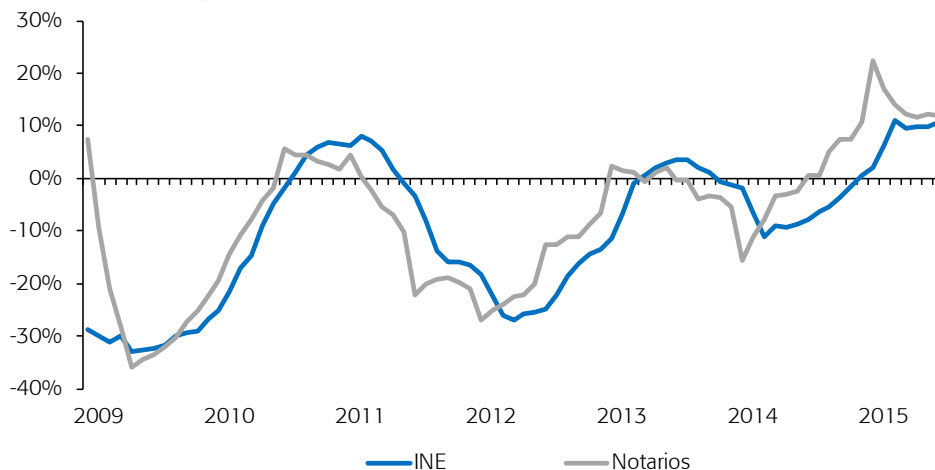
¹ El IPVVR utiliza la metodología de ventas repetidas para homogeneizar la calidad de las viviendas que se incluyen en su cálculo, mientras que el IPV utiliza procedimientos hedónicos.

² El gráfico muestra con claridad el decaje entre las series de notarios y registradores (INE).

Gráfico 2

Evolución de las compraventas de viviendas

(Tasas de crecimiento medio anual)



Fuentes: INE y Colegio General del Notariado.

los seis primeros meses de 2015 se han vendido un 41% de viviendas de las vendidas en el primer semestre de 2007.

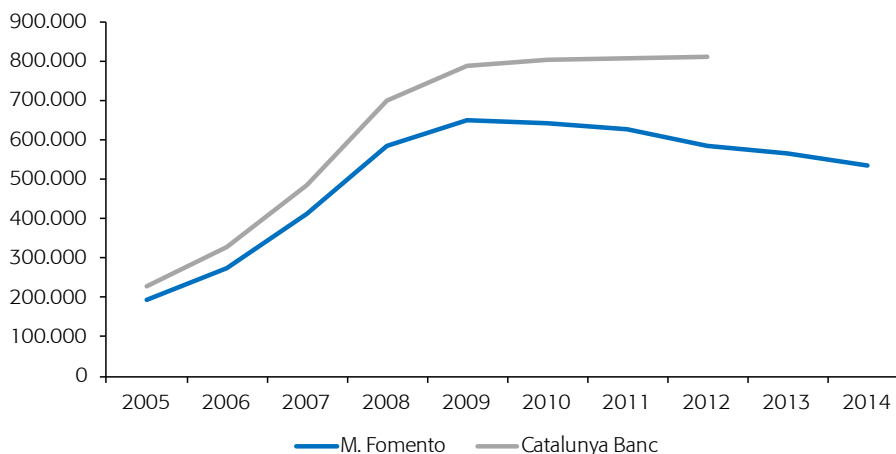
El último factor importante para caracterizar la situación del sector inmobiliario español es la evolución del inventario de viviendas nuevas por vender. El gráfico 3 muestra la evolución de dos

estimaciones alternativas³ de dicho inventario. El gráfico señala que se está produciendo una caída del inventario pero a un ritmo muy lento. Según los datos del Ministerio de Fomento, en 2014 se produjo una reducción de tan solo el 5%. Ciertamente parte de estas viviendas están localizadas en zonas donde no existe demanda y, seguramente, no existirá en muchos años. Algunas esti-

Gráfico 3

Inventario de viviendas nuevas por vender

(Unidades)



Fuentes: Ministerio de Fomento y Catalunya Banc.

³ Las diferencias entre distintas estimaciones del *stock* de viviendas por vender dependen fundamentalmente del tratamiento que se hace de las viviendas en autopromoción.

maciones evalúan esta proporción en el 30%. No obstante el ritmo de desaparición del excedente de viviendas nuevas ha sido hasta el momento lento a pesar del aumento reciente de las compraventas. Además García Montalvo (2012) muestra que existe una elevada correlación entre la caída de precios y el volumen del inventario nuevo por vender por provincias.

En resumen, el sector inmobiliario continúa desperezándose. La situación coyuntural del sector y las expectativas sobre su evolución futura tienen gran trascendencia en la estrategia de las entidades financieras respecto a su gestión del riesgo inmobiliario. La venta de viviendas está subiendo al 10% aunque los precios están bastante estabilizados, si bien algunos indicadores muestran subidas ya significativas⁴. Estas expectativas de mejora del sector, en particular de futuras subidas de precios, han generado una cierta controversia sobre la posibilidad de que las entidades financieras hubieran reducido el ritmo de venta de sus viviendas en espera de mejores precios. Lo cierto es que aunque los signos son positivos todavía estamos

Aunque muchos de sus indicadores crecen a dos dígitos, el sector inmobiliario simplemente está retornando a la normalidad tras unos años de bajísima actividad. Así, la compraventa de viviendas sube algo por encima del 10%, pero dichas transacciones representan en el primer trimestre de 2015 solo el 41% de las realizadas en el mismo trimestre de 2007. Y a pesar de la reciente subida de precios, estos todavía están un 33% por debajo de su máximo.

alejados de una expansión excesiva del sector inmobiliario. Es cierto que muchos indicadores del sector crecen a dos dígitos, pero parece que la industria inmobiliaria simplemente está retornando a la normalidad tras unos años de bajísima actividad. La compraventa de viviendas está subiendo algo por encima del 10%, pero —como

hemos dicho— dichas transacciones representan en el primer trimestre de 2015 tan solo el 41% de las realizadas en el primer trimestre de 2007. La iniciación de viviendas crece al 15%, pero son solo el 5% de los visados de los buenos tiempos. Es verdad que el sector de la construcción y los servicios inmobiliarios ha creado 125.000 empleos en el último año, pero había perdido 1,7 millones desde el comienzo de la crisis. El empleo en el sector se ha reducido del 14% del total al 7%. Y a pesar de la subida de precios del último semestre, estos todavía están un 33% por debajo de su máximo. Por tanto hablar de un nuevo “ladrillazo” no se corresponde con la situación del sector inmobiliario dados los indicadores disponibles.

La evolución del riesgo inmobiliario en el sector bancario

El sector de la construcción y los servicios inmobiliarios llegó a concentrar el 50% del crédito total a las actividades productivas de las entidades de depósito españolas. Desde el comienzo de la crisis financiera esta proporción se está reduciendo, aunque de forma muy desigual en el tiempo entre los dos sectores. La reducción viene justificada por el deseo de las entidades de disminuir su riesgo inmobiliario y también por los compromisos adquiridos en los planes de reestructuración de las entidades nacionalizadas que incluían límites al riesgo con constructores y promotores.

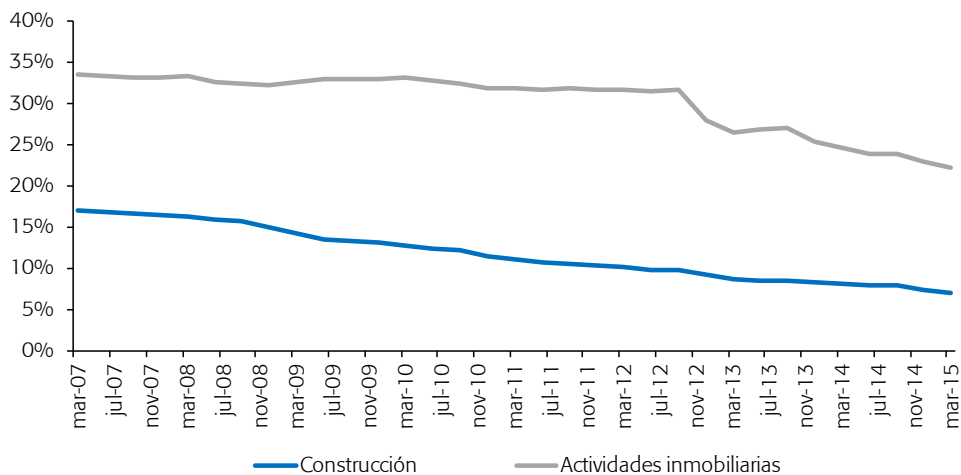
El gráfico 4 muestra la evolución de la proporción que la construcción y las actividades inmobiliarias representan en el crédito a las actividades productivas de las entidades de depósito españolas. El crédito a la construcción tuvo una reacción rápida de disminución desde el comienzo de la crisis inmobiliaria. De los 150.000 millones de euros que alcanzaba en junio de 2008 pasó a 100.000 en septiembre de 2011. La reducción del crédito a actividades inmobiliarias fue mucho más lenta. De hecho las actividades inmobiliarias

⁴ Los indicadores que muestran tasas significativas de crecimiento seguramente asignan pesos altos a ciudades como Madrid y, especialmente, Barcelona, donde existen las mayores tensiones de precios.

Gráfico 4

Exposición crediticia al sector de la construcción y de actividades inmobiliarias

(En porcentaje sobre el crédito total productivo)



Fuente: Banco de España.

continuaron acumulando crédito hasta junio de 2009. En ese momento alcanzaron los 320.000 millones. En septiembre de 2011 todavía se encontraba en los 300.000 millones. El año 2012 marca el comienzo de la reducción significativa del riesgo en el sector de actividades inmobiliarias. En marzo de 2015 el crédito a la construcción y actividades inmobiliarias representaba el 29% del crédito productivo total, unos 190.000 millones, habiendo perdido 21 puntos desde el máximo. Esto significa un 40% del crédito a construcción y actividades inmobiliarias alcanzado en el punto máximo⁵.

El sector financiero está viviendo un proceso que se podría calificar de destrucción creativa del crédito, al reorientarse hacia empresas con mayor productividad que operan en los sectores más dinámicos y que tienen mayor rentabilidad y menor endeudamiento.

El crédito a la financiación de la vivienda por parte de los hogares también ha sufrido una reducción, pero mucho menor (13%) y todavía representa el 87% del punto máximo de la expansión. En su conjunto, el crédito a la construcción, actividades inmobiliarias y financiación a la vivienda

para los hogares llegó a representar en torno al 100% del PIB en 2008. En marzo de 2015 esta proporción había bajado al 70%.

Este proceso que está viviendo el sector financiero se podría calificar de destrucción creativa del crédito, pues se está produciendo una reorientación del mismo hacia empresas con mayor productividad, que operan en los sectores más dinámicos y que tienen mayor rentabilidad y menor endeudamiento (Banco de España, 2014). Es importante tener también en cuenta que parte de la reducción del crédito a sociedades no financieras de más de un millón de euros, que es el único segmento donde no crecen las operaciones nuevas de crédito, se debe a la sustitución de la financiación bancaria por el recurso al mercado de renta fija o a préstamos procedentes de otros países.

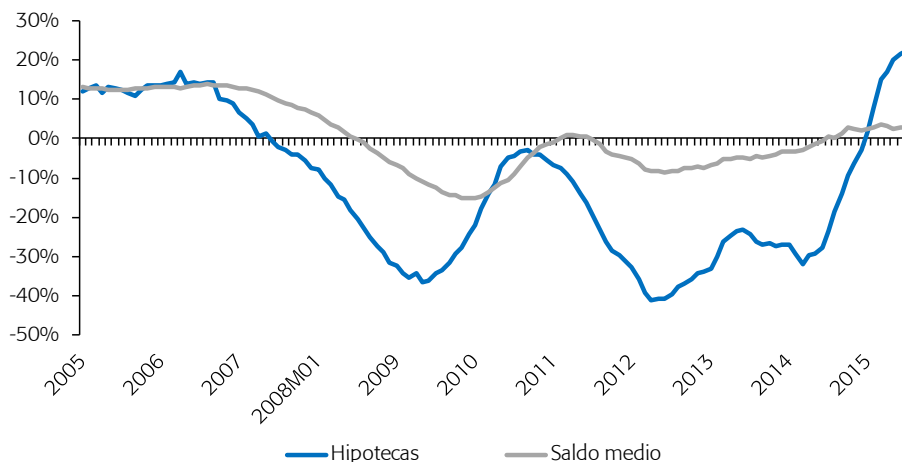
El gráfico 5 muestra la significativa mejora que se ha producido en la concesión de nuevos créditos para vivienda por parte de los hogares, aunque el crédito total para adquisición y rehabilitación de vivienda seguía cayendo al final de marzo al 4,3%. El crecimiento en la nueva concesión de créditos coincide con la mejora de los indicadores de la economía española y la creciente competencia de las entidades financieras en las ofertas de créditos

⁵ La contracción sería del 50% si se corrige por la transferencia de préstamos a Sareb.

Gráfico 5

Nuevos créditos hipotecarios para financiación de la vivienda de los hogares

(Tasa de variación interanual)



Fuente: INE.

hipotecarios. Si bien es cierto que la competencia es muy intensa en términos de precios, con diferenciales que han bajado al entorno de un punto o punto y medio, no es menos cierto que no parece que dicha competencia se haya extendido a los criterios de concesión de créditos.

La evolución de la morosidad inmobiliaria

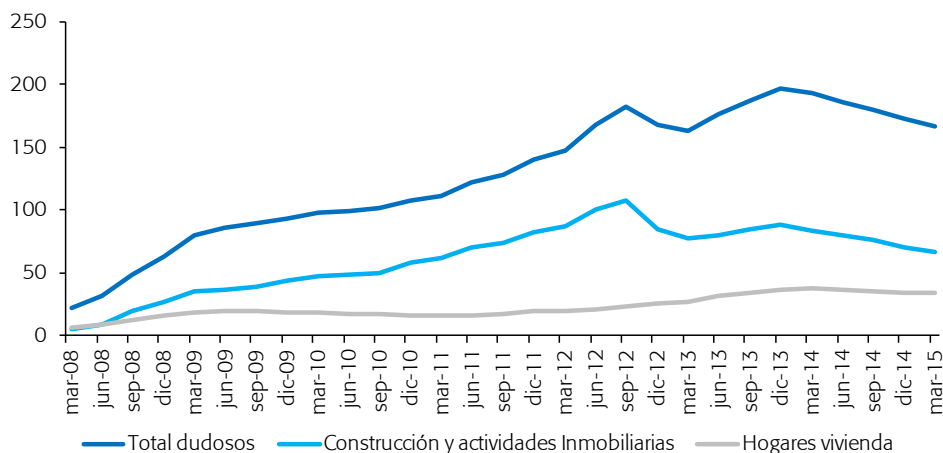
En el proceso de saneamiento inmobiliario de los balances bancarios es importante analizar la evolución de la morosidad por segmentos. Los

activos dudosos del crédito al sector privado residente se redujeron en 24.000 millones de euros durante 2014, siendo este el primer año en que se observa dicha tendencia tras el comienzo de la crisis. La disminución de los activos dudosos se produjo de forma generalizada entre las entidades reduciendo la dispersión respecto al año anterior. El gráfico 6 muestra la evolución de los créditos dudosos de las entidades financieras españolas, apreciándose al menos tres fases destacables. La primera muestra un significativo incremento del

Gráfico 6

Evolución de los créditos dudosos

(Miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

saldo de dudosos hasta finales de 2012. La transferencia de créditos a Sareb se refleja en la caída de la morosidad a finales de 2012⁶. A principios de 2014 comienza una reducción del volumen de dudosos que también se percibe con claridad en los créditos al sector de la construcción y actividades inmobiliarias. La reducción de los dudosos se produce por múltiples mecanismos. Una parte acaban pasando a fallidos, mientras otra parte pueden considerarse "curados" y salen de la clasificación de dudosos. Las ventas de paquetes de créditos dudosos y participadas inmobiliarias junto con la cancelación de deudas por adjudicación de inmuebles también reducen los activos clasificados como morosos aunque, en el último caso, no reducen el riesgo inmobiliario. El gráfico 7 muestra la evolución de la tasa de morosidad. En primer lugar se observa una caída menos pronunciada que en los valores absolutos por el descenso del crédito total. En segundo lugar la tasa de dudosos de empresas de la construcción y actividades inmobiliarias, que llegó al 37%, ha bajado hasta el 34%, aunque sigue siendo muy elevada. La morosidad de los hogares por créditos para la adquisición/rehabilitación de vivienda se mantiene en torno al 5,9%.

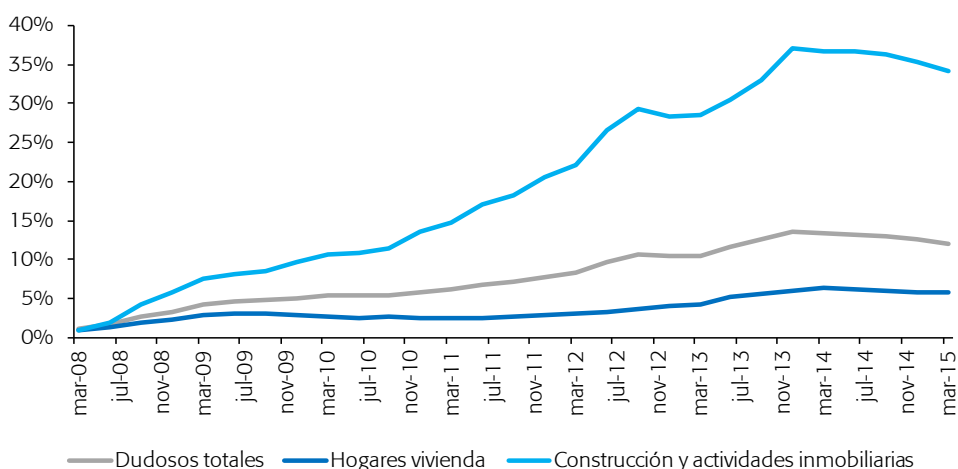
Para analizar con más detalle la evolución reciente de la morosidad el gráfico 8 muestra la tasa de variación interanual de los activos dudo-

La tasa de variación interanual de los activos dudosos crecía al 13,8% en marzo de 2014, mientras en marzo de 2015 disminuía a un ritmo del 15,4%. La mayor caída de la morosidad corresponde a los créditos a la construcción y actividades inmobiliarias, que reducen sus dudosos a una tasa interanual del 21,3%.

sos por finalidad del crédito. La morosidad total estaba aumentando al 13,8% en marzo de 2014 mientras en marzo de 2015 cae al -15,4%. La mayor caída de la morosidad corresponde a los créditos a la construcción y actividades inmobiliarias que reducen sus dudosos al 21,3% (casi el triple de la tasa de reducción de otras financiaciones a empresas no financieras). El crédito a las familias por financiación de la vivienda aumentaba rápidamente en marzo de 2014 para mostrar en marzo de 2015 una pequeña reducción interanual del 3,6%.

Gráfico 7

Evolución de la tasa de morosidad

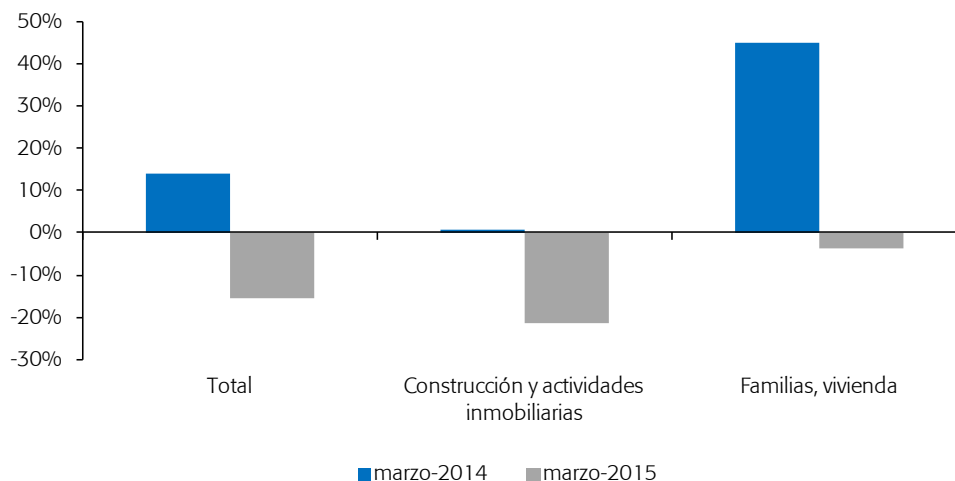


Fuente: Banco de España.

⁶ Las entidades del Grupo 1 y 2 traspasaron 90.765 activos financieros con valor neto superior a los 250.000 euros por un valor total de 39.438 millones de euros (valor bruto de 74.740 millones).

Gráfico 8

Tasa de variación interanual de los activos dudosos por finalidad del crédito



Fuente: Banco de España.

Refinanciaci3nes y reestructuraciones del riesgo inmobiliario

Durante los primeros compases de la crisis, las entidades financieras recurrieron a la refinanciación de muchos créditos. Por este motivo una dimensi3n interesante en la evoluci3n del saneamiento inmobiliario de la banca espa1ola es el an1lisis de la evoluci3n de los refinanciados y reestructurados. A raíz del *Memor1ndum de Entendimiento* (MOU) firmado entre las autoridades espa1olas y la UE se adoptan medidas para mejorar la informaci3n disponible sobre operaciones refinanciadas y reestructuradas. La Circular del Banco de Espa1a 6/2012 define con precisi3n ambos tipos de operaciones y obliga a los bancos a informar sobre sus importes, clasificaci3n del riesgo (normal, subest1ndar o dudoso) as1 como su finalidad y coberturas. La partida de refinanciados y reestructurados alcanzaba en diciembre de 2013 los 211.000 millones, representando los pr3stamos para construcci3n y actividades inmobiliarias un 27% del total y los pr3stamos a los hogares para viviendas otro 27%. En diciembre de 2014 el total de refinanciados y reestructurados era de 201.000 millones, representando el sector de construcci3n

y actividades inmobiliarias el 22,6% y los pr3stamos a hogares para viviendas el 25,9%. Entre los refinanciados a la construcci3n y actividades inmobiliarias un 75% estaban clasificados como dudosos y un 13% como subest1ndar. En el otro sector, pr3stamos para hogares por adquisici3n y rehabilitaci3n de vivienda, el 39% era dudoso y el 15% subest1ndar.

Los activos inmobiliarios adjudicados

Otro componente importante de riesgo inmobiliario de las entidades financieras espa1olas es la adjudicaci3n de activos inmobiliarios. Desde el comienzo de la crisis financiera los adjudicados han aumentado significativamente el volumen de inmuebles en los balances de dichas entidades hasta alcanzar casi los 100.000 millones durante el primer semestre de 2012 (gr1fico 9). Con posterioridad, se traspasaron a Sareb los activos inmobiliarios adjudicados con valor superior a 100.000 millones de las entidades del grupo 1 (BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco-Banco Gallego y Banco de Valencia) y grupo 2 (BMN, Ceiss, Liberbank y Caja3) lo que justifica la ca3da de los adjudicados que se observa en el segundo semestre de 2012⁷ y el primer semestre de 2013⁸.

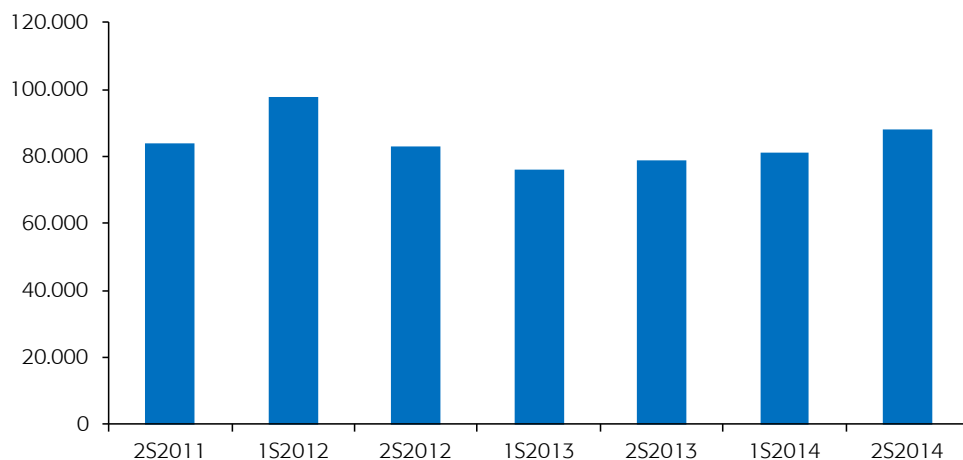
⁷ La fecha del traspaso de los activos de las entidades del grupo 1 es el 31 de diciembre de 2012.

⁸ La fecha oficial del traspaso de los activos de las entidades del grupo 2 es el 28 de febrero de 2013.

Gráfico 9

Evolución de los activos adjudicados en las entidades de depósito

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

Cuadro 1

Activos adjudicados por grupos bancarios

(Millones de euros)

	1S2015			2014	
	Coste adquisición	Cobertura	Suelo* (%)	Coste adquisición	Cobertura
Popular	16.210	6.344	34,16	15.457	6.162
Sabadell ¹	14.438	6.786	43,53	13.949	6.564
BBVA ²	16.119	8.984	27,23	15.884	8.352
Santander ³	10.381	5.477	41,54	9.760	5.163
Grupo CaixaBank ⁴	17.862	10.087	26,73	16.470	9.007
Abanca	1.009	551	3,80	937	505
Unicaja	2.720	1.556	28,78	2.634	1.512
BFA-Bankia ⁵	4.411	1.687	2,12	4.634	1.750
Bankinter	576	222	8,39	586	229
BMN	1.643	633	13,96	1.486	574
Liberbank	2.849	1.247	30,84	2.601	1.188
Kutxabank ⁶	1.606	813	50,19	3.108	1.509
Ibercaja	1.883	960	38,89	1.837	922
Total	91.707	45.347		89.343	43.437
Total - ex Kutxabank	90.101	44.534		86.235	41.928

Notas: Datos obtenidos de los Informes Financieros del primer semestre de 2015.

* Porcentaje de suelo (en VCN) en los activos inmobiliarios procedentes de financiación a empresas de construcción e inmobiliarias sobre valor contable neto de los adjudicados.

¹ No se incluye la financiación de sociedades participadas que no consolidan.² Incluye Catalunya Banc.³ No incluye el apartado de instrumentos de capital, participaciones y financiaciones a sociedades no consolidadas tenedoras de activos.⁴ Excluye una parte clasificada como Activo material - inversiones inmobiliarias (3.062 millones en el 1S2015 y 2.771 a finales de 2014) e incluye los derechos de remate de inmuebles procedentes de subastas (766 millones en 1S2015 y 745 a finales de 2014). El valor bruto se ha calculado utilizando la cobertura con el mismo criterio que las cuentas de 2014.⁵ Excluye una parte clasificada como Activo material - inversiones inmobiliarias y resto de activos - existencias.⁶ Excluye los activos transmitidos a Lone Star en el grupo Neinor.

En total Sareb recibió 107.446 activos inmobiliarios con un valor a coste de adquisición de 11.343 millones de euros⁹. Con posterioridad al traspaso a Sareb, el proceso de acumulación de adjudicados continuó en las entidades financieras españolas. La tendencia al crecimiento de los activos adjudicados persiste en el primer semestre de 2015 como muestra el cuadro 1. Es difícil sintetizar los datos sobre adjudicados de las distintas entidades dado que, a pesar de existir un formato en principio homogéneo para la presentación de esta

El crecimiento de los activos adjudicados persiste en el primer trimestre de 2015. El suelo representa la proporción más elevada, alcanzando un 38% en la media del sector, aunque la distribución entre entidades es muy variable. La cobertura de los adjudicados se sitúa entre el 38% y el 55%.

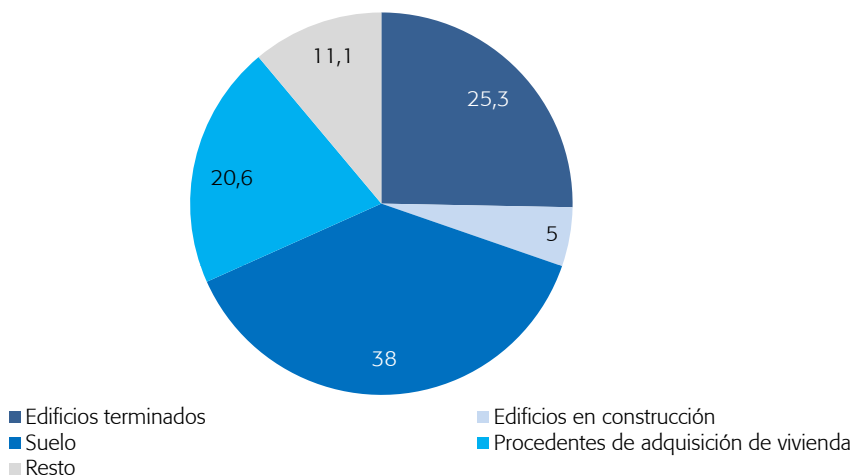
información, algunas entidades han cambiado el criterio de clasificación de algunos adjudicados o proporcionan información que no es compatible con los datos del informe financiero de 2014. El cuadro 1 presenta estimaciones para los casos en

que no se pueden comparar de forma sencilla los datos de la información semestral y los datos del informe anual de 2014. En la mayoría de los casos se ha optado por mantener la información de la comparación entre el primer semestre de 2015 y el 31 de diciembre de 2014 tal y como aparecen en el informe del primer semestre de 2015.

El cuadro 1 indica que la acumulación de activos inmobiliarios en el balance de las entidades ha continuado en el primer semestre de 2015. Eliminando la influencia del traspaso del Grupo Neinor a Lone Star, que afecta a la comparación del agregado, pues se produjo durante el primer semestre de 2015, se observa un incremento significativo de adjudicados. El gráfico 10 muestra la distribución de dichos adjudicados entre distintos activos. El suelo representa la proporción más elevada, alcanzando un 38% en la media del sector. La distribución entre entidades de la proporción del suelo sobre el total de adjudicados es muy variable. Las proporciones más bajas corresponden a Abanca y BFA-Bankia (por el traspaso a Sareb) y Bankinter. Las proporciones más altas corresponden al Banco Sabadell, por la influencia de los adjudicados de la antigua CAM, y a Kutxabank (por la distribución de activos traspasados en la venta del Grupo Neinor

Gráfico 10

Distribución de activos inmobiliarios adjudicados por tipos
(Porcentaje)



Fuentes: Informes financieros de las entidades.

⁹ Valor bruto de 32.220 millones de euros.

a Lone Star). La cobertura media de los adjudicados asciende al 49,4% aunque también en este aspecto existe bastante variabilidad entre entidades. La horquilla oscila entre el 38% y el 55%.

Las plataformas inmobiliarias

Tras una primera fase de aumento rápido de las refinanciaciones y reestructuraciones y de las adjudicaciones de inmuebles, se pasó a una segunda fase más centrada en la transmisión de activos y negocios no estratégicos. En este proceso se incluyen la transmisión de la administración y gestión, o la propiedad, de las plataformas inmobiliarias de los bancos, la venta de adjudicados, y la venta de carteras de créditos. Más recientemente se está produciendo la transformación de suelos bien localizados en promociones de viviendas que puedan ser transformadas en nuevo crédito inmobiliario.

Una de las estrategias para reducir el riesgo inmobiliario ha sido el traspaso, voluntario o forzado por las condiciones de planes de reestructuración, de la administración y gestión, o la propiedad, de plataformas inmobiliarias donde las entidades concentraban sus activos adjudicados. El cuadro 2 presenta las operaciones más destacadas. Algunas de estas operaciones estaban

ligadas a la gestión de los activos traspasados por las entidades financieras del grupo 1 y 2 a la Sareb¹⁰. La última gran operación fue la compra del Grupo Neinor (Neinor, Inverlus, CajaSur Inmobiliaria y equipo de Valle Romano) por parte de Lone Star. Con la venta de estas plataformas ya solo quedan dos entidades que sigan gestionando plataformas inmobiliarias de tamaño significativo: Anida del BBVA y Solvia del Banco de Sabadell. El traspaso inicial de la gestión de los activos de algunas de estas plataformas se ha visto modificado en sus condiciones por el cambio en la estrategia de Sareb para la comercialización de sus productos que ha concluido con la asignación a nuevos *servicers* de sus activos, tanto financieros como inmobiliarios, como resultado del proyecto Ibero que se describe más adelante. El futuro de estas plataformas pasa por su consolidación, proceso que ya ha comenzado a juzgar por la puesta a la venta de algunas plataformas de recobro e inmobiliarias que no habían alcanzado el tamaño suficiente. Además, algunos de los fondos que invirtieron en algunas de las plataformas inmobiliarias han participado exitosamente en el proyecto Ibero y han seguido comprando activos inmobiliarios y préstamos para ganar volumen y mejorar la eficiencia en la gestión de activos.

Cuadro 2

Plataformas inmobiliarias

	Vendedor	Plataforma	Precio	Proporción (%)	Comprador	Valor de los activos (mill. €)
sep-13	Bankia	Bankia Habitat	40-90		Haya Real Estate (Cerberus)	48.600 ¹
sep-13	Caixabank	Servihabitat	185/125	51	Texas Pacific Group	23.992
dic-13	Popular	Aliseda ²	715+100		Kennedy Wilson y Vårde Partners	15.850
ene-14	Santander	Altamira	664	85	Apollo	8.000
abr-14	Catalunya Banc	CXI Inmobiliaria - Anticipa	40		Blackstone ³	8.700
abr-14	BMN	Inmare División Inmobiliaria	50	82	Centerbridge	7.000
jun-14	Cajamar	Cimenta2	225+20		Haya Real Estate (Cerberus)	7.300 ⁴
may-15	Kutxabank	Grupo Neinor ⁵	930		Lone Star	
jun-15	Popular	Inmobiliaria Portugal - RECBUS	72	80	Quarteira (Carval)	

Notas:

¹ Inicialmente Cerberus asumió la gestión de 12.200 millones de activos de Bankia y 36.600 millones de inmuebles y préstamos promotor traspasados a Sareb.

² La venta del Popular incluye 9.350 millones en créditos y 6.500 millones de inmuebles.

³ En García-Montalvo (2013) se señala a Kennedy Wilson and Vårde Partners como compradores. El acuerdo inicial no se perfeccionó.

⁴ Es el valor de la cartera crediticia para la gestión de recuperaciones. Además se traspasa la gestión de los activos inmobiliarios.

⁵ El grupo Neinor representa el 50% de los activos inmobiliarios de Kutxabank.

¹⁰ Posteriormente se comenta la evolución de la Sareb y el proyecto Ibero.

La venta de créditos y adjudicados

Otros mecanismos para reducir el peso del riesgo inmobiliario en el balance del sector financiero pasan por la venta de carteras de créditos y adjudicados. Una forma de acelerar el saneamiento de las carteras de préstamos dudosos es la venta de dichos activos. Estas ventas se han producido en todos los países durante el proceso de saneamiento del sector financiero. Según PWC las ventas de préstamos en Europa alcanzaron los 91.000 millones de euros en 2014, con un incremento del 40% respecto al año anterior (PWC, 2015)¹¹. La previsión es que lle-

guen a los 140.000 millones en 2015. Solamente en Reino Unido la venta de préstamos desde el año 2010 hasta el final del primer semestre de 2015 alcanza los 88.000 millones de euros. En Irlanda son casi 60.000 millones en el mismo periodo, mientras España se situaría algo por encima de los 50.000 millones. En el caso español, los fondos de inversión entraron comprando inicialmente plataformas de recobro. Lindorff adquirió la plataforma de recobro del Banco Santander (Reintegra), mientras Centerbridge compró Aktua a Banesto aunque pronto comenzó la compra de carteras de préstamos¹², en muchos casos asociadas a colaterales inmobiliarios. El cuadro 3

Cuadro 3

Principales operaciones de venta de cartera de créditos y activos inmobiliarios de las entidades financieras

	Entidad	Operación	Valor nominal (mill. €)	Comprador
nov-13	BMN	Marathon	1.400	
dic-13	Sabadell	Garbi	632	Aktiv Kapital Portfolio y Elliott Advisors
ene-14	Liberbank		663	Savia Assets Management y Perry Capital
abr-14	Catalunya Banc		1.480	Aiqon Capital
may-14	Eurohypo (Commerzbank)	Octopus	4.500	Lone Star - JP Morgan
jun-14	Caixabank	Flandes	1.070	Savia y Perry Capital y D.E. Shaw
jun-14	Kutxabank		340	
jul-14	Catalunya Banc	Hércules	6.392	Blackstone - FROB
ago-14	Caixabank	Valonia	700	D.E. Shaw
ago-14	Sabadell	Siroco	554	Aiqon Capital
sep-14	Bankia	Somo	895	Lindorff - Cerberus
sep-14	Ceiss		485	
oct-14	Bankia	Amazona	772	Starwood Capital y Sankaty Advisors
oct-14	Bankia	Sky	400	Chenavari
nov-14	Bankia		1.354	Lindorff y Elliott
nov-14	BBVA		1.700	Deutsche Bank
dic-14	Bankia		355	Goldman Sachs
ene-15	Sabadell	Triton	435	Deutsche Bank e Hipoges
abr-15	FMS (cartera española)	Gaudí	740	Oaktree
abr-15	Sabadell	Cadi	240	PIMCO y Finsolutia
may-15	Bankia	Comander	558	Sankaty Advisors
jun-15	Bankia	Castle	373	Davidson Kempnes Capital -Bank of America
jul-15	Bankia	Wind	1.312	Oaktree y Chenavari
jul-15	Bankinter	Miras	60	Elliott Management
jul-15	BMN	Pampa	160	Ellington Management
jul-15	BMN	Coronas	100	Apollo
jul-15	Ibercaja		210	Seer Capital
jul-15	Caixabank	Tourmalet	800	Blackstone

Fuentes: Notas de prensa de las entidades vendedoras o compradoras, informes financieros, hechos relevantes a la CNMV y medios de comunicación. Algunas operaciones están pendientes de perfeccionamiento o firma definitiva del contrato. Algunas operaciones que aparecen bajo el epígrafe Bankia contienen también activos de BFA.

¹¹ El mismo documento estima qué fondos de inversión tienen más de 70.000 millones para invertir en activos vendidos por los bancos europeos.

¹² Normalmente tienen créditos dudosos, fallidos o una combinación de dudosos y fallidos. En algún caso puede tener también créditos *performing*. La venta de fallidos no reduce la morosidad al estar totalmente amortizados y fuera de balance pero mejora directamente la cuenta de resultados.

presenta las principales operaciones de venta de carteras de créditos desde finales de 2013 (incluidas carteras compuestas exclusivamente por fallidos). En el listado no se recogen operaciones que sean segundas ventas de operaciones de compra a entidades financieras. Por ejemplo Lindorff adquirió en junio de 2014 unos 2.000 millones de créditos fallidos que Santander había vendido previamente a Fortress (proyecto Luna) y a TPG (1.000 millones en créditos que recibió como herencia en la absorción del fondo Octavia en 2013). Tampoco se recogen las ventas de participaciones inmobiliarias (comerciales u hoteleras), como por ejemplo la venta en mayo de 2015 de la participación de NH por parte del Banco Santander, ni la venta de participaciones en créditos sindicados. El cuadro 4 muestra como las entidades del Grupo 1, en particular Bankia y Catalunya Banc, han sido las más activas en la venta de carteras de créditos dentro de la desinversión en activos no estratégicos, por los compromisos adquiridos por las autoridades españolas para la aprobación por parte de la Comisión Europea de sus respectivos planes de reestructuración (*Term Sheets*). Destaca entre todas las operaciones, la transferencia de la Cartera Hércules de Catalunya

Banc, con un valor nominal de 6.392 millones de euros, a un fondo de titulización de activos (FTA) por importe del valor de libros en la entidad (4.187 millones) donde Blackstone aportó 3.615 millones y el FROB 572 millones. La operación, de elevada complejidad, constaba de tres subcarteras y cinco tramos y atrajo el interés de prácticamente todos los fondos que están invirtiendo en el mercado español de carteras de crédito. El cuadro lista las operaciones de venta de carteras de créditos ya anunciadas pero no finalizadas. Entre las mismas destaca el proyecto Big Bang de Bankia.

La promoción sobre suelos propiedad de las entidades financieras, altamente provisionados, supone un bajo nivel de repercusión del suelo en el precio final de las viviendas y, por tanto, la garantía de que los precios de venta podrán ser muy competitivos.

La venta de adjudicados es otro de los mecanismos para sanear los balances bancarios de activos inmobiliarios. El cuadro 5 muestra las ventas de viviendas de las principales plataformas inmobiliarias entre el primer semestre de 2014 y el primer semestre de 2015¹³. A pesar de las dificultades de comparar entre

Cuadro 4

Operaciones de venta de carteras de créditos previstas para los próximos meses

(Millones de euros)

Entidad	Proyecto	Nominal
Bankia	Big Bang	4.800
Caixabank	Eurostars	103
Caixabank	More	800
Ibercaja	Goya	900
Ibercaja	Kite	800
B. Santander	Mamut	799
B. Santander	Formentera	170
Sabadell	Chloe	147
BBVA	Liceo	70
BBVA	Zafiro	n.d.
BBVA	Otelo	n.d.
Sabadell	Empire	600
Popular	Elcano	451
Sareb	Silk	n.d.
Sareb	Birdie	250

Fuentes: Notas de prensa y medios de comunicación.

Cuadro 5

Ventas de adjudicados

(Millones de euros)

	1S2015	1S2014
Bankia	4.135	1.919
BBVA ¹	5.465	5.985
CaixaBank	5.907	7.392
Popular	7.576	3.724
Sabadell ²	5.190	4.968
Santander	5.200	6.300
Sareb ³	5.400	7.837
Total	38.873	38.125

Notas: La cifras no son totalmente homogéneas entre entidades.

¹ Ventas activos inmobiliarios y promotores.

² Venta de activos adjudicados.

³ Canal minorista.

Fuentes: Informes de las entidades.

¹³ Los datos no son homogéneos entre entidades pues algunas incluyen también ventas de inmuebles de promotores correspondientes a PDV y otros no.

entidades por la diferencia de criterios en el cálculo, en general se observa un incremento pequeño de las ventas con algunas entidades aumentando significativamente su ritmo (caso de Bankia y Popular) y otras reduciéndolo. Existe poca información sobre los precios de venta de dichos activos inmobiliarios. El Banco Popular señala en su información financiera que está vendiendo sus adjudicados a un valor muy cercano a su valor contable y, por tanto, sin incurrir en pérdidas. El Banco Sabadell es más explícito y señala que el descuento medio sobre el valor bruto en la venta de sus adjudicados era del 60,4% en el primer semestre de 2013, el 52,4% en el primer semestre de 2014 y el 46,4% en el primer semestre de 2015.

La aparición de ciertas tensiones en los precios en algunas localizaciones ha generado cierta controversia sobre la posibilidad de que algunas entidades estén aplicando una estrategia de esperar a que los precios suban más para volver a intensificar las ventas. Las viviendas vendidas por los bancos representaban un 24,5% del total de compraventas de viviendas registradas en el primer semestre de 2014, mientras en 2015 este porcentaje ha caído al 23%.

Otra forma de dinamizar la reducción de adjudicados es la promoción sobre suelos propiedad de las entidades financieras. Esta es la tercera fase del proceso comentado anteriormente. El elevado nivel de provisiones de dichos activos supone un bajo nivel de repercusión del suelo en el precio final de las viviendas y, por tanto, la garantía de que los precios de venta podrán ser muy competitivos. Lógicamente estas nuevas promociones se desarrollan sobre suelo localizado en zonas de alta demanda. Muchas entidades han anunciado la transformación de sus suelos. La previsión de Neinor es la promoción de unas 3.000 viviendas al año. BBVA ha anunciado unas 2.000 viviendas y Solvia 1.000. La Sareb tiene 1.109 viviendas en curso resultado de la transformación de 13 lotes de suelo.

Sareb y los nuevos *servicers*

La Sareb es un agente importante del mercado inmobiliario actual. Comenzó sus actividades en 2012 con la asunción de los activos del llamado

Grupo 1 de entidades financieras. Con la incorporación de los activos de las entidades del Grupo 2 el 28 de febrero de 2013 la Sareb completó una cartera de 50.781 millones de euros (a coste de adquisición) entre activos financieros (78%) e inmobiliarios (22%). En el período 2013-2014 ha vendido 24.000 inmuebles, realizando 25 operaciones mayoristas y obteniendo un ingreso total de 9.000 millones de euros. A finales de 2014 se habían amortizado 5.700 millones de deuda de su balance.

Durante 2014, la Sareb vendió 15.298 inmuebles en el canal minorista con un aumento significativo de la aportación de la venta de suelo (del 15% en 2013 al 26% en 2014) y una reducción de la aportación de las ventas residenciales (de un 80% en 2013 al 63% en 2014). En cuanto al canal minorista de préstamos, se ha producido un incremento significativo de los planes de dinamización de ventas alcanzando las 5.278 propuestas gestionadas (el 45,6% del total de propuestas incluyendo daciones y ejecuciones así como reestructuraciones

Cuadro 6.a

Fondos de Activos Bancarios (FAB) constituidos por Sareb

Fecha	Nombre	Participación Sareb (%)
dic-13	Bull	49
dic-13	Teide	15
dic-13	Corona	100
jul-14	May	5
dic-14	Crossover	20

Fuente: Sareb.

Cuadro 6.b

Ventas de carteras

Fecha	Carteras	Comprador	Precio	
feb-14	Dorian		39,5	REOS
dic-14	Agatha REOS	D.E. Shaw	36,0	
dic-14	FAB Corona	Blackstone	81,3	
mar-14	Klauss		172,7	PRÉSTAMOS
ago-14	Pamela	Canyon Capital Advisor	158,9	
dic-14	Agatha Loans	Hayfin	148,1	
dic-14	Aneto	Blackstone	52,7	
dic-14	Kaplan	Deutsche Bank	47,7	

Fuente: Sareb.

Cuadro 7

El proyecto Ibero

Adjudicatario	Lote	Activos de	Valor nominal (mill. €)	Nº activos	Tipología	(%)	Residencial (%)	Terciario (%)	Suelo (%)	Obra en curso (%)	Otros (%)
Haya Real Estate	1	Bankia (créditos)	18.000	52.168	Créditos	100	57,10	5,50	6,60	2,30	28,60
Altamira Asset Management	2	Catalunya Banc	14.000	44.089	Créditos	43	59,30	9,30	16,80	5,20	9,40
		BMN Caja 3			Inmuebles	57	91,00	3,70	5,30		
Servihabitat	3	Banco de Valencia	9.200	30.342	Créditos	31	51,60	15	15,60	4,50	13,40
		NCG Liberbank			Inmuebles	69	92,70	2,70	4,40		
Solvía	4	Ceiss	11.500	42.862	Créditos	23	64,40	4,60	25,10	2,90	2,90
		Banco Gallego Bankia (33.133 inmuebles)			Inmuebles	77	92,00	2,90	4,70		

Fuente: Sareb.

y refinanciaciones) y los 800 planes. Es interesante señalar que el canal minorista generó casi el 80% de los 5.115 millones de ingresos de la Sareb en 2014. Los ingresos del canal mayorista, 1.115, se concentraron en diciembre de 2014 –708 millones– (Sareb, 2015). El cuadro 6.a muestra los Fondos de Activos Bancarios constituidos por Sareb desde el comienzo de su actividad y su participación en los mismos. El cuadro 6.b contiene las carteras y FAB vendidos por Sareb durante 2014, tanto de REOS como de préstamos¹⁴.

Desde el comienzo de operaciones, la Sareb se ha visto envuelta en diversas controversias relacionadas con la posibilidad de cumplir los subsecuentes planes de negocio presentados, los posibles conflictos de intereses en el seno de su consejo de administración y diversos cambios de sus máximos ejecutivos y su estructura corporativa. Las críticas también se han dirigido a un cierto estilo de gestión en ocasiones burocrático y rígido en los contratos de gestión de sus activos. Quizás el acontecimiento reciente más significativo ha sido el cambio del sistema de asignación de los *servicers* a cargo de la administración y gestión de sus activos. En principio se firmaron acuerdos con vencimiento anual para la administración y gestión de los acti-

vos de Sareb con las plataformas inmobiliarias de algunas de las entidades que habían transferido sus activos. En 2014 Sareb lanzó el denominado proyecto Ibero para elegir los gestores de la administración y venta de los activos de la empresa a partir del 1 de enero de 2015. El cuadro 7 muestra el resultado de proceso de adjudicación de la gestión de activos. En una primera adjudicación Solvía se hizo con los activos del llamado bloque 4 compuesto por créditos e inmuebles traspasados por Ceiss y el Banco Gallego así como los inmuebles traspasados por Bankia. La segunda fase de la adjudicación se cerró con la selección de Haya Real Estate, Altamira Asset Management y Servihabitat. Esto significa que Blackstone y Centerbridge que habían adquirido las plataformas de Catalunya Banc y BMN respectivamente, quedan al margen de la gestión de los activos de la Sareb a partir de finales de 2014.

La irrupción de las Socimis

CBRE estima que durante el primer semestre de 2015 la compraventa de oficinas, centros comerciales, naves logísticas, hoteles y activos residenciales alcanzó los 8.434 millones de euros¹⁵. Como se ha expuesto anteriormente, en la actua-

¹⁴ En 2013 cerró tres operaciones denominadas Elora, Abacus y Bermudas.

lidad las entidades financieras, los fondos internacionales y la Sareb son participantes destacados en el mercado inmobiliario español¹⁶. Sin embargo en el último año han ganado protagonismo otros actores: las Sociedades Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Socimi). Las Socimi, reguladas por la Ley 11/2009, modificada por la Ley 16/2012, deben tener invertido al menos el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento o en terrenos para la promoción de bienes que vayan a destinarse a dicha finalidad siempre que la promoción se inicie dentro de los tres años siguientes a su adquisición. Además, al menos un 80% de las rentas, excluidas las derivadas de la transmisión de participaciones y bienes inmuebles afectos una vez transcurrido el plazo de manteni-

La mayor parte de las nuevas inversiones de las empresas inmobiliarias que cotizan en Bolsa se concentra en las Socimis. Estas han comprado fundamentalmente centros comerciales, hoteles y edificios de oficinas.

miento (3 años), deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de dichas participaciones. Uno de los grandes atractivos de estas sociedades es su tratamiento fiscal: el tipo de gravamen en el impuesto de sociedades es el 0%, excepto cuando los dividendos que distribuya a uno de sus socios que tenga una participación superior al 5% tributen por debajo del 10%, en cuyo caso pagan un gravamen especial del 19%.

Las Socimis deben cotizar en el mercado español o europeo. Tras la modificación de la ley en 2012 el capital mínimo exigido pasa de 15 a 5 millones y se elimina la restricción de endeudamiento máximo del vehículo de inversión. También tiene reglas estrictas sobre obligatoriedad de reparto

de dividendos derivados de rentas de alquileres y transmisión de inmuebles y participaciones empresariales: a partir del 1 de enero de 2013 la obligación es del 90%.

En la actualidad existen 21 empresas inmobiliarias en la Bolsa de Madrid aunque algunas, como Martinsa Fadesa o Reyal Urbis están suspendidas de cotización. Pero la mayor parte de las nuevas inversiones, cerca de 5.000 millones, se concentra en las Socimis (Axiare Patrimonio, Lar España Real Estate y Merlin Properties) e Hispania Activos Inmobiliarios¹⁷. La mayor de las Socimis es Merlin Properties que comenzó a cotizar el 30 de junio de 2014 con un capital de 1.250 millones. Desde ese momento ha realizado una ampliación de capital de 614 millones para preparar otra de 1.034 millones para hacer frente a la adquisición de Testa Inmuebles en Renta SA a Sacyr. Axiare Patrimonio cotiza desde el 9 de julio de 2014 con un capital inicial de 360 millones. En junio de 2015 amplió capital en 395 millones. Lar España Real Estate fue la primera Socimi en la Bolsa. Comenzó a cotizar el 5 de marzo de 2014. En agosto de 2015 realizó también una ampliación de capital de 135 millones de euros. Por último, Hispania Activos Inmobiliarios comenzó con un capital de 550 millones que amplió hasta 887 millones en abril de 2015. Aunque estas no son las únicas inmobiliarias que han ampliado capital recientemente, sí que son las más activas en cuanto a inversiones. Las Socimis han comprado fundamentalmente centros comerciales, hoteles y edificios de oficinas. Hispania también ha comprado viviendas en alquiler que, junto al suelo, representan el 15% de su cartera frente al 5% de Merlin o la ausencia de estos activos en LAR y Axiare.

Junto a estas Socimis cotizadas en la Bolsa de Madrid se encuentran URO Property Holdings Socimi (cotizada en el MAB) dueña de 755 oficinas que arrienda al Santander, y Saint Croix Hoding Immobilier SOCIMI, con sede en España pero que cotiza en Luxemburgo.

¹⁵ Incluye la compra de la inmobiliaria Testa.

¹⁶ Junto con estas entidades también se encuentran sociedades como Ponte Gadea muy activas en la compra de activos tanto en España como en otros países, e inversores como Carlos Slim.

¹⁷ Es previsible que la nueva Socimi Gmp salga a Bolsa a finales de 2015.

Conclusiones

La crisis inmobiliaria cogió al sistema financiero español con un enorme riesgo inmobiliario. Esta exposición se redujo inicialmente de forma muy lenta. A partir de 2012 el proceso de saneamiento del sector bancario se acelera con la venta de activos no estratégicos, como empresas de recobro y plataformas inmobiliarias. En una segunda fase el proceso evoluciona con la venta de carteras de préstamos problemáticos, participaciones en empresas inmobiliarias, participaciones en préstamos sindicados, o préstamos individuales a empresas inmobiliarias con problemas financieros y venta de adjudicados. Mientras la venta de créditos está reduciendo significativamente el riesgo inmobiliario de las entidades¹⁸, la venta de inmuebles avanza más lentamente, haciendo que el *stock* de adjudicados inmobiliarios siga aumentando. En una tercera fase, que comenzó a finales de 2014, algunas entidades financieras han reducido el ritmo de venta de sus inmuebles e intentan movilizar el suelo adjudicado, que representa una elevada proporción del total de adjudicados inmo-

biliarios, liderando promociones en localizaciones de alta demanda que permitan transformar esos activos de difícil realización en préstamos hipotecarios en el futuro.

Referencias

- Banco de España (2014), *Informe anual 2014*: 126-131.
- (2015), *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo.
- GARCÍA MONTALVO, J. (2012), "Perspectivas de precios de la vivienda en España", *Cuadernos de Información Económica*, 227: 49-59.
- GARCÍA MONTALVO, J., y J.M. RAYA (2012), "What is the right price of Spanish residential real estate?", *Spanish Economic and Financial Outlook*, vol. 1(3): 22-29.
- PWC (2015), *Portfolio Advisory Group, Market update Q4, 2014*.
- SAREB (2015), *Informe anual 2014*.

¹⁸ El año 2015 podría marcar un récord en este tipo de transacciones.