



universidad  
de león  
Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2019/2020

ANÁLISIS DE LA SAREB Y DE LOS *SERVICERS* EN ESPAÑA

ANALYSIS OF SAREB AND *SERVICERS* IN SPAIN

Realizado por la Alumna Amaya Martínez Ramos

Tutelado por D<sup>a</sup> Cristina Hidalgo García y D<sup>a</sup> Paula Castro Castro.

León, 14 de julio del 2020

*“Si yo te debo una libra, tengo un problema; pero  
si te debo un millón, el problema lo tienes tú.”*

*John Maynard Keynes*

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN .....	5
1. INTRODUCCIÓN.....	7
2. METODOLOGÍA.....	9
3. LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LOS SERVICERS.....	10
3.1. CREACIÓN DE LA BURBUJA INMOBILIARIA.....	10
3.2. ESTALLIDO DE LA CRISIS INTERNACIONAL .....	13
3.3. ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA .....	15
3.4. CONSECUENCIAS DEL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA.....	16
3.5. MEDIDAS DE AJUSTE TRAS EL ESTALLIDO .....	21
3.5.1. Plan E.....	21
3.5.2. Reestructuración bancaria y creación de la SAREB. ....	22
4. EL PAPEL DE LA SAREB Y LOS <i>SERVICERS</i> .....	25
4.1. SAREB.....	28
4.2. ALTAMIRA ASSET MANAGEMENT .....	31
4.3. SERVIHABITAT SERVICIOS INMOBILIARIOS.....	32
4.4. HAYA REAL ESTATE.....	34
4.5. ALISEDA SERVICIOS DE GESTIÓN INMOBILIARIA .....	35
5. APLICACIÓN PRÁCTICA: ANÁLISIS EMPÍRICO.....	36
5.1. RATIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.....	37
5.2. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA SAREB.....	40
5.2.1. Análisis económico de la SAREB.....	40
5.2.2. Análisis financiero de la SAREB .....	41
5.3. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i> .....	47
5.3.1. Análisis económico de los principales <i>servicers</i> .....	47
5.3.2. Análisis financiero de los principales <i>servicers</i> .....	48
5.4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS VARIABLES CLAVE DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i> EN 2018 .....	58
6. CONCLUSIONES.....	62
BIBLIOGRAFÍA .....	64
ANEXOS .....	68

## ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO 4.1.- COMPOSICIÓN ACCIONARIAL DE SAREB.....	28
CUADRO 4.2: VALOR DE LAS CARTERAS DE CRÉDITOS E INMUEBLES ADJUDICADOS POR LA SAREB A LOS <i>SERVICERS</i> EN EL PROYECTO ÍBERO .....	29

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 4.1.- EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIAL DE ALTAMIRA.....	32
FIGURA 4.2.- EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIAL DE SERVIHABITAT.....	33
FIGURA 4.3: EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIAL DE HAYA .....	34
FIGURA 4.4.- EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIAL DE ALISEDA.....	36

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 3.1.- EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE INMIGRANTES EN ESPAÑA (2000 – 2018) ...	11
GRÁFICO 3.2.- TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL MERCADO HIPOTECARIO (2000 - 2018).....	12
GRÁFICO 3.3.- EVOLUCIÓN DEL PESO DE LA CONSTRUCCIÓN EN EL PIB DE ESPAÑA.....	15
GRÁFICO 3.4.- STOCK ACUMULADO DE VIVIENDA NUEVAS SIN VENDER (2005 – 2018) ...	17
GRÁFICO 3.5.- LICENCIAS DE OBRA CONCEDIDAS PARA NUEVAS EDIFICACIONES (2000 - 2018).....	18
GRÁFICO 3.6.- EVOLUCIÓN DE EJECUCIONES HIPOTECARIAS INGRESADAS E INICIADAS ...	19
GRÁFICO 3.7.- EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE VIVIENDA (2007 - 2018).....	20
GRÁFICO 3.8: NÚMERO DE ACTIVOS TÓXICOS TRANSFERIDOS A SAREB Y SU COSTE DE ADQUISICIÓN (EN MILLONES DE EUROS).....	25
GRÁFICO 5.1.- RATIO RENTABILIDAD ECONÓMICA SAREB.....	41
GRÁFICO 5.2.- RATIO DE SOLVENCIA DE LA SAREB .....	42
GRÁFICO 5.3.- RATIO DE TESORERÍA DE LA SAREB.....	43
GRÁFICO 5.4.- RATIO DE APALANCAMIENTO DE LA SAREB.....	44
GRÁFICO 5.5.- RATIO DEL COSTE DE LA DEUDA DE LA SAREB .....	45
GRÁFICO 5.6.- RATIO DE GARANTÍA DE LA SAREB.....	45
GRÁFICO 5.7.- RATIO DE INMOVILIZADO SOBRE ACTIVO TOTAL DE LA SAREB.....	46
GRÁFICO 5.8.- RATIO DE RENTABILIDAD ECONÓMICA DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i> ....	48
GRÁFICO 5.9.- RATIO DE LIQUIDEZ DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i> .....	49
GRÁFICO 5.10.- RATIO DE TESORERÍA DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i> .....	50

GRÁFICO 5.11.- RATIO DE APALANCAMIENTO FINANCIERO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	52
GRÁFICO 5.12.- RATIO DE APALANCAMIENTO FINANCIERO A CORTO PLAZO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	53
GRÁFICO 5.13.- RATIO DE APALANCAMIENTO FINANCIERO A LARGO PLAZO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	53
GRÁFICO 5.14.- RATIO DE COSTE DE DEUDA DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	54
GRÁFICO 5.15.- RATIO DE GARANTÍA DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	55
GRÁFICO 5.16.- RATIO DE GARANTÍA PARA ALTAMIRA, SERVIHABITAT Y HAYA	56
GRÁFICO 5.17.- RATIO DEL PORCENTAJE DE INMOVILIZADO SOBRE EL ACTIVO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	57
GRÁFICO 5.18.- COMPARACIÓN INMOVILIZADO TOTAL DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	58
GRÁFICO 5.19.- COMPARACIÓN DE LOS INGRESOS DE EXPLOTACIÓN DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	59
GRÁFICO 5.20.- COMPARACIÓN DEL INGRESO DE EXPLOTACIÓN DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	60
GRÁFICO 5.21.- COMPARACIÓN DEL PASIVO FIJO DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	60
GRÁFICO 5.22.- COMPARACIÓN DE LOS FONDOS PROPIOS DE LOS PRINCIPALES <i>SERVICERS</i>	61

## RESUMEN

La formación de una burbuja inmobiliaria en España, en los años previos a 2007, provocó una gran recesión económica que afectó a toda la sociedad. El mundo inmobiliario inevitablemente se ha visto afectado y ha tenido que evolucionar. En la actualidad, tanto la SAREB como los *servicers* se han convertido en agentes protagonistas de dicho ámbito.

El presente documento estudia el marco económico y social previo a la crisis inmobiliaria y sus consecuencias inmediatas, como el nacimiento de la SAREB y de los cuatro líderes del *servicing* del país (Altamira, Servihabitat, Haya y Aliseda). Se exponen las oportunidades de inversión del mercado inmobiliario español post-crisis, que los fondos de inversión han aprovechado, y el consecuente cambio de dirección de los *servicers*: de ser la línea de negocio inmobiliario de las entidades bancarias, a independizarse y pasar a ser propiedad de fondos de inversión internacionales. El análisis económico y financiero desarrollado en este trabajo muestra diferentes resultados entre los principales *servicers*, como consecuencia, probablemente, de sus dispares estrategias de negocio. Por otro lado, el resultado del análisis de la SAREB revela que la compañía parece tener dificultades para alcanzar sus objetivos iniciales previstos.

**Palabras clave:** burbuja inmobiliaria, sociedad gestora de activos, *servicer*, SAREB.

**ABSTRACT**

The formation of a real estate bubble in Spain in the years leading up to 2007 caused a major economic recession that affected the whole society. The real estate world has inevitably been affected and it has had to evolve. Currently, both SAREB and servicers have become main players in the real estate field.

This document studies the background, the origin and the evolution of SAREB and the four servicing leaders in the country (Altamira, Servihabitat, Haya and Aliseda). It describes the investment opportunities of the Spanish post-crisis real estate market, exploited by investment funds, and the consequent change suffered by the servicers: from being the real estate business line of the banks, to becoming independent and owned by international investment funds. The economic and financial analysis developed in this paper shows the different results among the main servicers, probably as a consequence of their diverse business strategies. The result of the SAREB analysis shows that the company seems to have difficulties in achieving its initial goals.

**Keywords:** real estate bubble, asset management company, servicer, SAREB.

## 1. INTRODUCCIÓN

La importancia que obtuvo el auge de la vivienda en la economía española entre 1997 y 2007, se reflejó en la fuerte desviación de recursos financieros y del suelo hacia el mercado del inmueble. La fase alcista de este periodo se caracterizó porque, a pesar de que la oferta de viviendas aumentó, no fue suficiente para la demanda que existía. En consecuencia, los precios se incrementaron incesantemente. Germinó la idea de la revalorización infinita de la vivienda, lo que hizo que aumentara más aún el deseo de compra. Además, las elevadas facilidades crediticias animaron a muchas familias a invertir y compraron viviendas por valor muy superior al que su renta les permitía.

Todo señalaba a que el mercado de la vivienda español estaba sumergido en una ‘burbuja inmobiliaria’. De acuerdo con Kindleberger (1989), una burbuja especulativa es un escenario en el que el precio de un activo crece de manera contundente y continuada en el tiempo, rompiendo la relación entre el valor del activo y sus fundamentos económicos. Se sustenta en que cada nuevo incremento de precio nutre las expectativas de que se originarán nuevas subidas. Según The Economist (2018), la revalorización de los inmuebles en España, para el periodo que discurre entre 1997 y 2007, fue del 191%.

La fase de auge económico se sucedió con una notable etapa de recesión. Los bancos dejaron de conceder crédito, el paro aumentó y se acentuó la morosidad. El fenómeno del desahucio se volvió cada vez más común y, muchas familias que habían adquirido su hogar en el anterior periodo de esplendor lo perdieron al no poder hacer frente a las cuotas hipotecarias. Como consecuencia, las entidades bancarias se llenaron de activos tóxicos y el Gobierno tuvo que intervenir. España entró en una profunda crisis financiera, de la que aún hoy se está recuperando.

En la actualidad, el sector inmobiliario, después de su gran caída tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, parece que muestra los primeros síntomas de recuperación. El conjunto de la actividad de compraventa de inmuebles ha evolucionado, cambiando su disposición debido a las medidas de reestructuración y saneamiento del sistema bancario español. Se han incorporado al panorama bancario nuevas figuras económicas como la SAREB o las sociedades gestoras de activos (los *servicers*), que fueron creadas por las entidades bancarias para gestionar los activos inmobiliarios improductivos provenientes de la crisis económica.



El tema expuesto ostenta un elevado grado de importancia, ya que ha afectado a todos los ciudadanos españoles puesto que es el origen de la frágil situación económica que continúa presentando el país. Muchos habitantes desconocen cuál es el escenario presente del mercado inmobiliario, cuáles son las estrategias que han llevado a cabo las entidades bancarias mediante la figura de los *servicers* y el cambio de rumbo que éstos han sufrido a través de las alianzas de los bancos con fondos de inversión para entrar en el mercado inmobiliario español. Además, existen escasos estudios de investigación que traten los *servicers* españoles. El interés personal que ha sustentado la realización de este trabajo se fundamenta en la curiosidad por conocer cómo se ha reestructurado el sector inmobiliario tras la crisis económica y cuál es la actividad y la estructura de los *servicers*, puesto que mi entorno familiar trabaja en dicho ámbito inmobiliario.

En primer lugar, se va a analizar el origen de la crisis inmobiliaria que propició el cambio de estrategia bancaria, para conocer cuál ha sido el camino que han seguido los inmuebles que fueron embargados como consecuencia. Igualmente, se va a profundizar en el nacimiento de la SAREB y de las principales sociedades gestoras de activos de España, los *servicers*, para después realizar un análisis económico, financiero y comparativo de los mismos.

El objetivo principal del trabajo se compone de dos piezas complementarias:

Conocer el marco económico y social del panorama español que propició el crecimiento de los precios de la vivienda y la consecuente creación de una burbuja inmobiliaria, la cual originó a partir de 2008 una gran recesión económica. Se pretende analizar los posteriores planes que siguieron los principales protagonistas de la crisis financiera – los bancos – para sanear sus balances de activos improductivos. Todo ello para conocer cómo se ha reestructurado el panorama inmobiliario y estudiar el motivo del nacimiento de la SAREB y los *servicers*, cuál ha sido su papel y cómo ha evolucionado su actividad. Igualmente, se hace especial mención a los pactos de las entidades bancarias españolas con los fondos de inversión de todo el mundo con respecto a la propiedad de los *servicers*.

Realizar un análisis económico y financiero de la SAREB y de los cuatro *servicers* españoles principales con más ingresos de explotación (Altamira, Servihabitat, Haya y Aliseda), al igual que un análisis comparativo para el último grupo, con el propósito de entender cuál es la situación económica y financiera de dichas entidades en el contexto que les caracteriza y de establecer un ranking de posicionamiento económico para el último año disponible, 2018.

## 2. METODOLOGÍA

En busca de alcanzar uno de los objetivos principales, basado en conocer los acontecimientos previos y posteriores de la crisis inmobiliaria de forma precisa y con un orden racional, se mantendrá un recorrido cronológico en el estudio de los hechos.

Se ha realizado una profunda revisión bibliográfica de literatura científica, manuales de referencia en la materia, informes de fuentes oficiales, páginas web de las sociedades a analizar y datos proporcionados por organismos públicos, como el Instituto Nacional de Estadística o el Ministerio de Fomento, con la intención de obtener la información más certera posible sobre los hechos relacionados con la crisis económica que sufrió España. La obtención de información sobre los *servicers* se ha visto condicionada por la opacidad de los fondos de inversión, pues solo se dispone de informes limitados emitidos por las entidades bancarias.

Respecto al desarrollo empírico del estudio, se lleva a cabo mediante los datos económicos y financieros recuperados de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), cuyo acceso ha sido proporcionado por la Universidad de León. Gracias a esta información contable, se ha desarrollado un análisis de los principales ratios, desde 2013 a 2018, para conocer la evolución de la situación económica y financiera tanto de SAREB, como de los cuatro principales *servicers* del país: Altamira, Servihabitat, Haya y Aliseda. Para la interpretación de los datos se han empleado manuales de referencia e informes proporcionados por las propias sociedades en sus páginas web corporativas, que indican las estrategias seguidas y facilitan la interpretación de la información contable. Además, con el fin de cumplimentar comparaciones individuales con el resto del grupo, se ha efectuado un estudio comparativo para el año 2018 de diferentes variables contables claves de los principales *servicers*.

Por último, la bibliografía y las citas de las fuentes de información empleadas para consultar la información necesaria para la realización del trabajo se han realizado siguiendo la 7ª edición de normas APA (*American Psychological Association*).

### **3. LA CRISIS FINANCIERA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO DE LOS *SERVICERS***

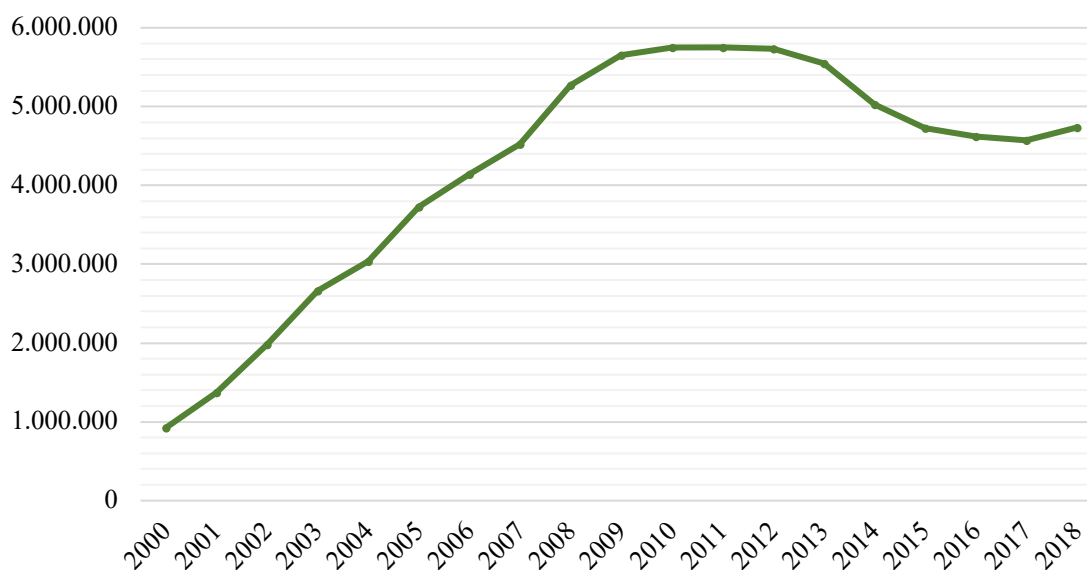
#### **3.1. CREACIÓN DE LA BURBUJA INMOBILIARIA**

Entre 1998 y 2008, durante el “boom” que sufrió el sector inmobiliario, los precios de la vivienda aumentaron de forma exponencial y el sector de la construcción registró un auténtico episodio de auge. Con el cometido de conocer el porqué de la expansión del mercado de la vivienda, su consecuente caída y el nacimiento de los *servicers*, es necesario analizar el conjunto de factores económicos, demográficos y financieros previos que originaron dichos acontecimientos.

En el año 1998, bajo el gobierno de José María Aznar, se aprobó la Ley 6/1998 del 13 de abril, sobre el régimen del suelo, conocida popularmente como Ley del Suelo. Esta ley pretendía aumentar las inversiones facilitando la oferta inmobiliaria; para ello, se podía calificar como terreno urbanizable todo aquel que no tuviera razones para su preservación. El objetivo era aumentar la oferta inmobiliaria para que, como consecuencia, los precios de la vivienda disminuyeran. Sin embargo, se obtuvo el efecto contrario, atrayendo a especuladores que provocaron que el precio de los inmuebles continuara aumentando (Fernández, 2016).

Al proceso anterior coadyuvó que en el ámbito del empleo se aprobara en 2002 el Real Decreto Ley de Reforma del Sistema de Protección por Desempleo y Mejora de la Ocupabilidad, una reforma laboral que, entre otras medidas, reducía los costes de despido suprimiendo los salarios de tramitación; además, el parado perdía su derecho a la prestación si rechazaba la totalidad de tres ofertas de empleo, lo que flexibilizó el despido y la contratación. En los siguientes años, según la Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística, 2020a), la contratación laboral aumentó y disminuyó la tasa de desempleo, pero los trabajadores vieron fuertemente recortados sus derechos laborales.

La escasez de mano de obra que sufría la industria de la construcción y el sector servicios atrajo en la primera década del siglo XXI un elevado número de inmigrantes al mercado laboral de España (Bernardos, 2009). Desde el 2000 hasta 2008, el número de extranjeros aumentó en gran medida, multiplicándose aproximadamente por seis. No obstante, a partir del 2009, el número mantuvo una tendencia constante, pero desde 2013 a 2015 hubo un pequeño descenso, probablemente por la mala situación económica del país en ese periodo, para volver a mantenerse estable hasta 2018 (véase gráfico 3.1).

**Gráfico 3.1.- Evolución del número de inmigrantes en España (2000 – 2018)**

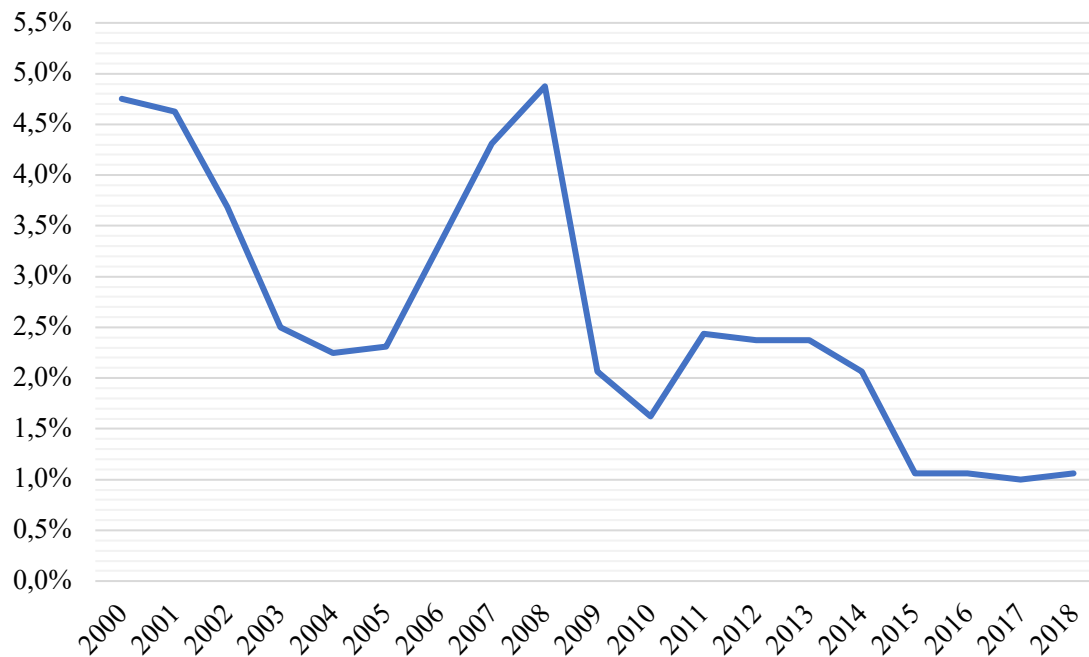
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística (2020b)

El importante crecimiento poblacional en España, ocasionado por la llegada masiva de inmigrantes al territorio español, provocó que apareciera una nueva fuente de demanda de vivienda. En un principio, se orientó al mercado de alquiler, pero finalmente la obtención de un empleo estable, la reagrupación de la familia en España y las facilidades crediticias proporcionadas por las entidades bancarias, propiciaron que los inmigrantes desearan adquirir en propiedad inmuebles. Como consecuencia, la compraventa de casas incrementó, lo que tuvo gran efecto en el aumento del precio de la vivienda (Bernardos, 2009).

En 2002, la implantación de la moneda única (el euro) en España suscitó que la economía del país se viera obligada a asumir el tipo de interés de referencia único para toda la zona euro. Este hecho incitó a que se redujeran los tipos de interés nominales y los tipos de las hipotecas tendieran a la baja. Según datos del Banco de España (2020), el tipo de interés hipotecario pasó de ser superior al 15% en 1990 a llegar a descender hasta cerca del 2% en 2002, lo que benefició a empresas y familias haciendo que el acceso al crédito hipotecario fuera más asequible (Banco Central Europeo, 2009). El gráfico 3.2 muestra el tipo de interés de referencia en el mercado hipotecario para el periodo 2000 – 2018, en él se aprecia la bajada del tipos de interés hasta 2005; sin embargo, a partir del 2006, el dato aumenta hasta llegar en 2008 al valor más alto del periodo analizado; lo que nos adelanta que muchas de las familias que se hipotecaron con tipos de interés cercanos

al 2%, en 2008, con motivo de dicho aumento junto a otros factores que se analizarán en el apartado 3.4, se encontrarían con problemas para hacer frente al pago de las cuotas hipotecarias. La gran bajada de 2008 a 2009 fue causada por la decisión del Banco Central Europea de reducir el precio del dinero con el objetivo de combatir la recesión.

**Gráfico 3.2.- Tipos de interés de referencia del mercado hipotecario (2000 - 2018)**



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España (2020)

En este periodo inicial, las entidades bancarias comenzaron a conceder financiación hipotecaria a familias sin una garantía real de devolución, que respaldaban basándose en la idea de que la misma vivienda servía como aval y que se revalorizaría, de modo que en un futuro el precio iba a ser superior y no asumirían riesgos si el préstamo no era devuelto. Al mismo tiempo, la entrada de nuevas entidades, la rivalidad entre cajas y bancos y el interés de todas ellas por crecer en el mercado hipotecario hizo que la competencia aumentara y se ofrecieran condiciones de financiación muy beneficiosas, como menores tipos de interés, mayores plazos..., con el objetivo de acaparar la mayor cuota de mercado posible.

En conclusión, los ciudadanos contaban con muchas facilidades para acceder al crédito, había perspectivas futuras de que el precio de la vivienda no pararía de subir, viéndola como una inversión rentable. Además, la situación laboral de muchas familias

había mejorado en este periodo. Todo ello provocó el incremento del endeudamiento de los hogares para la compra de vivienda (Rodríguez, 2017). En 1995, la deuda de las familias representaba el 46% de la renta anual bruta disponible, pero en 2007 llegó a ser el 134% (Sánchez, 2001). En Europa, el crédito concedido a compradores de vivienda aumentó a un ritmo medio del 11,5% desde 1999 hasta 2007; sin embargo, en España el incremento se acercó al 20% para el mismo periodo de tiempo (Banco Central Europeo, 2009).

El incremento de la oferta inmobiliaria fue elevado, aunque como veremos, insuficiente. Los promotores obtenían medios de financiación de forma sencilla y con muchas ventajas, hasta el punto de poder efectuar la compra del suelo y su edificación sin prácticamente haber abonado dinero. Por un lado, la presencia de las entidades financieras en determinadas promociones residenciales permitió a pequeños y medianos constructores desarrollar grandes proyectos, sin tener en cuenta su escasa capacidad financiera. Por otro lado, la participación de políticos, relacionados con el ámbito del suelo, en los órganos de gobierno de las cajas de ahorro favoreció el crédito destinado a la transformación del suelo en áreas edificables.

Bernardos (2009) señala como reflexión importante, que las entidades de crédito en este periodo estaban financiando a su vez tanto a las familias, como a los promotores; es decir, proporcionaban préstamo tanto a la oferta como a la demanda de inmuebles. Las entidades prestamistas contaban en aquel momento con liquidez suficiente, pero la mayor parte procedente del resto del mundo, puesto que dichas entidades se endeudaron con el exterior con el fin de cubrir las necesidades de financiación de hogares y empresas españoles.

### **3.2. ESTALLIDO DE LA CRISIS INTERNACIONAL**

Esta etapa se sitúa en un contexto caracterizado por el derrumbamiento de la Banca de Inversión Norteamericana en el 2007. Para entender cuál fue el origen de este escenario, se van a analizar sus antecedentes.

Los años anteriores al 2007, en Estados Unidos, hubo un importante aumento del número de créditos hipotecarios concedidos para la adquisición de vivienda, los cuales se otorgaron a familias de escasa solvencia a altos tipos de interés; eran las conocidas hipotecas *subprime*. Posteriormente, las entidades bancarias vendían empaquetados dichos créditos en productos derivados como bonos hipotecarios a compañías de Europa.

Estos títulos presentaban alto riesgo ya que contenían créditos poco solventes; sin embargo, eran calificados por las agencias de 'rating' de forma positiva (Rodríguez, 2017).

Según García (2009), el motivo del anterior escenario tiene que ver con dos figuras importantes:

En primer lugar, los ejecutivos de los bancos buscaban conceder el mayor número posible de créditos hipotecarios con el objetivo de cobrar importantes incentivos. Para ello, los banqueros ofrecían créditos con elevados tipos de interés a familias con una situación económica vulnerable. Consecuentemente, los beneficios del banco se incrementaban con motivo de los altos tipos de interés ofrecidos, pero a su vez aumentaba la probabilidad de impago de los créditos. La entidad bancaria confiaba en que el valor de la vivienda no pararía de crecer, por lo que en caso de que los hipotecados no pudieran sufragar sus cuotas, el banco se quedaría con el inmueble financiado que habría aumentado su valía.

En segundo lugar, entre las agencias de rating había mucha competencia y los bancos solo las contrataban sabiendo previamente que la calificación que obtendrían sus paquetes crediticios iba a ser positiva. Las empresas de rating cedían ante el poder de negociación de las entidades de crédito y concedían buenas calificaciones independientemente del riesgo del producto, sabiendo que si no lo determinaban así otra compañía lo haría.

En el 2008 los mercados estadounidenses se colapsaron. El tipo de interés de las hipotecas comenzó a ser excesivamente alto, y muchas familias no podían hacer frente al pago de las cuotas, por lo que sus casas pasaban a ser propiedad de las entidades bancarias; sin embargo, estas ya no las podían revender a mayor precio porque el valor de todos los inmuebles había llegado a su máximo y estaba cayendo. Además, afloró la teoría de que los paquetes financieros que se habían vendido no estaban constituidos por productos solventes, sino por hipotecas *subprime* cuya tasa de morosidad no paraba de crecer. Todo esto provocó que en septiembre de 2008 algunas entidades y fondos tuvieran complejos problemas de liquidez y llegaran a quebrar, como los grandes bancos de inversión estadounidenses Lehman Brothers y Merrill Lynch y la aseguradora AIG. Este acontecimiento se conoce como la crisis de las hipotecas *subprime* (Duffie, 2019).

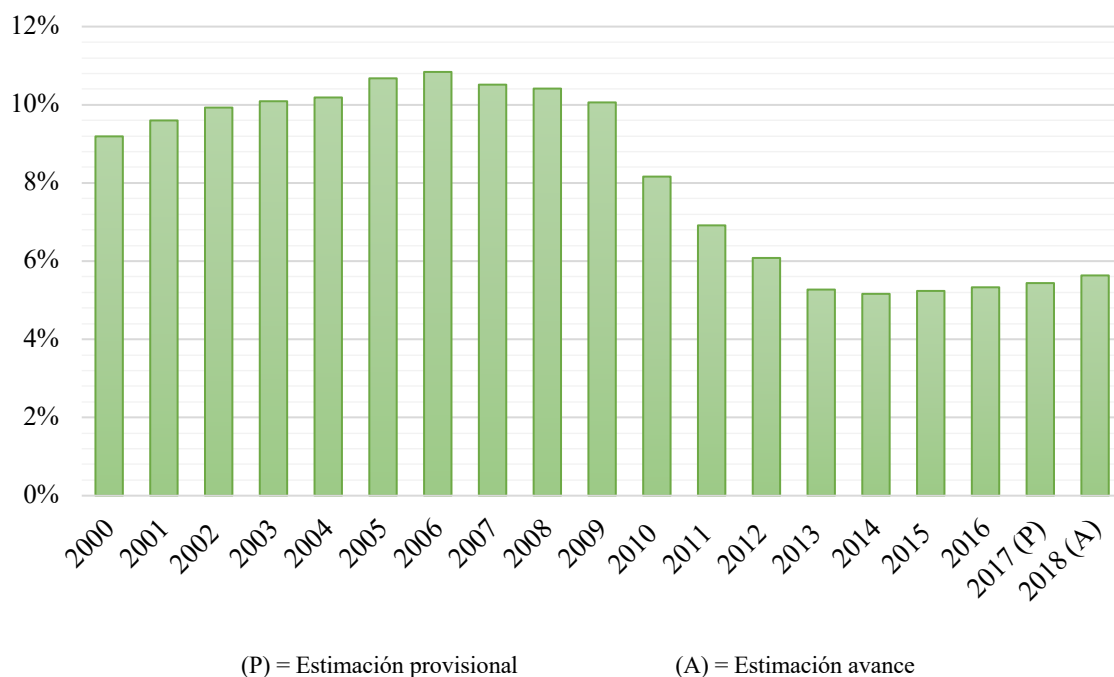
La crisis financiera no solo se desarrolló en Estados Unidos, sino que se extendió del mismo modo por países europeos cuyas entidades bancarias habían adquirido dichos productos derivados.

### 3.3. ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA EN ESPAÑA

Durante los años anteriores a 2006, el sector de la construcción se había expandido y muchas personas vieron en él una oportunidad de sustento, entre otros, agentes de la propiedad, abogados o transportistas. Es decir, la construcción cobró mucha importancia en la economía del país, creando numerosos trabajos directos e indirectos. El peso de la construcción sobre el PIB español llegó a ser del 10,8% en 2006. Sin embargo, a partir de dicho año el dato empezó a descender, llegando a representar el 5,2% en 2013 (véase gráfico 3.3). Esta caída provocó que la crisis del sector se trasladara a todo el mercado español y ocasionara un gran retroceso en toda la economía.

Desde 2013 hasta 2018, el peso de la construcción sobre el PIB permanece estable, cerca del 5%, es decir, no se han recuperado los niveles del peso del sector sobre el PIB previos a la crisis.

**Gráfico 3.3.- Evolución del peso de la construcción en el PIB de España (2000-2018)**



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (2019)

El año 2006 destacó por ser un lapso de tránsito en el cambio de ciclo del mercado inmobiliario español. En dicho periodo, las transacciones de compraventa ya mostraron sus primeras caídas, pero la oferta de inmuebles y el precio continuaron aumentando; lo

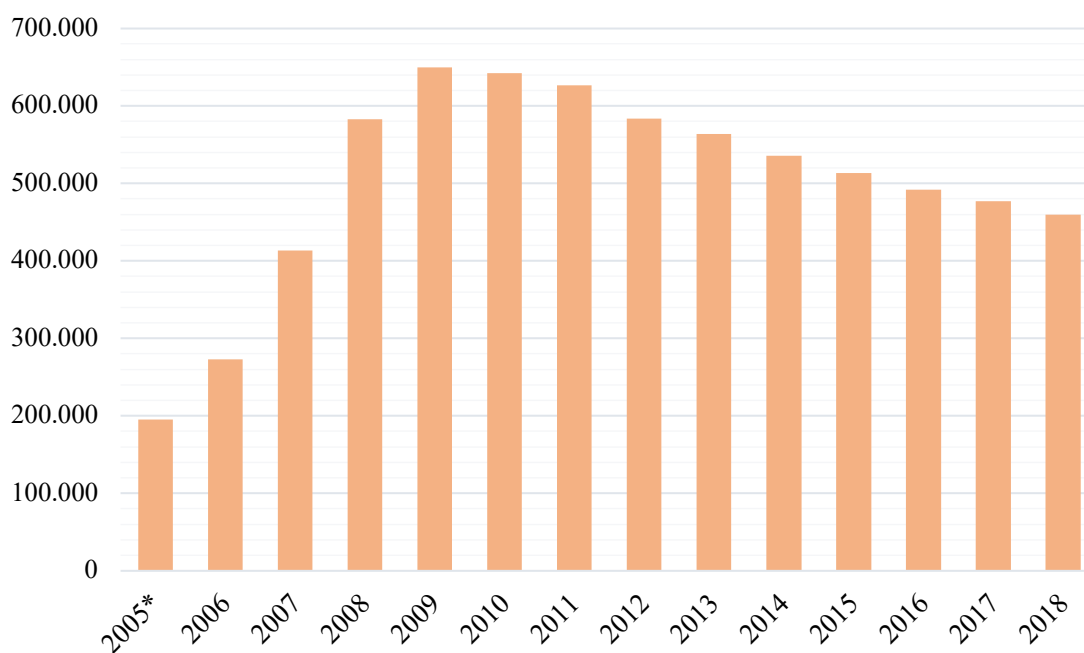


que causó que se empezara a forjar un ligero stock de viviendas sin vender (Bernardos, 2009).

La crisis hipotecaria estadounidense afectó de forma indirecta a la economía española, sin embargo, no fue la causante. Como indica Boldrin (2009), España se caracterizaba por ser un país con alto nivel de endeudamiento exterior; es decir, su economía presentaba fuerte dependencia de los préstamos extranjeros. En consecuencia, las dificultades financieras de Estados Unidos ocasionaron problemas de liquidez en la banca española, lo que convergió en la restricción de préstamo a empresas y hogares, imponiéndoles condiciones de préstamo cada vez más duras y aumentando los tipos de interés. La baja disponibilidad de crédito hizo que, a la reducción de la demanda ya existente, se sumara una fuerte caída de las ventas de inmuebles con motivo de la crisis hipotecaria de EE.UU. y estallara la burbuja inmobiliaria.

#### **3.4. CONSECUENCIAS DEL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA**

De acuerdo con la alta demanda de inmuebles alcanzada en los años anteriores al estallido de la burbuja inmobiliaria, los constructores encontraron una buena oportunidad para edificar nuevas residencias y especular. Sin embargo, los indicios de la caída de la demanda de viviendas que ya comenzaron a verse tímidamente en 2006, pronto se reflejaron en el aumento de la cifra de edificaciones terminadas y sin estrenar que no se conseguían vender, representando un lastre para los constructores y promotores. Este dato, recogido en el stock de viviendas nuevas acumuladas, se actualiza periódicamente añadiendo las viviendas terminadas en el año y eliminando las viviendas nuevas vendidas. El gráfico 3.4 muestra la fuerte tendencia de acumulación de dicho stock hasta 2009, año en el que el número de viviendas acumuladas fue un 232,90% más que en 2005. Cabe señalar que a partir de 2009 se observa una leve absorción del stock de vivienda nueva que se extiende hasta 2018. Esto indica que, a pesar de la acumulación de viviendas que los promotores no lograron vender, en los años posteriores se han ido adquiriendo, reduciendo así dicho stock.

**Gráfico 3.4.- Stock acumulado de vivienda nuevas sin vender (2005 – 2018)**

(\*): No se dispone de datos previos.

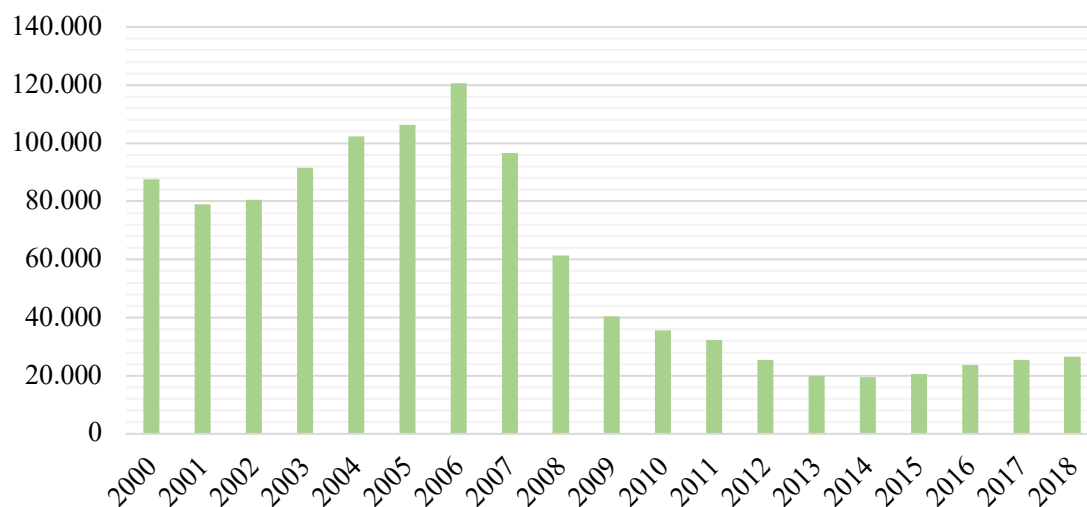
Nota aclaratoria: La metodología del cálculo es la siguiente, al stock acumulado de viviendas del año inmediatamente anterior se suman las viviendas de obra nueva sin vender y se restan las vendidas en el mismo periodo.

Fuente: Ministerio de Fomento (2019)

En el año 2006, a pesar de que la demanda de inmuebles ya se había visto tímidamente reducida, las licencias de obras siguieron aumentando y alcanzaron su máximo, con 120.664, tal como muestra el gráfico 3.5. No obstante, a partir de 2007, a la vez que la acumulación (stock) de viviendas nuevas sin vender aumentaba, caían las licencias concedidas para nueva obra. En 2014 se alcanzó el mínimo, un 84% menos que en 2006.

Por lo tanto, en 2007 a la vez que el stock de viviendas acumuladas crecía, se frenaba el número de licencias concedidas para nueva obra, es decir, las nuevas edificaciones y el número de viviendas nuevas terminadas se redujeron, motivo por el cual el aumento del stock de la vivienda frenó.

A partir de 2014, el dato se ha visto tímidamente mejorado, lo que puede indicar una leve recuperación del sector de la construcción, pero quedando muy lejos de los niveles previos a la crisis inmobiliaria.

**Gráfico 3.5.- Licencias de obra concedidas para nuevas edificaciones (2000 - 2018)**

Fuente: Ministerio de Fomento (2020)

La gran mayoría de los constructores habían conseguido edificar gracias a los préstamos facilitados por las entidades, asumiendo altos niveles de deuda que pretendían saldar una vez vendieran dichos inmuebles. El problema se evidenció cuando no lograban dar salida a dichos activos, ni tampoco contaban con el líquido suficiente para hacer frente a sus deudas.

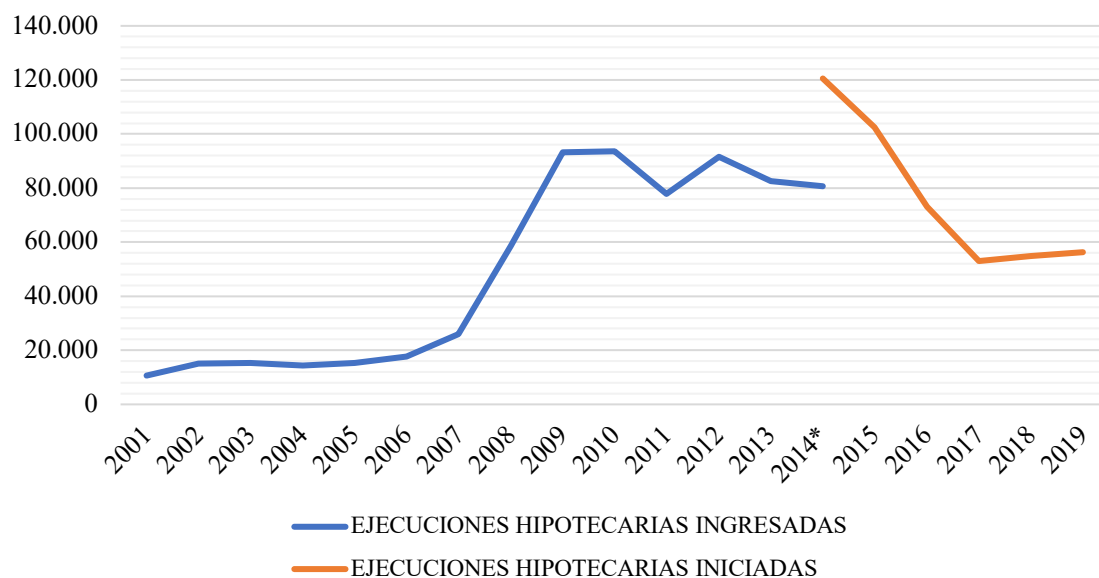
Las familias, también endeudadas, se vieron perjudicadas por la crisis financiera que afectó a la actividad económica de todo el país. La frágil situación propició que muchos ciudadanos perdieran sus empleos lo que, unido al incremento de los tipos de interés bancarios y de las cuotas hipotecarias mensuales, provocó que numerosos hogares presentaran dificultades para sufragar los gastos hipotecarios y en muchos de los casos se declarasen insolventes (Melgar, 2015).

La morosidad de créditos hipotecarios aumentó en los años posteriores, en su mayoría en los créditos a promotores y constructores (Rodríguez, 2017), es por ello, que las entidades financieras se vieran obligadas a acudir a la vía judicial para efectuar considerables ejecuciones hipotecarias. La Ley de Enjuiciamiento Civil 1/2000 regula el procedimiento de ejecución hipotecaria, proceso legal llevado a cabo en el caso de que el deudor no cumpla con el pago de cuotas determinado en su contrato hipotecario, de acuerdo a los términos y condiciones preestablecidos, por el cual el acreedor cuenta con el derecho de recuperar la propiedad, o vender el bien hipotecado. Este es el primer paso para llevar a cabo un desahucio.

El proceso de desahucio es complejo, se inicia a través de la vía judicial con la petición de la ejecución hipotecaria. En caso de ser resuelta a favor del acreedor el proceso termina con la entrega de la propiedad y el desalojo de quien habita en ella (Méndez, 2017). En el gráfico 3.5 se aprecia el importante aumento de ejecuciones hipotecarias ingresadas, es decir, que han sido presentadas ante el juzgado. El primer periodo, de 2001 a 2007, presenta una tendencia estable que suma un total de 113.265 ejecuciones ingresadas; sin embargo, en el segundo periodo cambia la dirección, y de 2007 hasta 2014 se acumulan un total de 577.802 ejecuciones ingresadas, lo que equivale a una media de 226 diarias. Según Méndez (2017), a partir de 2007 hubo un aumento desmesurado de las ejecuciones pendientes de resolución motivado por el colapso que sufrieron los juzgados españoles con recursos limitados.

Desde el 2015, el número de ejecuciones hipotecarias iniciadas comenzó a disminuir, siendo buena señal tanto desde el punto de vista social como económico, ya que es un indicio de que las entidades financieras ya no tienen que recurrir tanto a este proceso legal con motivo del impago de los créditos.

**Gráfico 3.6.- Evolución de ejecuciones hipotecarias ingresadas e iniciadas  
(2001 – 2018)**



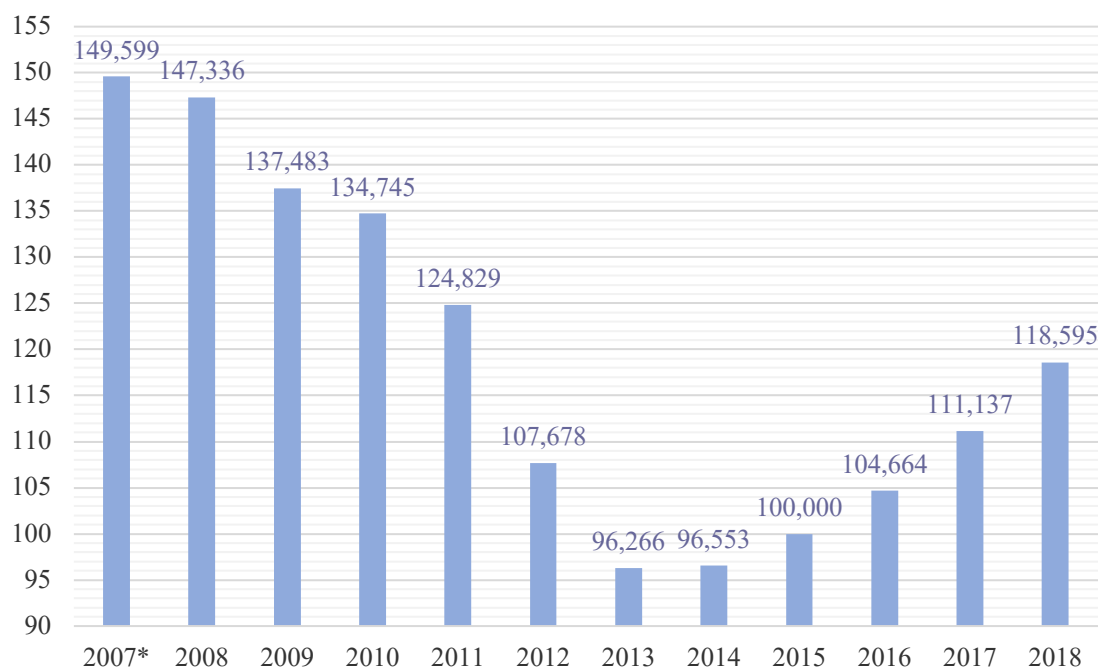
(\*): Se proporciona la serie completa obtenida de los datos de ejecuciones hipotecarias ingresadas (2001 – 2014) de Méndez (2017) y ejecuciones hipotecarias iniciadas (2014 – 2018) del INE (2020d). Existe un cambio metodológico entre las dos series que no se ha podido explicar con la información existente.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Méndez (2017) y de Instituto Nacional de Estadística (2020d).

Los años posteriores a la crisis inmobiliaria se vivieron con gran conmoción entre la sociedad, viendo como tras muchas de las ejecuciones hipotecarias se encontraban familias desahuciadas sin recursos económicos para encontrar otro hogar en el que vivir.

Desde el punto de vista institucional, en España destaca la publicación en 2012 del Código de las Buenas Conductas Bancarias, una serie de medidas dictadas con el objetivo de proteger a los deudores hipotecarios sin recursos (reestructuración de la deuda, reducción del tipo de interés, ampliación del plazo de pago...). No obstante, se trató de un acuerdo de aplicación voluntaria por las entidades bancarias que lo encontraran oportuno (Etxezarreta, Hoekstra, Dol, & Cano, 2013). Aparecieron también en aquel momento diversas iniciativas populares como la ‘Plataforma de Afectados por la Hipoteca’ (PAH) que proporcionaban asesoramiento a afectados y buscaban llegar a acuerdos con las entidades bancarias apelando a alquileres sociales (Méndez, 2017).

**Gráfico 3.7.- Evolución del índice de precios de vivienda (2007 - 2018)**



(\*): La estadística del índice de precios de vivienda se inició en 2007, por lo que no se disponen de datos previos.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (2020c)

En el mismo contexto anterior, la bajada de la demanda de inmuebles y la acumulación de stock de viviendas, provocó la caída desmesurada de los precios de las viviendas. El Índice de Precios de la Vivienda (IPV), recogido por el Instituto Nacional de Estadística

(2020c), mide la evolución del nivel de los precios de compraventa de las viviendas de precio libre en España, teniendo en cuenta tanto los precios de las viviendas como ponderaciones relativas a la tipología de la vivienda cogiendo como base 2007; esta medida muestra que el precio de la vivienda cayó notablemente, llegando a mínimos en 2013 con un descenso del 35,65% desde 2007, como se ve en el gráfico 3.7.

Desde 2014 hasta 2018, el índice presenta tendencia positiva lo que indica que el precio de la vivienda se ha recuperado tras la fuerte caída, probablemente por el ligero aumento de la demanda de inmuebles en los últimos años.

En resumen, el paso de la crisis inmobiliaria a una crisis financiera estuvo determinado por un efecto dominó. Ante la carencia de liquidez, los bancos aumentaron el tipo de interés de los préstamos, por lo que las cuotas hipotecarias crecieron y, en muchos casos no eran sufragadas ya que las familias carecían de los recursos económico suficientes; consecuentemente, bajó la demanda de viviendas, se desplomaron los precios, se pararon las construcciones y aumentaron los despidos, el consumo de otros bienes y servicios se frenó y disminuyeron los ingresos de muchos hogares que vieron como aumentaba su incapacidad para abonar las cuotas al banco, lo que en muchas ocasiones se transformaba en una ejecución hipotecaria y más tarde en un desahucio (Melgar, 2015).

### **3.5. MEDIDAS DE AJUSTE TRAS EL ESTALLIDO**

El panorama de la economía española posterior al estallido de la burbuja era muy crítico. Este hecho se reflejó, por ejemplo, en la cifra de desahucios en España, que desde 2009 fue superior al resto de países europeos (Etxezarreta, Hoekstra, Dol, & Cano, 2013); así como, en los más de 1.373.000 empleos destruidos durante 2009 (Bellod, 2015).

En este epígrafe, se verán las medidas más relevantes que se realizaron para intentar paliar los efectos del estallido de la crisis inmobiliaria, siguiendo para ello un orden cronológico.

#### **3.5.1. Plan E**

En 2008, el Gobierno español, con José Luis Rodríguez Zapatero al frente, implementó una serie de medidas fiscales tratadas como ‘Plan E’ (Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo). El objetivo era llevar a cabo una política inspirada en el keynesianismo, mediante iniciativas basadas en el estímulo de la demanda en un contexto

de deterioro económico acelerado; es decir, empleo del dinero público para intentar impulsar la actividad económica.

Entre las líneas de actuación del Plan E se hallaban: medidas de apoyo a familias y empresas, medidas para fomentar el empleo, medidas financieras y presupuestarias y medidas de modernización de la economía (Bellod, 2015). Sin embargo, el déficit público aumentó y este plan no obtuvo los resultados esperados, ni en términos de empleo, ni de renta; por lo que dicha política expansiva pronto vio su fin. Además, Europa, ante la preocupante situación económica, obligó al país a tomar una serie de medidas de recorte del gasto público (Fernández, 2016).

### **3.5.2. Reestructuración bancaria y creación de la SAREB.**

Durante los años del auge del mercado inmobiliario, las cajas de ahorros y los bancos asumieron un papel muy importante en la economía debido al alto número de hipotecas que habían concedido para la compra de inmuebles. Además, cabe destacar la actuación de las cajas de ahorros, las cuales aumentaron destacablemente su volumen de negocio y el número de oficinas gracias a la concesión de hipotecas, sin deber ser ese su principal cometido; así mismo, sus consejos de administración se llenaron de cargos políticos que en ocasiones padecían conflicto de intereses (Fernández, 2016).

Tras el estallido de la crisis inmobiliaria, las entidades crediticias se vieron muy afectadas por el aumento de morosidad de sus créditos y la falta de liquidez en sus cuentas. Rodríguez López (2017) indica que en 2009 había un significativo conjunto de cajas de ahorro con problemas de viabilidad, por lo que desde el Banco de España se aconsejó la concentración de las mismas para mejorar su liquidez, fomentando que dichas fusiones fueran en forma de banco y dejaran de ser cajas de ahorros. Para ello, se constituyó el Fondo de Reestructuración Bancaria (FROB), una entidad de derecho público creada con el objetivo de dirigir íntegramente la reestructuración de las entidades bancarias y reforzar sus recursos propios.

La creación del FROB contribuyó a que, de las 45 cajas de ahorro existentes en 2009, 15 pudieran sobrevivir a finales de 2011; todo ello gracias a las ayudas que concedió dicho fondo (Sainz, 2019). Los años posteriores, se caracterizaron por un agravamiento de la situación. El adelanto de las elecciones en 2011 propició la entrada en el Gobierno de Mariano Rajoy Brei. A partir de ese momento, el gobierno entrante diseñó una política extraordinariamente restrictiva bajo los preceptos que indicaba el Banco Central Europeo, con el objetivo de que el país pudiera acceder a un rescate de su sistema financiero.

Se llevó a cabo una reforma laboral que pretendía la flexibilización de las condiciones del mercado, facilitando la salida al mismo a través de la disminución de los trámites administrativos y del abaratamiento del despido. Del mismo modo, se realizó una reforma de las finanzas públicas, consistente en el aumento de impuestos y en el control del gasto público. Desde el punto de vista financiero, destacó la intensificación de la reestructuración de las entidades bancarias.

La Comisión Europea concedió en 2012 a España una ayuda financiera para la recapitalización de las entidades de crédito españolas y se firmó el Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera (MoU), en el que se recogían las condiciones que debían tener las entidades financieras para beneficiarse de las ayudas. Finalmente, tras las operaciones de reestructuración dirigidas por el Fondo de Reestructuración Bancaria, quedaron 17 grupos bancarios que controlaban el 88% de activos bancarios (Rodríguez, 2017).

Durante 2012 también se impusieron duras exigencias a los bancos en forma de capital y de provisiones destinadas a créditos y activos tóxicos. Además, uno de los principales objetivos era que dichas entidades se deshicieran de los activos inmobiliarios problemáticos (con altos índices de morosidad), para lo que se obligó a la creación de un ‘banco malo’, cuyo cometido se definió como “la tenencia, gestión y administración, directa o indirecta, adquisición y enajenación de los activos que le transfieran las entidades de crédito” (SAREB, 2014). Es decir, absorber los activos tóxicos para que las entidades financieras pudieran volver a su actividad habitual.

El Real Decreto Ley 24/2012, convertido tras la aprobación en el Congreso en la Ley 8/2012, incluyó la creación de dicha sociedad de gestión de activos, denominándola Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB); esta nueva figura se tratará con más profundidad en el apartado 4.1.

Al mismo tiempo, se realizó un análisis de las necesidades de capital y los planes de reestructuración de cada banco, clasificándolos en diferentes grupos según el grado de requerimiento de ayuda estatal. Según el informe del proceso de recapitalización y reestructuración bancario, emitido por el Banco de España (2012), las entidades bancarias se dividieron en diferentes grupos:

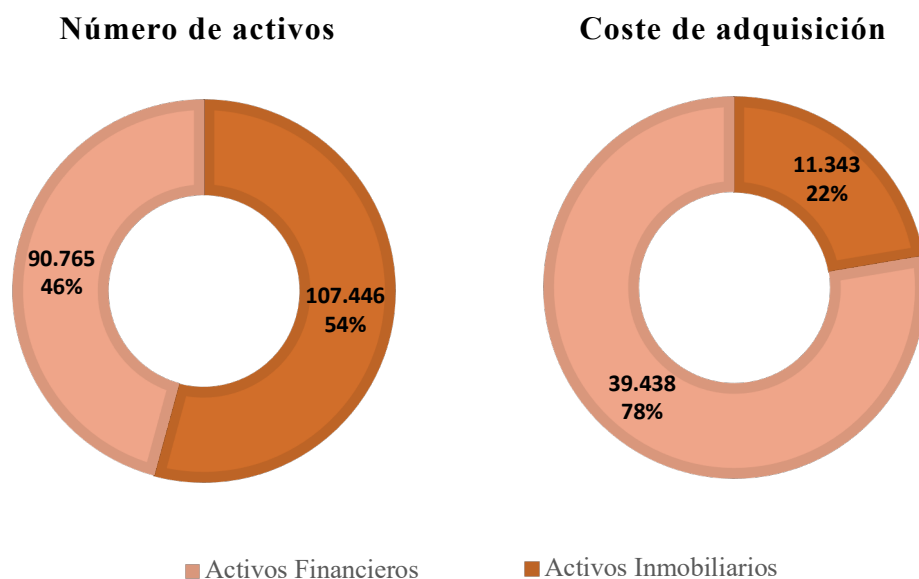


- Grupo 0: grupos bancarios que no precisan ayuda estatal (Banco Santander, BBVA, CaixaBank, Bankinter, Kutxabank, Banco Sabadell, Banco Santander y Unicaja).
- Grupo 1: entidades en las que el FROB ya había intervenido, es decir, que ya habían sido nacionalizadas (BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco de Valencia).
- Grupo 2: grupos con déficit de capital que precisan de ayuda pública (Liberbank, Caja 3, CEISS y Banco Mare Nostrum).
- Grupo 3: bancos con carencia de capital, pero con planes de reestructuración viables (Banco Popular e Ibercaja Banco).

Los bancos del grupo 1 y el grupo 2 estuvieron obligados a transmitir a la gestora SAREB sus carteras de activos tóxicos con el objetivo de sanear sus balances. Estos activos se transfirieron tras la aplicación de un descuento, fijado por el Banco de España, sobre el valor bruto contabilizado en los balances de las entidades. No obstante, al realizarse la transferencia de los activos improductivos al ‘banco malo’ por un valor inferior al anotado en los balances de las entidades, consecuentemente estas sufrían una reducción de recursos propios, pudiendo llegar a quebrar por las pérdidas; bajo estas circunstancias, se les permitía a las entidades bancarias recapitalizarse a partir de los fondos proporcionados por la Unión Europea (Rodríguez, 2017).

A finales de febrero de 2013, los activos deteriorados pertenecientes a los grupos 1 y 2 (préstamos problemáticos para promociones inmobiliarias, activos de hipotecas ejecutadas u otros activos con grave deterioro, como inmuebles) que fueron traspasados a la SAREB, ascendieron a 50.781 millones de euros (SAREB, 2014). El conjunto incluía 200.000 activos inmobiliarios compuestos por 90.765 activos financieros y 107.446 activos inmobiliarios. El gráfico 3.8 muestra el montante total del número de activos y su coste de adquisición, diferenciado en activos inmobiliarios y activos financieros: los activos inmobiliarios representaron más de la mitad del total, no obstante, el coste de los activos financieros fue muy superior al de los anteriores ya que representó un 77,7% de los 50.781 millones totales.

**Gráfico 3.8: Número de activos tóxicos transferidos a SAREB y su coste de adquisición (en millones de euros)**



Fuente: SAREB (2013)

#### 4. EL PAPEL DE LA SAREB Y LOS *SERVICERS*

En este apartado se va a analizar la evolución del sector inmobiliario y su situación actual tras los cambios que se propiciaron como consecuencia de la crisis económica española y de la aparición tanto de la SAREB como de las sociedades gestoras de activos inmobiliarios de las entidades bancarias.

Atendiendo a los indicadores que se vieron gravemente afectados por la crisis inmobiliaria, a partir de 2013 se aprecia una ligera recuperación del sector, pero quedando muy lejos de los niveles previos de la crisis. A lo largo del apartado 3.4. se ha visto como las ejecuciones hipotecarias iniciadas han disminuido, el precio de la vivienda parece recuperarse tras la increíble caída sufrida en los años posteriores al estallido de la burbuja y, aunque las licencias para obra nueva no han aumentado tras la gran caída de 2006 a 2013, se han mantenido constantes, con cierta tendencia positiva. El motivo es la cantidad de stock de vivienda nueva que se acumuló sin vender y que ahora se está absorbiendo paulatinamente. Además, la cantidad de operaciones de compraventa de viviendas de

segunda mano ha superado a las de nueva obra, por lo que parece que el mercado se orienta más hacia ese camino. Respecto al peso de la construcción en el PIB, después de la caída del 10% al 5%, parece que el indicador ha mejorado lentamente. Pero, tras las dificultades ocasionadas por la caída de ventas de inmuebles, ¿cómo ha intentado recuperarse el sector inmobiliario?

El sector inmobiliario en su conjunto ha vivido una gran evolución. Con motivo de la recesión económica, muchas entidades bancarias se vieron con grandes cantidades de activos inmobiliarios en sus balances, obtenidos como dación en pago o como recuperación de la garantía sobre las viviendas tras el impago de los créditos hipotecarios y el consecuente desahucio. Fruto de ello, aparecieron nuevos agentes adaptados a la situación del mercado español como, por ejemplo, la figura de la SAREB a la que se traspasaron los inmuebles de las entidades con peor situación financiera tras la reestructuración bancaria. También se han integrado en el panorama inmobiliario español numerosos fondos de inversión internacionales y han proliferado las SOCIMI (sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria), cuyo objetivo es obtener la máxima rentabilidad posible mediante la adquisición, promoción y rehabilitación de activos inmobiliarios para su alquiler. Igualmente, han surgido las nuevas sociedades gestoras de activos inmobiliarios.

Las sociedades gestoras de activos, también conocidas como *servicers*, han sido creadas por las entidades bancarias con el objetivo inicial de que éstas gestionaran su negocio inmobiliario, es decir, que controlaran, optimizaran y comerciaran sus activos tóxicos (inmuebles y créditos morosos). Sin embargo, pronto los fondos de inversión internacionales vieron el mercado inmobiliario español como una oportunidad muy atractiva para sus negocios de inversión, haciéndose con carteras de activos tóxicos procedentes de la banca. Así, a su vez, las entidades bancarias se saneaban con estas operaciones, obteniendo la liquidez que buscaban. La SAREB, otro de los actores principales del mercado inmobiliario actual, también ha vendido algunos de sus paquetes de inmuebles a fondos de inversión.

Debido a la aparición de los fondos de inversión, los *servicers* han visto cambiado el rumbo de su actividad inicial. Cada vez es más frecuente que las entidades bancarias españolas lleguen a acuerdos con dichos fondos para venderles total o parcialmente sus sociedades gestoras. Así, los bancos segregan el negocio inmobiliario y ceden la gestión de dichos activos (que continúan permaneciendo en sus balances) a los nuevos propietarios de los *servicers*. No obstante, los acuerdos también incluyen convenios

ventajosos para los bancos, facilitando la financiación a los compradores de los inmuebles, para así captar más clientes y desarrollar su actividad principal de préstamo.

La evolución de los *servicers* ha propiciado que, además de gestionar los activos adjudicados de los bancos, también comercialicen en la actualidad activos de otros clientes como la SAREB, fondos de inversión o promotores. En sus carteras se pueden encontrar, entre otros, viviendas, locales, terrenos para nueva obra, garajes, centros comerciales o complejos hoteleros.

Existen voces críticas, como Naredo (2019), acerca de la participación de los fondos de inversión en el mercado inmobiliario de España, pues creen que tienen demasiada intervención en el control del precio de los inmuebles. No obstante, muchas pequeñas inmobiliarias independientes han visto a los *servicers* como vía de salvación de su negocio en la época de crisis. La razón es que, en un principio la venta directa al cliente final se realizaba por el propio banco, sin embargo, estas entidades externalizaron el trámite para aumentar la transparencia en la venta, y ahora son los agentes de la propiedad inmobiliaria homologados por cada *servicer*, bajo estrictos requisitos y controles, los que comercializan los inmuebles al por menor.

El informe realizado por la consultora Axis Corporate (2019), explica que el mercado español está conformado por cerca de quince compañías *servicer*. Sin embargo, aproximadamente el 80% de la cuota de mercado se reparte entre cuatro sociedades: Altamira Asset Management, Servihabitat Servicios Inmobiliarios, Haya Real Estate y Aliseda Servicios de Gestión Inmobiliaria. Además, son los cuatro *servicers* que más cifra de negocio neta presentan, teniendo en cuenta sus Cuentas Anuales del año 2018. Es por ello que, a continuación, se va a proceder a detallar el origen y los cambios de propiedad de cada uno de los principales *servicers*, en los que participan principalmente fondos de inversión internacionales, para conocer el contexto de la situación actual del sector. Posteriormente, se va a realizar una aplicación práctica, que incluye un análisis económico y financiero, y un análisis de grupo de los cuatro *servicers*, con el fin de entender más detalladamente la situación de estos nuevos agentes y establecer un posicionamiento y ranking de los mismos. No obstante, en primer lugar, se explicará la estructura y funcionamiento de la SAREB, ya que forma parte de la actividad de los *servicers* españoles, para luego analizarla económica y financieramente de forma individual.

#### 4.1. SAREB

La SAREB o ‘banco malo’ nació como sociedad gestora privada, pero de interés público, cuya finalidad última es conseguir la estabilidad del sistema financiero. El proceso de constitución de la misma se formalizó como parte de las condiciones firmadas en el Memorando de Entendimiento y de la fundación del FROB, procedimiento explicado anteriormente en el apartado 3.5.2.

La SAREB se estableció como sociedad privada para no ser considerada organismo público y que su deuda computara como tal (Otal & Garvey, 2015). Es por ello que la composición del accionariado está formada en un 55% por el sector privado, en su mayoría entidades bancarias, y el 45% de capital restante corresponde al FROB, aval de la sociedad gestora y única entidad accionista con carácter público (véase cuadro 4.1).

**Cuadro 4.1.- Composición accionarial de SAREB**

ACCIONISTAS	CAPITAL
FROB	45,90%
BANCO SANTANDER, S.A.	22,21%
CAIXABANK, S.A.	12,24%
BANCO SABADELL, S.A.	6,61%
OTROS BANCOS	3,93%
MAPFRE, S.A.	1,10%
IBERDROLA INMOBILIARIA, S.A.U.	0,21%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI.

La entidad cuenta con un periodo de 15 años desde su creación en 2012 para gestionar y vender dichos activos, es decir, hasta 2027. Las previsiones iniciales para los inversores son de obtener una rentabilidad del 15% sobre el capital aportado (Otal & Garvey, 2015).

Cabe destacar que algunos autores, como Viedma Ponce (2014), se muestran muy críticos con la distribución de las participaciones de la SAREB, ya que señalan que el Consejo de Administración está formado por sus mismos competidores, es decir, por entidades bancarias que a su vez cuentan con participación en sus propias sociedades gestoras de activos inmobiliarios, lo que puede generar un conflicto de intereses.

Tras la transferencia de los activos tóxicos de los grupos 1 y 2 de entidades bancarias a la SAREB, la gestión inicial de dichos activos transferidos se delegó en las nueve entidades transmitentes durante un año, mientras se diseñaba la estructura organizativa, recibiendo estas a cambio una comisión por las actividades de gestión y comercialización (SAREB, 2015a). Finalmente, con el propósito de que la sociedad gestora cumpliera con su objeto social, se establecieron tres canales de comercialización para la venta y liquidación de los activos (SAREB, 2014):

- Canal mayorista: formando paquetes de activos y vendiéndolos a fondos de inversión.
- Canal minorista: a través de las entidades bancarias, las cuales se encargan de la gestión íntegra los activos (administración, mantenimiento y comercialización) a cambio de comisiones. Está destinado al segmento de compradores finales de viviendas y adyacentes de uso residencial.
- Canal directo: comercialización directa de SAREB de activos calificados como singulares por sus dificultades de gestión y venta.

En su proceso de estructuración, la SAREB convocó un concurso de adjudicación del derecho de comercialización de sus activos, con el objetivo de seleccionar las entidades que gestionarían su balance durante los siguientes años, lo que se denominó ‘Proyecto Íbero’. A finales de 2014, después de una gran carrera competitiva, la entidad adjudicó las actividades de administración, gestión y comercialización de sus activos a los *servicers* Haya Real Estate, Altamira Asset Management, Servihabitat y Solvia. El cuadro 4.2. indica el valor de las diferentes carteras de créditos e inmuebles cuya gestión fue transferida a los *servicers* (valoradas en el momento de la transmisión a SAREB, es decir, lo que SAREB había pagado previamente por ellas).

**Cuadro 4.2: Valor de las carteras de créditos e inmuebles adjudicados por la SAREB a los *servicers* en el Proyecto Íbero**

<b>SERVICER ADJUDICATARIO</b>	<b>VALOR DE LAS CARTERAS</b>
HAYA REAL ESTATE	18.000.000 €
ALTAMIRA ASSET MANAGEMENT	14.000.000 €
SERVIHABITAT SERVICIOS INMOBILIARIOS	9.200.000 €
SOLVIA	7.000.000 €

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SAREB (2015b).

A través de los contratos, con vigencia de entre cinco y siete años desde 2015, se cedió la gestión de los activos agrupados en carteras a las sociedades gestoras adjudicadas. Mediante esta estrategia, SAREB indicó que “dispondría de mayor control de su cartera y un aumento e integración de los procesos que se realicen con los gestores” (SAREB, 2015a). Tanto los créditos como los inmuebles continúan siendo propiedad de SAREB, pero los nuevos gestores se benefician de las comisiones por la gestión.

El principal foco de actividad de la compañía es la venta minorista a través de los *servicers*. Durante sus siete años activa, SAREB ha vendido más de 100.000 inmuebles (SAREB, 2019a). No obstante, mediante el canal mayorista ha ejecutado grandes operaciones, como la venta de la cartera de activos ‘Eloise’ valorada en 600 millones de euros a Goldman Sachs, una de las bancas de inversión más grandes del mundo.

La SAREB no financia la adquisición de activos; sin embargo, ha llegado a acuerdos con otras entidades bancarias (como Banco Santander o BBVA) para que estas presten financiación a los compradores de sus inmuebles.

Actualmente, la entidad desarrolla la promoción de los activos en construcción que tiene en sus balances, así como igualmente, ha gestionado nuevos desarrollos inmobiliarios en suelos de su propiedad para contribuir a la dinamización del mercado inmobiliario.

Desde su nacimiento, viene realizando un programa para la ayuda a la vivienda social, de modo que, SAREB cede algunos paquetes de viviendas a las administraciones de las comunidades autónomas para su alquiler social a personas vulnerables durante un periodo de tiempo determinado (SAREB, 2019a).

La sociedad también fundó, en 2017, *Témpore Properties* para sacar al mercado del alquiler una gran cartera de viviendas. Dicha compañía empezó a cotizar en bolsa en abril de 2018, siendo una de las principales sociedades dedicadas al alquiler residencial en España. Recientemente, en 2019, SAREB llegó a un acuerdo con TPG Real Estate Partners para la venta del 75% de acciones de la sociedad *Témpore Properties*, manteniendo la SAREB el capital restante, lo que le ha permitido obtener liquidez (SAREB, 2019b).

En 2019, la SAREB ha introducido un nuevo plan estratégico para acelerar la liquidación de los activos. La compañía busca reducir la venta de créditos a través del canal mayorista y acelerar su transformación en inmuebles mediante ejecuciones y daciones, con el objetivo de aumentar la liquidez mediante la posterior venta de dichos

inmuebles por el canal minorista. También busca incidir en la promoción residencial propia y en la inversión para la creación de valor.

Dado que en 2020 los contratos de *servicing* firmados en el Proyecto Íbero comenzaban a vencer, la SAREB ha lanzado un nuevo plan: el Proyecto Esparta. Su fin es renegociar los contratos con los *servicers* para reestructurar las comisiones, poder agilizar la gestión de su cartera y recuperar algunas de las competencias cedidas para centralizar la información sobre sus activos (SAREB, 2019b). En 2020, SAREB ha confirmado en relación con el Proyecto Esparta el contrato con Haya Real Estate para la gestión de una parte de su cartera durante los dos próximos años (SAREB, 2019c).

#### 4.2. ALTAMIRA ASSET MANAGEMENT

Altamira Asset Management S.A. (en adelante Altamira) fue creada en 2013, por el Banco Santander S.A. como *servicer* para la gestión de sus activos inmobiliarios tóxicos (recobro de créditos en fase contenciosa del mercado español y venta o alquiler de activos inmobiliarios adjudicados), con el objetivo de reducir este tipo de activos en su balance y gestionar la actividad inmobiliaria en una unidad separada.

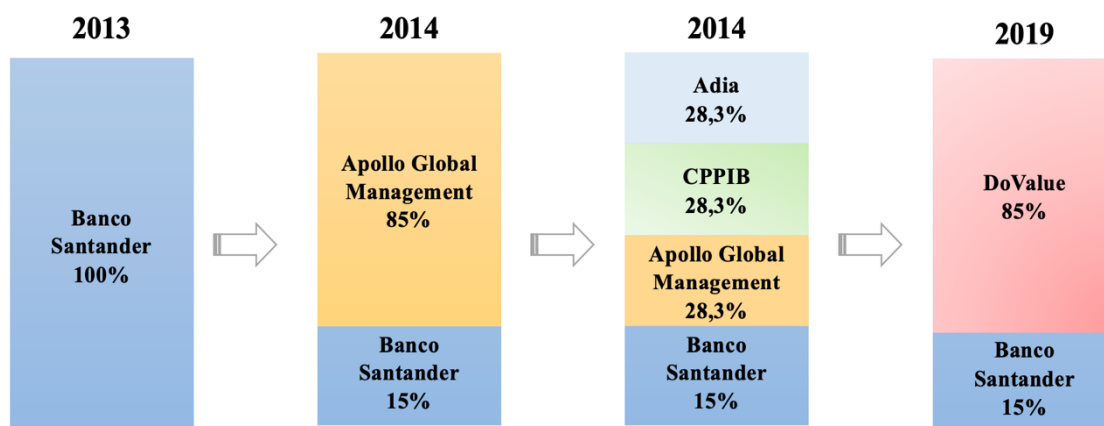
A principios del año 2014, la entidad bancaria vendió el 85% de Altamira al fondo de inversión norteamericano Apollo Global Management por 664 millones de euros, permaneciendo el 15% restante en propiedad del Banco Santander. Tras el acuerdo, el Banco Santander mantuvo en su balance la cartera de activos inmobiliarios y créditos adjudicados, pasando a llevarse a cabo la gestión de los mismos mediante la plataforma Altamira (Banco Santander, 2013). Según la información de la base de datos SABI y del Documento sobre Información No Financiera emitido por Altamira (2018), el fondo de inversión Apollo compró Altamira mediante la creación de una nueva sociedad denominada Altamira Asset Management Holdings S.A. como sociedad propietaria de dicho 85%. Meses después, la propiedad de la sociedad de nueva creación se dividió entre Apollo Global Management, Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) y Abu Dhabi Investment Authority (Adia).

Durante el año 2019, los tres tenedores de la participación mayoritaria (85%) de Altamira alcanzaron un acuerdo para la venta de sus participaciones a doValue S.p.A, manteniendo el 15% el Banco Santander. La entidad doValue, antigua DoBank S.p.A, es una gestora de préstamos italiana controlada por el fondo de inversión estadounidense Fortress. Gracias a la compra de Altamira, doValue se ha convertido en líder del sector



*servicer* en el sur de Europa, con más de 130.000 millones de euros en activos financieros e inmobiliarios adjudicados.

**Figura 4.1.- Evolución de la composición accionarial de Altamira**



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por SABI, Banco Santander (2013) y Aliseda (2018).

### 4.3. SERVIHABITAT SERVICIOS INMOBILIARIOS

Servihabitat Servicios Inmobiliarios S.L. es una sociedad gestora de activos inmobiliarios creada en 2013, por el Grupo la Caixa, con motivo del creciente interés de los inversores extranjeros para invertir en entidades de gestión de servicios inmobiliarios del mercado español.

Anteriormente, eran otras sociedades del grupo (Servihabitat XXI y sus filiales) las que gestionaban la tenencia y enajenación de los activos inmobiliarios del grupo la Caixa, sin embargo, la agrupación optó por segregar la rama de gestión de los activos inmobiliarios para poder llegar a acuerdos con inversores inmobiliarios. Es por ello que, en un principio, se creó Servihabitat Gestión Inmobiliaria S.L.U, para la prestación de servicios inmobiliarios por cuenta de terceros, principalmente propiedades de CaixaBank y de Servihabitat XXI (Criteria CaixaHolding S.A.U., 2013). A continuación, se realizaron operaciones de compraventa entre las sociedades del grupo, que resultaron en la tenencia por parte de CaixaBank del 100% de Servihabitat Gestión Inmobiliaria S.L.U.

Finalmente, mediante un acuerdo con Texas Pacific Group (TPG), fondo de capital riesgo estadounidense, se creó en 2013 un nuevo *servicer* denominado Servihabitat Servicios Inmobiliarios S.L. (en adelante Servihabitat), participado en un 51% por el

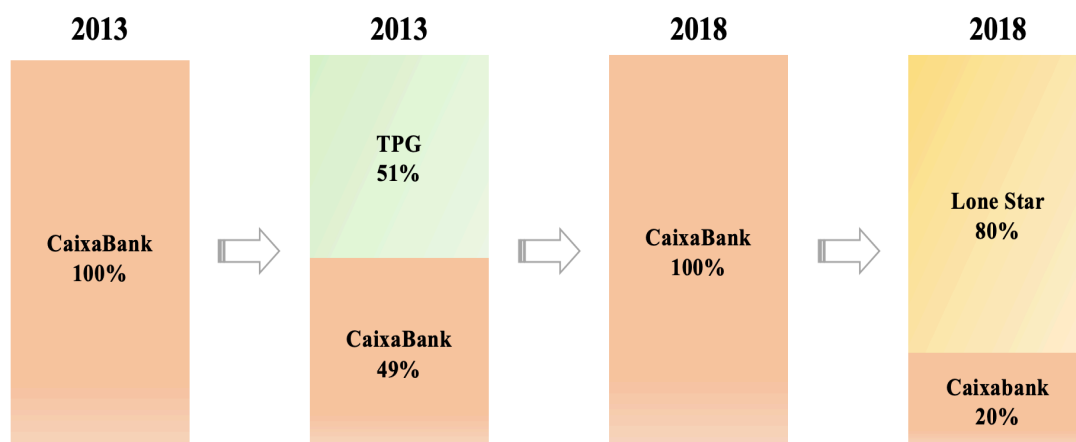
fondo TPG, y en un 49% por CaixaBank. La actividad principal de la nueva sociedad se estableció como la realización de las actividades de gestión de adquisiciones, desarrollo, gestión de activos y su comercialización, sin inmuebles en su balance (Caja de ahorros y pensiones de Barcelona, 2013).

En 2018, CaixaBank anunció la recompra del 51% del capital de su *servicer*, que estaba en manos de TPG. El objetivo de la operación era recuperar el control de la gestora de sus activos inmobiliarios y, consecuentemente, ganar flexibilidad y eficiencia en la gestión y comercialización de los activos, al igual que reducir los costes (Caixabank, 2018a).

A finales del año 2018, CaixaBank traspasó una gran cartera de activos inmobiliarios disponibles para la venta junto con el 100% del capital social de la sociedad Servihabitat Servicios Inmobiliarios S.L a una compañía de nueva denominación, Coral Homes S.L. Esta operación incluyó la posterior venta del 80% de participaciones de Coral Homes S.L. a una compañía filial de Lone Star Fund X y Lone Star Real Estate Fund V, fondos de inversión norteamericanos. CaixaBank mantuvo el 20% de Servihabitat a través de su filial BuildingCenter S.A. Gracias a esta operación, la entidad bancaria consiguió liberarse de activos improductivos en su balance y obtener liquidez sin dejar de tener cierto control sobre el negocio inmobiliario. (Caixabank, 2018b)

A pesar de la venta de parte de Servihabitat, CaixaBank anunció un contrato de *servicing* con el *servicer* para continuar gestionando sus activos inmobiliarios durante cinco años.

**Figura 4.2.- Evolución de la composición accionarial de Servihabitat**



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por Caja de ahorros y pensiones de Barcelona (2013), CaixaBank (2018a, 2018b).

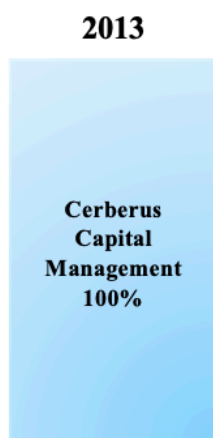
#### 4.4. HAYA REAL ESTATE

Haya Real Estate S.A.U. (en adelante Haya) es una entidad gestora de créditos y activos inmobiliarios, creada en 2013 por Cerberus Capital Management, uno de los fondos de inversión más grandes de Estados Unidos. Su nacimiento tuvo origen en el primer acuerdo del fondo de inversión con la entidad bancaria Bankia, S.A. para la cesión de la gestión de sus activos y pasivos asociados al negocio inmobiliario, quedando la titularidad de los inmuebles y créditos en el grupo Bankia (Bankia, 2013). El contrato entre las dos entidades fue renovado en 2018.

En 2014, el *servicer* firmó un convenio con Cajamar para comprar su gestora inmobiliaria Cimenta2, lo que suponía de nuevo la transferencia de la gestión y comercialización en exclusiva de los activos inmobiliarios y de la actividad de recuperación crediticia durante diez años, pero permaneciendo dichos activos en el balance de Cajamar (Cajamar, 2014).

Durante su trayectoria, ha efectuado diversas alianzas a través de las que ha conseguido el contrato de *servicing* para los activos inmobiliarios adjudicados de Liberbank y los inmuebles actuales y futuros procedentes de ejecuciones bancarias del BBVA. Además, ha conseguido llegar a varios acuerdos para gestionar diversas carteras de la SAREB. Cabe destacar que, la gestora de activos Haya también comercializa los activos que su entidad propietaria, Cerberus, ha adquirido en paquetes a algunas entidades bancarias españolas; por ejemplo, en 2018 compró al Banco Santander una cartera de inmuebles residenciales, que representaban activos tóxicos para la entidad bancaria.

**Figura 4.3: Evolución de la composición accionarial de Haya**



Fuente: elaboración propia a partir de datos proporcionados por SABI.

#### **4.5. ALISEDA SERVICIOS DE GESTIÓN INMOBILIARIA**

Aliseda Servicios de Gestión Inmobiliaria S.L. (en adelante Aliseda) es una sociedad nacida a finales de 2013, con motivo del acuerdo consensuado entre el Banco Popular Español S.A. y las entidades Värde Partners Inc. y Kenedy Wilson, fondos de inversión especializados en el negocio inmobiliario.

El Banco Popular, en el estudio que realizó la Administración para la reestructuración bancaria, pertenecía a las entidades bancarias del grupo 3. Es decir, fue calificada como banco que manifestaba necesidades de capital, pero que presentaba un plan de reestructuración viable para sanearse, por lo que no había necesidad de intervención estatal. Precisamente, dicho plan incluía la culminación de una ampliación de capital y la creación de su propio ‘banco malo’.

El proyecto se llevó a cabo mediante la venta del negocio de gestión inmobiliaria del Banco Popular a la sociedad de nueva creación Aliseda Servicios de Gestión Inmobiliaria. La venta se instrumentalizó a través de una aportación de capital y préstamos de socios, cuya aportación mayoritaria (51%) fue proporcionada por Värde Partners Inc. y Kenedy Wilson, y el capital restante (49%) por el Banco Popular.

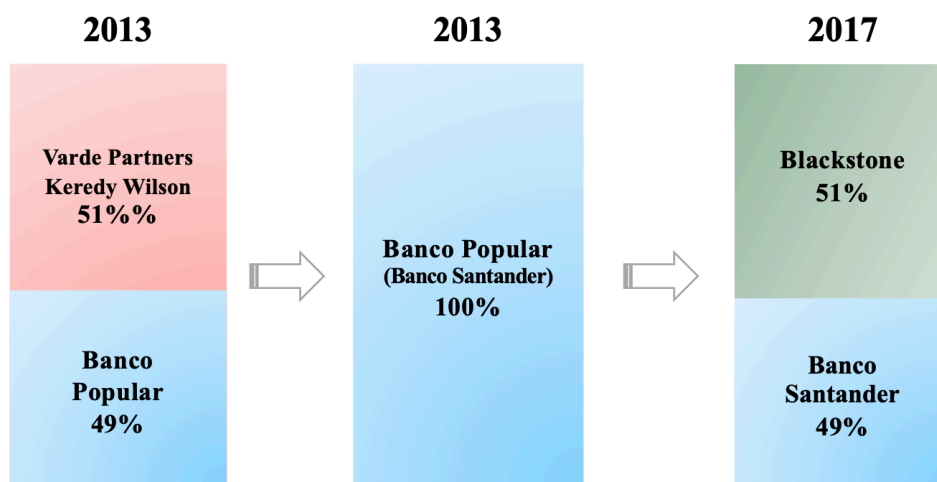
El Informe de las Cuentas Anuales Individuales del Banco Popular (2013), define el objetivo de esta sociedad conjunta como la separación del negocio inmobiliario de la actividad principal del banco, en busca de la obtención de la máxima rentabilidad en la línea inmobiliaria. Para ello, se traspasaron a la nueva sociedad, Aliseda, activos inmobiliarios y créditos destinados a la construcción y promoción, los cuales se gestionan y comercializan únicamente a través de Aliseda, perdiendo el Banco Popular el control y sus correspondientes riesgos y beneficios.

El primer año de funcionamiento, Aliseda consiguió un EBIT de casi 140 millones de euros, según datos de SABI. Sin embargo, el Banco Central Europeo constató en 2017 la inviabilidad de la continuidad del Banco Popular de forma independiente, motivo por el cual tuvo que ser comprado por el Banco Santander S.A., por el importe simbólico de un euro. La última entidad negoció con el fondo de inversión Blackstone una nueva alianza inmobiliaria para vender conjuntamente los activos inmobiliarios procedentes del Banco Popular, lo que incluía los activos adjudicados a la gestora inmobiliaria Aliseda. Para llevar a cabo esta operación, los fondos Värde Partners Inc. y Kenedy Wilson vendieron el 51% de las participaciones al Banco Popular, de este modo la entidad contaba con el 100% del capital. A continuación, se traspasaron el total de las participaciones a una nueva sociedad denominada Project Quasar Investments 2017 S.L., cuyo capital

pertenece en un 49% al Banco Santander y en un 51% a Blackstone. La gestión del patrimonio constituido en la sociedad conjunta fue atribuida a Blackstone, continuando este en 2020 administrando los activos (Banco Popular, 2017).

Durante 2020, la prensa ha anunciado que los dos socios han pactado una opción para la recompra del total del capital de Aliseda por parte del Banco Santander, que podrá ejercer bajo ciertas condiciones a partir del 2023 (Martínez, 2020).

**Figura 4.4.- Evolución de la composición accionarial de Aliseda**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Banco Popular (2013, 2017).

## 5. APLICACIÓN PRÁCTICA: ANÁLISIS EMPÍRICO

Una vez conocidas las principales entidades que forman parte del panorama inmobiliario español y con el fin de lograr un mayor entendimiento sobre la situación financiera que caracteriza a este tipo de empresas, en primer lugar, se realizará un análisis económico y financiero individual de la SAREB y, en segundo lugar, otro conjunto de los cuatro principales *servicers*. Esta separación se debe a las diferencias estructurales que separan la SAREB de los *servicers*.

La SAREB se constituyó traspasando a su balance numerosos activos tóxicos, emitiendo a cambio tanto deuda suscrita por las entidades que poseían anteriormente dichos activos, como deuda subordinada suscrita por sus socios (SAREB, 2019b). Su estructura económico-financiera es muy compleja, pero cabe señalar que toda la deuda está avalada por el Estado, por lo que, a pesar de que presenta patrimonio neto negativo

la garantía del cobro de deuda para sus acreedores está asegurada por el propio Estado español. El análisis se va a realizar teniendo en cuenta las peculiaridades de la sociedad.

A diferencia de la SAREB, los *servicers* son grandes sociedades gestoras de activos inmobiliarios, por lo que no cuentan con dichos activos en su balance, sino que contabilizan en su activo la cesión de derechos de gestión que tienen sobre los mismos. La interpretación de la información contable de los *servicers* se va a realizar empleando los datos disponibles para este tipo de sociedades cuyos propietarios son en su mayoría fondos de inversión, caracterizados por la opacidad de información.

Para el estudio empírico se ha obtenido la información contable de la base de datos SABI para las cinco sociedades (SAREB, Altamira, Servihabitat, Haya y Aliseda). Tanto la SAREB, como los cuatro *servicers* objeto de estudio se constituyeron en 2013, año que utilizaron en su mayoría para formalizar su estructura y organización. Por este motivo, el periodo a analizar comienza en 2014, año en el que todo el conjunto ya había iniciado su actividad principal, y comprende hasta 2018, último año disponible.

## 5.1. RATIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

El análisis económico y financiero tanto para la SAREB, como para los cuatro *servicers* principales se va a dividir en un análisis económico para examinar la rentabilidad de los activos, y en un análisis financiero para estudiar los recursos financieros y su adecuación a las inversiones. Con ese fin se van a emplear las siguientes medidas explicadas en este apartado.

### 5.1.1. Análisis económico

El ratio de rentabilidad económica o rentabilidad sobre activos, conocido como ROA (*Return of Assets*), se obtiene de la división del resultado antes de interés e impuestos (EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*) entre el total del activo. Es la tasa de rentabilidad de las inversiones realizadas por la compañía, las cuales se corresponden con el total del activo del balance de situación (Archel et al., 2015)

$$\text{Rentabilidad económica} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total activo}}$$

Esta medida muestra la relación entre el beneficio obtenido en un periodo de tiempo y los activos totales de la empresa, independientemente de la procedencia de la financiación.

El valor óptimo del resultado del ratio es un valor positivo ya que muestra que la empresa está obteniendo rentabilidad de sus activos. Ante valores más altos, la rentabilidad de la empresa será mayor, ya estará obteniendo más dinero utilizando menos inversiones, y consecuentemente, la situación económica será más óptima. Por el contrario, una rentabilidad negativa evidencia la obtención de pérdidas por parte de los activos de la empresa (Palomares & Peset, 2015).

### **5.1.2. Análisis financiero**

#### ***Ratio de solvencia***

El ratio de solvencia relaciona el activo corriente con el pasivo corriente de una misma compañía (Ozkan, 2001). Esta medida representa la capacidad de la empresa para cancelar todas sus deudas y compromisos de pago a corto plazo empleando sus elementos del activo circulante (Archel et al., 2015).

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

En la literatura previa, se suele relacionar la solvencia superior a la unidad con empresas en mejor posición, ya que quiere decir que el activo corriente de la compañía es superior al pasivo circulante y, por lo tanto, la compañía no tendría problemas para cancelar las deudas a corto plazo si empleara todo su activo corriente. A pesar de que un excesivo nivel de liquidez puede asegurar la solvencia a corto plazo, también muestra un escaso aprovechamiento de capitales, lo que puede influir negativamente en la rentabilidad total de la empresa. Además, es importante valorar la liquidez de la empresa atendiendo a las circunstancias y la actividad de la misma, ya que las necesidades pueden variar por empresa (Rivero, 2009).

#### ***Ratio de tesorería***

El ratio de tesorería mide la capacidad inmediata de la compañía para atender sus deudas a corto plazo con el efectivo y equivalentes. La empresa debe buscar el equilibrio para mantener valores del ratio que le permitan disponer de liquidez inmediata, pero sin que implique la pérdida de rentabilidad y eficacia de los activos. (Garrido & Íñiguez, 2012)

$$\text{Ratio de tesorería} = \frac{\text{Tesorería y equivalentes de efectivo}}{\text{Pasivo circulante}}$$

Un valor superior a la unidad asegura la solvencia a corto plazo de la empresa, pero probablemente revele la pérdida de rentabilidad. Normalmente, el importe superior a 0,20 se considera elevado, no obstante, depende de las características de cada empresa.

### ***Ratio de apalancamiento financiero***

El apalancamiento financiero relaciona el pasivo total de la empresa con su activo total. Este cálculo permite conocer qué porcentaje de los activos es financiado por terceros (Aching, 2005).

$$\text{Apalancamiento financiero} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$$

El valor óptimo del ratio depende del sector y de las características de la empresa. Sin embargo, puede señalarse que un valor superior al 60% prueba que la compañía obtiene gran parte de su financiación de terceros, lo que desencadena una gran dependencia de los mismos y una mayor carga de intereses. Por el contrario, un valor inferior al 40% puede indicar que la empresa cuenta con un nivel de recursos propios muy elevados.

### ***Ratio de coste de deuda***

El ratio de coste de deuda mide el coste de la financiación proporcionada por terceros. Relaciona los gastos financieros con el total de las deudas de la compañía (Ayala & Navarrete, 2004).

$$\text{Coste de deuda} = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deudas totales}}$$

Es conveniente que este ratio sea lo más bajo posible, puesto que cuanto menor sea, más barata será la deuda con terceros que asume la empresa. Además, es interesante compararlo con el coste medio del dinero en el mismo periodo con el objetivo de conocer si el coste de deuda es razonable.

El coste de la deuda puede depender tanto de la actividad como del tamaño de las empresas, pero también es importante la situación económica y financiera que tiene la



empresa. Un bajo coste de deuda respecto a competidores del mismo sector puede ser una ventaja, ya que quiere decir que la empresa podría presentar mejores condiciones ya sean económicas, financieras o de otro carácter para la solicitud de financiación ajena, y por lo tanto tiene más facilidades de acceso a la deuda o mejores condiciones en la deuda externa.

### ***Ratio de garantía***

El ratio de garantía es la relación existente entre el activo total y las deudas totales de la empresa. Indica la garantía que la empresa ofrece a sus acreedores para el cobro de las deudas, constituida en base a todos los activos de la empresa (Rivero, 2009).

$$\text{Ratio de garantía} = \frac{\text{Activo total}}{\text{Pasivo corriente} + \text{Pasivo no corriente}}$$

Si el valor del ratio es menor a la unidad, existe riesgo de quiebra pues la acumulación de pérdidas ha consumido los recursos propios de la compañía. Por lo tanto, se recomienda que este ratio se sitúe en valores superiores a la unidad.

## **5.2. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA SAREB**

La SAREB, a pesar de que se constituyó como empresa privada, opera con unas características muy diferenciadas de los *servicers*. Nació en el contexto de reestructuración bancaria, con el objetivo de limpiar los balances de los activos tóxicos de las entidades bancarias en mala situación financiera tras la crisis inmobiliaria que sufrió España. Consecuentemente, hay que tener en cuenta que no se trata de una compañía cuyo objetivo principal sea obtener beneficio de su actividad, sino que es considerada como una entidad de utilidad pública cuyo fin es la gestión y liquidación de los activos transferidos. Su balance se compone principalmente de activos tóxicos, a los que aún está intentando dar salida, y de deuda subordinada, que debe cancelar mediante el líquido obtenido con las ventas. La sociedad cuenta con duración limitada hasta el año 2027.

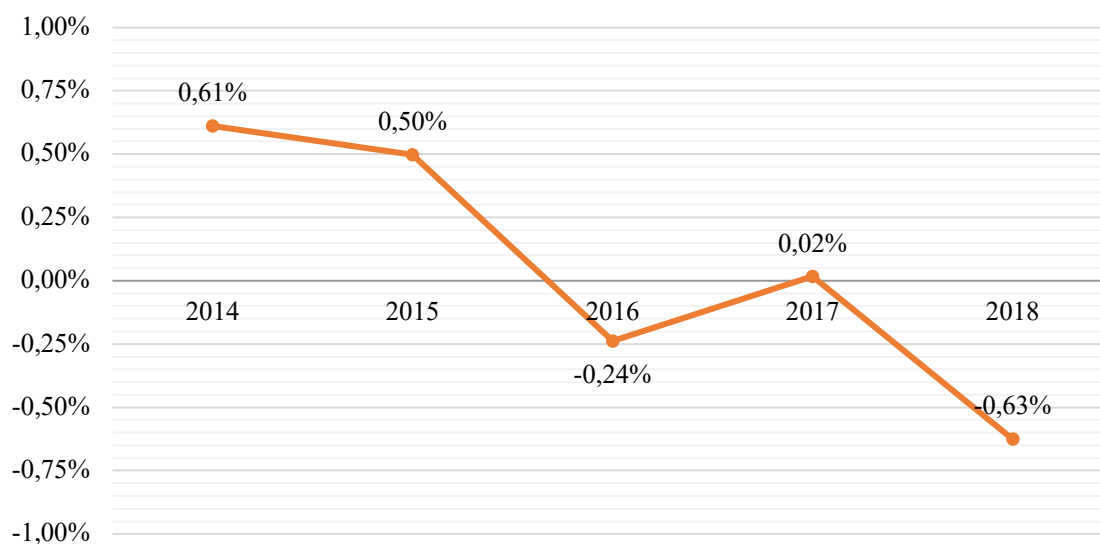
### **5.2.1. Análisis económico de la SAREB**

En el análisis de la rentabilidad de los activos (ROA) de la SAREB, la compañía presenta para todos los años una rentabilidad cercana a 0 (véase gráfico 5.1). Esto indica

que la organización apenas está obteniendo rendimiento de sus activos. No obstante, como se ha indicado, la SAREB no fue constituida para obtener la máxima rentabilidad, sino con un fin social, aunque busca evitar obtener pérdidas y por lo tanto la rentabilidad negativa de los activos indicaría que la situación de la SAREB no aporta ningún beneficio económico. Existen dos periodos, 2016 y 2018, en los que la rentabilidad de los activos es negativa, originada por la obtención del resultado antes de beneficios e impuestos negativo.

También es importante tener en cuenta el origen de la mayor parte de los activos de la SAREB: son activos tóxicos e improductivos con dificultad para producir altos rendimientos.

**Gráfico 5.1.- Ratio rentabilidad económica SAREB**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

### 5.2.2. Análisis financiero de la SAREB

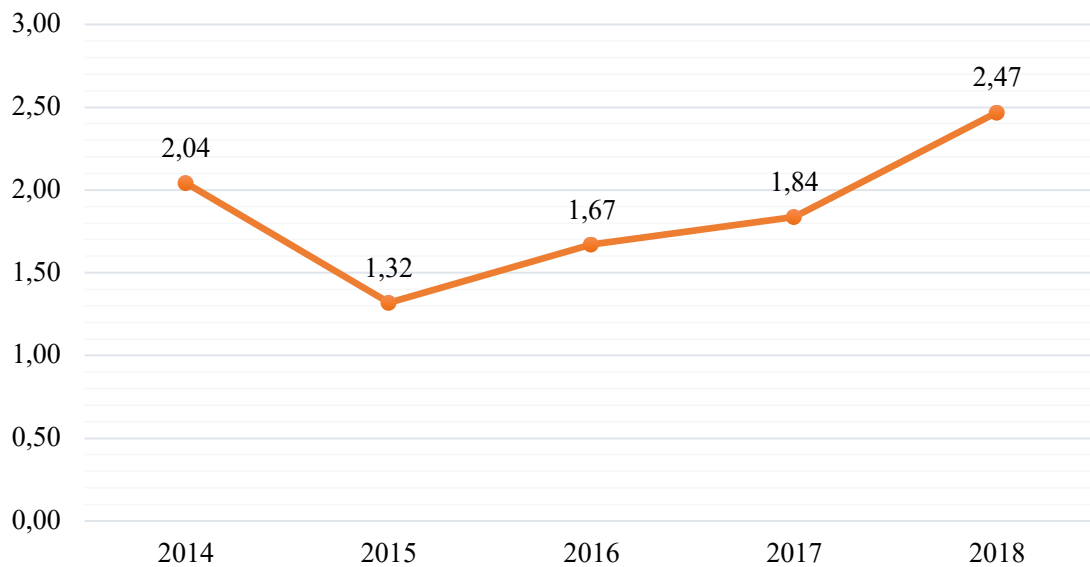
#### *Ratio de solvencia*

El ratio de solvencia de la SAREB presenta valores superiores a la unidad para todos los periodos, llegando incluso en el año 2018 a ser 2,47% (véase gráfico 5.2). Estos valores garantizan la solvencia de la compañía a corto plazo puesto que podría hacer frente sin problemas a todas las deudas a corto plazo con su activo circulante.

Generalmente, se interpreta que altos valores para el ratio de solvencia son señal de buena situación de liquidez a corto plazo; sin embargo, desde el punto de vista económico, puede tener un exceso de liquidez que no esté aprovechando para conseguir rentabilidad.

En este caso, el objetivo primordial de la SAREB no es desarrollar un negocio rentable, sino dar salida a todos los activos tóxicos para completar el saneamiento iniciado con la reestructuración bancaria.

**Gráfico 5.2.- Ratio de solvencia de la SAREB**

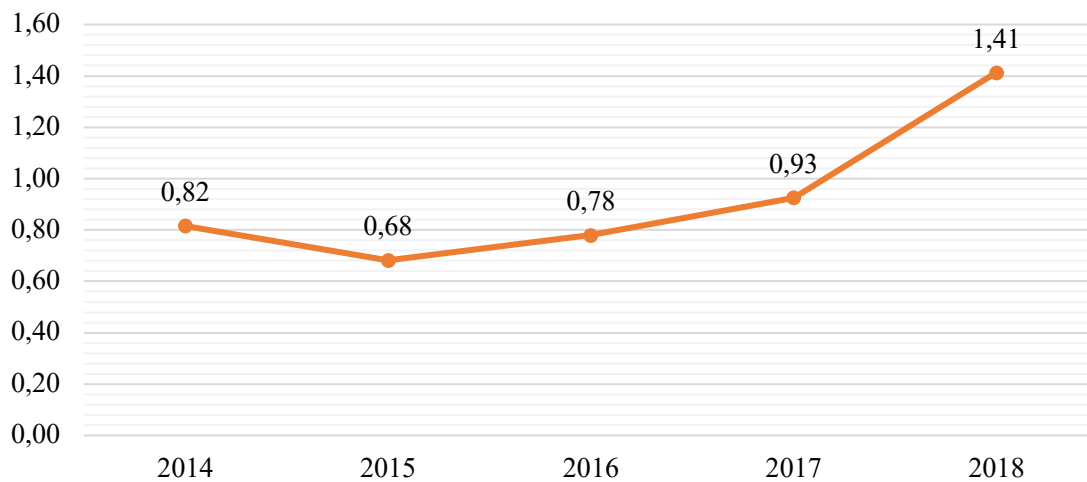


Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

### ***Ratio de tesorería***

Dado que el balance de la SAREB está integrado principalmente por activos improductivos, igualmente en el activo circulante existen elementos que pueden generar incertidumbre de su capacidad de transformación en tesorería, como son los inmuebles o los derechos de cobro. Es por ello que es interesante calcular la capacidad inmediata de la compañía para hacer frente a sus deudas con el efectivo y los equivalentes de efectivo disponibles. El gráfico 5.3 muestra los altos valores del ratio de tesorería para todos los años (normalmente por encima de 0,20 se considera elevado). Los valores siguen una tendencia positiva y, en 2018, el dato llega a ser superior a la unidad, lo que asegura la solvencia a corto plazo de la empresa.

Estos valores nos vienen a confirmar lo concluido con el ratio de solvencia: SAREB cuenta con buena situación de solvencia a corto plazo, pero podría estar perdiendo rentabilidad y eficacia debido al exceso de tesorería. No obstante, la compañía no busca obtener dicha rentabilidad, sino simplemente liquidar los activos evitando pérdidas.

**Gráfico 5.3.- Ratio de tesorería de la SAREB**

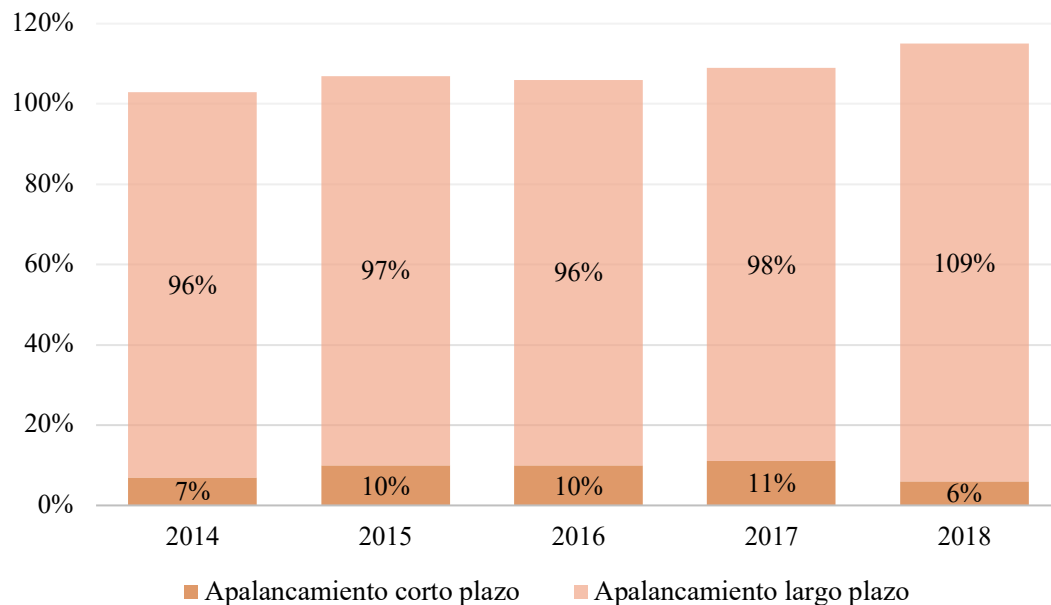
Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

#### ***Ratio de apalancamiento financiero***

El ratio del apalancamiento financiero de la SAREB para todos los años es superior a al 100% (véase gráfico 5.4), lo que quiere decir que el pasivo total es superior al activo total. Por lo tanto, la compañía obtiene más del 100% de la financiación de terceros. Para la interpretación, se debe recordar de nuevo las características singulares de la empresa, puesto que su balance se constituyó traspasando los activos tóxicos de las entidades bancarias y emitiendo deuda en beneficio de las mismas. No obstante, toda la deuda está avalada por el Estado.

Atendiendo a la evolución del ratio, el porcentaje se incrementa en cada periodo, es decir, el pasivo cada vez es más mayor que el activo, empeorando la situación financiera.

La diferenciación entre apalancamiento financiero a corto y a largo plazo nos muestra en el gráfico 5.4, que para la mayoría de los años la proporción de la deuda a largo plazo es mayor (el apalancamiento a corto plazo se mantiene entorno al 10%), por lo que la compañía cuenta con más flexibilidad para poder atender dichas deudas a su vencimiento. Igualmente, se podría afirmar que SAREB cuenta con buena calidad de deuda.

**Gráfico 5.4.- Ratio de apalancamiento de la SAREB**

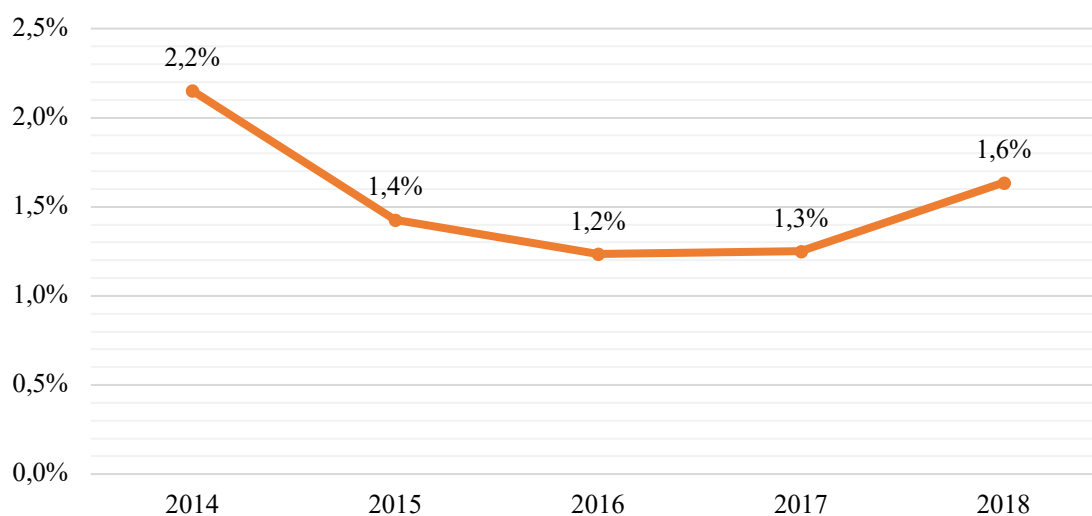
Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

En conclusión, SAREB cuenta con demasiada financiación de terceros, incluso siendo mayor el pasivo total que el activo total, lo que en condiciones normales podría indicar una situación de quiebra técnica. No obstante, hay que atender a las características especiales de la compañía y a su objetivo principal, que no es maximizar sus beneficios.

#### ***Ratio del coste de la deuda***

La SAREB se constituyó emitiendo deuda subordinada suscrita por sus propios accionistas y por los bancos que eran propietarios de los activos traspasados. Al contar con tal nivel de financiación ajena, los gastos financieros son de gran relevancia en la cuenta de resultados de la empresa, habiéndolos reducido desde 2014 a 2018 casi a la mitad, lo que es buena señal (véase gráfico 5.5).

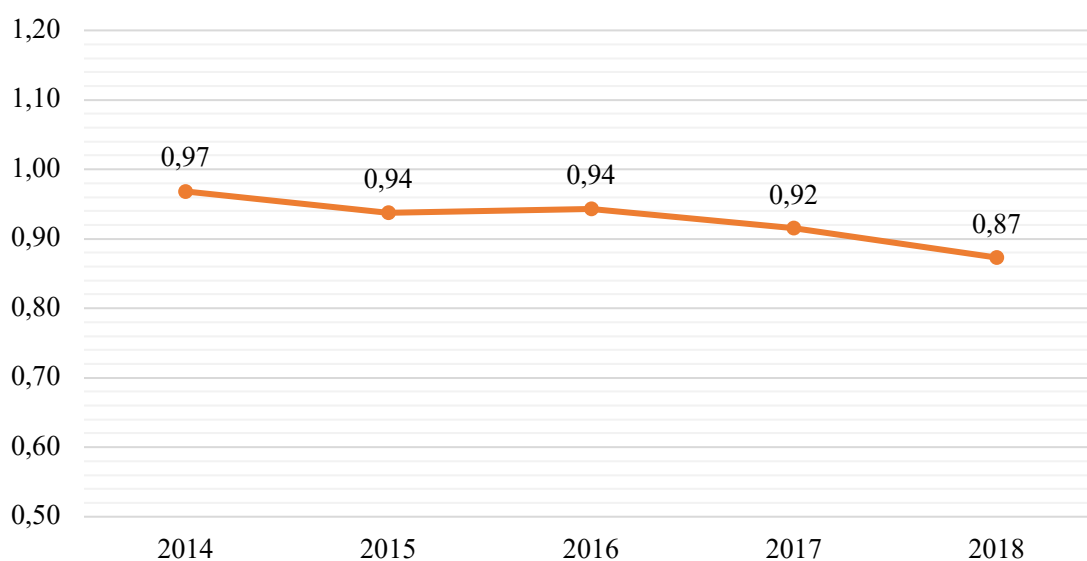
Relacionando los gastos financieros existentes con la deuda de la compañía obtenemos un coste de deuda medio de 1,5% para el periodo 2014-2018, buen dato comparado con el precio medio del dinero para el mismo periodo, que fue del 3,3% según datos del Banco de España (2020).

**Gráfico 5.5.- Ratio del coste de la deuda de la SAREB**

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

### ***Ratio de garantía***

El ratio nos indica la garantía de la empresa para hacer frente al pago de las deudas. Para todos los años, el valor es inferior a la unidad, además su evolución es negativa (véase gráfico 5.6). Los datos indican que la empresa no podría hacer frente a todas sus deudas ni liquidando todo el activo de su balance. No obstante, cabe señalar que la deuda de la SAREB está avalada por el Estado por lo que la garantía real es mucho mayor, puesto que en última instancia será el Estado el que asuma las deudas de la compañía.

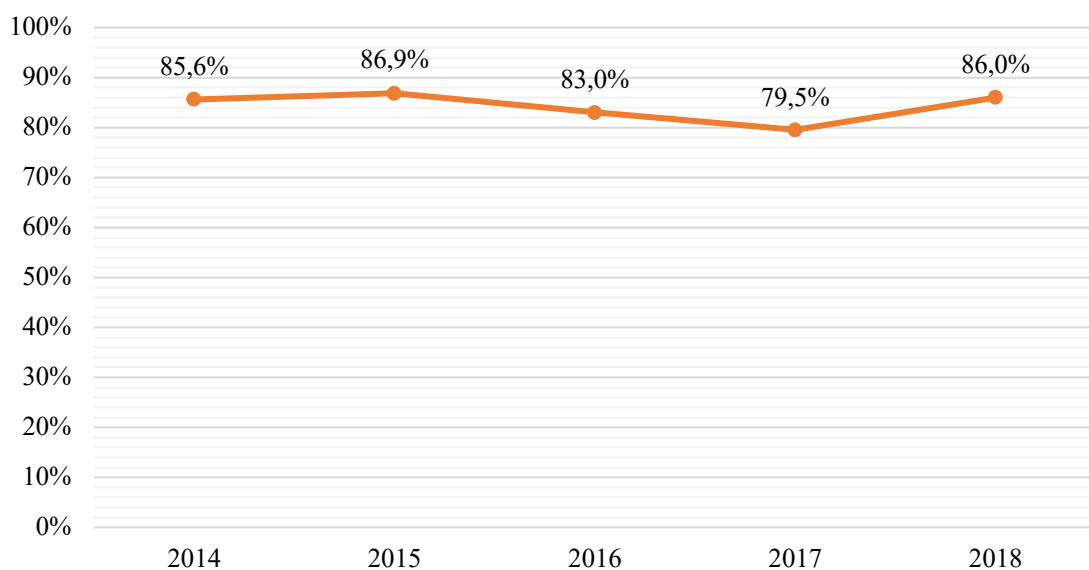
**Gráfico 5.6.- Ratio de garantía de la SAREB**

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

### ***Ratio del porcentaje de inmovilizado sobre el activo total***

La medida nos indica cuál es el porcentaje que representa el inmovilizado sobre el activo total. En el caso de la compañía el porcentaje se sitúa alrededor del 85%, lo que quiere decir que la mayor parte el activo está formado por inmovilizado, el cual incluye los activos inmobiliarios improductivos. Basándose en el objetivo de la SAREB, que es dar salida a dichos activos, estos deberían ir reduciéndose a lo largo del tiempo. Efectivamente, este hecho sí ha tenido lugar puesto que, dentro del activo fijo, sobre todo la partida de créditos a terceros a largo plazo, se ha visto significativamente reducida a la mitad. Esto tiene efecto en la evolución del ratio puesto que de 2014 a 2017 el peso del inmovilizado disminuye; sin embargo, en el 2018 aumenta como consecuencia de una reducción del activo corriente, pues muchos créditos a corto plazo fueron cancelados, y a pesar de que el activo fijo disminuyó, el activo corriente lo hizo en mayor proporción, lo que provocó que el peso del inmovilizado sobre el activo total volviera a aumentar (véase gráfico 5.7).

**Gráfico 5.7.- Ratio de inmovilizado sobre activo total de la SAREB**



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI

### **5.3. ANÁLISIS ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LOS PRINCIPALES *SERVICERS***

Los cuatro *servicers* del mercado español con más ingresos de explotación para 2018 fueron, por orden: Altamira, Servihabitat, Haya y Aliseda. La base de datos SABI califica a los cuatro dentro del código de actividad CNAE 2009 en el grupo 6832 descrito como “gestión y administración de la propiedad inmobiliaria”. Todos ellos se caracterizan por dedicarse a la gestión de activos que no se encuentran en sus balances, sino en las sociedades que han cedido dicha gestión. No obstante, los *servicers* contabilizan esa cesión de derechos en el balance como inmovilizado intangible.

Según el informe de Axis Corporate (2019), el *servicer* que más activos bajo gestión tiene es Altamira, valorados en 54.600 millones de euros, también es el que cuenta con mayor cuota de mercado e ingresos de explotación. No obstante, se debe realizar un análisis económico y financiero para conocer más detalladamente la situación de cada uno de ellos, una vez conocido el contexto en el que desarrollan su actividad. Gracias al estudio de la información contable, se va a comparar la rentabilidad obtenida de los activos, se va a estudiar la capacidad de liquidez a corto plazo, así como su apalancamiento, la garantía a los acreedores o el porcentaje de inmovilizado en el activo fijo. Para la interpretación se empleará también la información de las masas patrimoniales del balance y la cuenta resultados.

#### **5.3.1. Análisis económico de los principales *servicers***

Los datos para el conjunto de las cuatro empresas revelan que no parece existir una tendencia unánime para todos los *servicers* durante el periodo analizado. No obstante, la mayoría presentan rentabilidad sobre los activos positiva para todos los años, excepto dos de ellos para el último año.

En el gráfico 5.8. se aprecia la evolución negativa de la compañía Aliseda, la cual obtuvo en 2014 la mayor rentabilidad económica del grupo, un 17,50%; sin embargo, ha ido descendiendo hasta ser negativa en 2018, debido al resultado negativo del ejercicio.

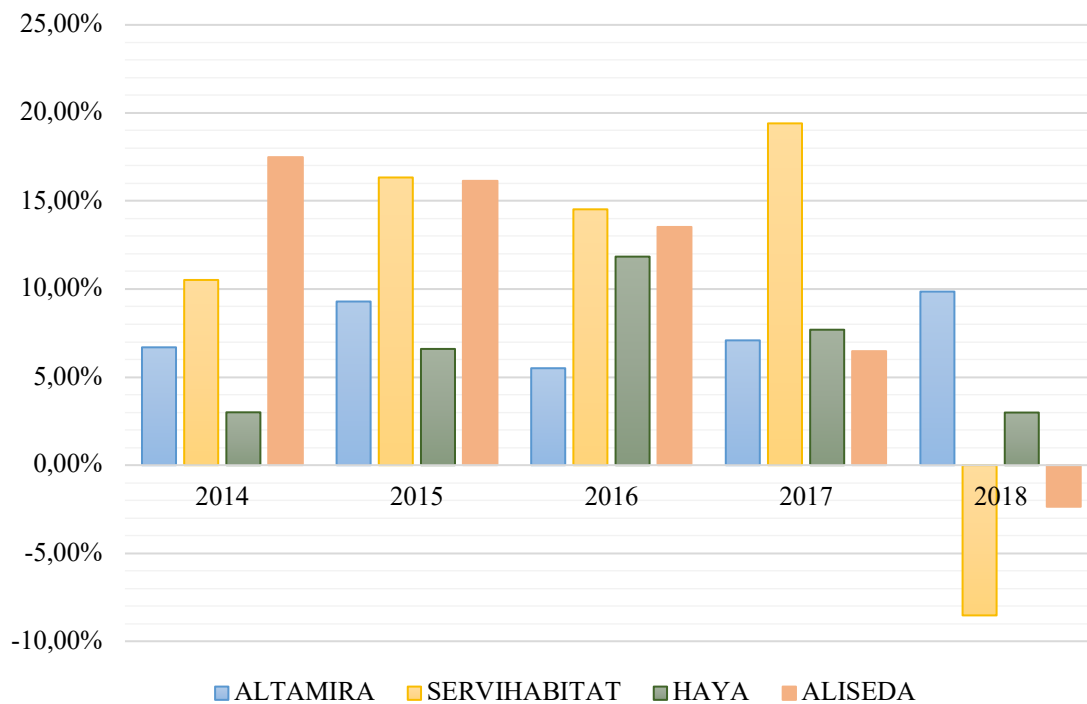
Altamira y Haya obtienen rentabilidades positivas para todos los años. El primero se mantiene entorno al 7,5%. En cambio, el dato de Haya varía más durante el periodo, siendo su mejor año el 2016, en el que alcanzó casi el 18% de rentabilidad económica; no obstante, retrocedió los dos periodos siguientes.

Servihabitat presentaba datos buenos de rentabilidad de los activos, entre el 10% y 20%, pero en el 2018 el ratio cayó hasta casi el -9%, cuyo origen es el resultado negativo



del ejercicio. Observando la cuenta de pérdidas y ganancias, se podría concluir que el mal resultado es debido al ligero aumento de gastos de personal y al notable incremento de pérdidas procedentes del inmovilizado, ocasionadas probablemente por la venta de inmovilizado a un precio inferior del que representaba en el balance de la empresa.

**Gráfico 5.8.- Ratio de rentabilidad económica de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

En conclusión, la rentabilidad más estable es la de Altamira ya que se mantiene entorno a las mismas cifras a lo largo del periodo. En cambio, Aliseda tiene tendencia negativa, Haya ha descendido en los últimos dos años y Servihabitat a pesar de ser altas, el último año fue negativa.

### 5.3.2. Análisis financiero de los principales *servicers*

#### *Ratio de liquidez*

Para las empresas a analizar, el valor de los ratios de solvencia son prácticamente iguales a los valores del ratio de liquidez<sup>1</sup> ya que las empresas del sector apenas cuentan

<sup>1</sup> Ratio de liquidez = (Activo Corriente – Existencias – Activo No Corriente Mantenido Para La Venta) / Pasivo Circulante

ni con existencias ni con activos no corrientes mantenidos para la venta; es decir, la mayoría del activo circulante está compuesto por derechos de cobro, tesorería y equivalentes.

Altamira comenzó sus primeros dos años con valores por debajo de la unidad, sin embargo, a partir de 2016 el ratio de solvencia fue superior a la unidad lo que es buena señal, pero ha ido disminuyendo lo que puede suponer acercarse a una liquidez ajustada a corto plazo.

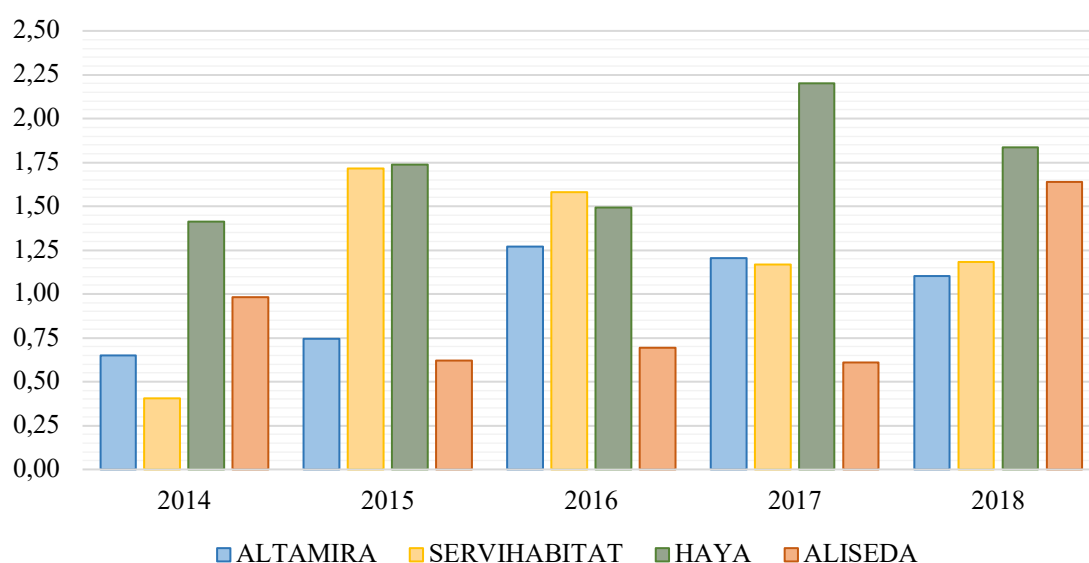
Servihabitat, a excepción del año 2014, refleja buena situación de solvencia a corto plazo puesto que la media del valor para todo el periodo es 1,20.

Por otro lado, la gestora Haya destaca por los elevados valores, llegando a tener el doble de activo corriente que deuda a corto plazo lo que asegura su solvencia a corto plazo. Desde el punto de vista económico, contar con elevada liquidez a corto plazo puede ser contraproducente ya que probablemente se esté perdiendo rentabilidad.

Aliseda hasta 2017 mostraba dificultades para poder cancelar las deudas a corto plazo con su activo corriente, lo que indicaba problemas de liquidez a corto plazo puesto que el activo corriente era menor que el pasivo corriente; es decir, la empresa presentaba una situación técnica de suspensión de pagos. En 2018 la compañía redujo a más de la mitad su pasivo líquido lo que le ha permitido aumentar de forma considerable su liquidez.

El gráfico 5.9 representa la evolución de los datos del ratio de liquidez para los cuatro *servicers* objeto de estudio.

**Gráfico 5.9.- Ratio de liquidez de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

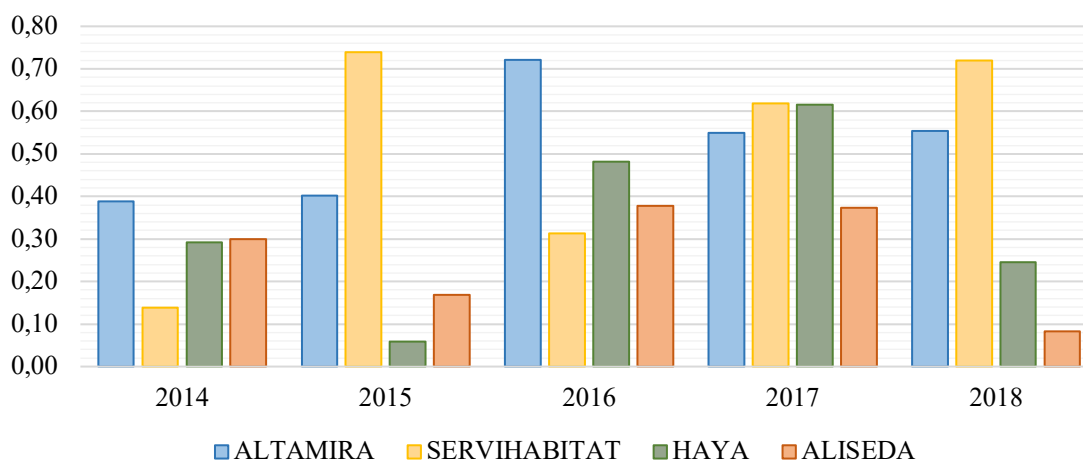
En conclusión, la compañía Haya es la que mejor datos de liquidez a corto plazo parece presentar para todo el periodo analizado (2014-2018). No obstante, podría tener un exceso de liquidez que revele una posible pérdida de rentabilidad desde el punto de vista económico. La situación de liquidez de las empresas con valores más cercanos a la unidad (Altamira y Servihabitat) dependerá de la capacidad de cobro de los créditos concedidos puesto que estas partidas representan el mayor peso porcentual del activo corriente.

### **Ratio de tesorería**

En general, la capacidad inmediata de todos los *servicers* para hacer frente al pago de las deudas a su vencimiento mediante el efectivo disponible parece ser buena, incluso elevada, puesto que normalmente si es superior a 0,10 o 0,20 suele considerarse un valor excesivo, ya que indica la posible pérdida de rentabilidad y eficacia de esos activos. Por lo tanto, con los datos analizados, Altamira y Servihabitat parecen no tener problemas de liquidez a corto plazo.

Cabe señalar que, el ratio de tesorería de Haya para 2014 presentó un valor muy bajo, debido a la gran caída de efectivo que rápidamente recupero el siguiente año. La misma situación se dio en Aliseda para 2018, motivado igualmente por una bajada casi del 50% del efectivo respecto al año anterior. Por el contrario, el total del activo corriente aumentó por el incremento de los créditos a clientes. Por lo tanto, Aliseda en el último año ha bajado el peso de la tesorería en su activo corriente perdiendo capacidad inmediata para hacer frente al pago de las deudas y ha aumentado el peso de los créditos. El gráfico 5.10. representa los valores de los ratios de tesorería para los *servicers* analizados.

**Gráfico 5.10.- Ratio de tesorería de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

### ***Ratio de apalancamiento financiero***

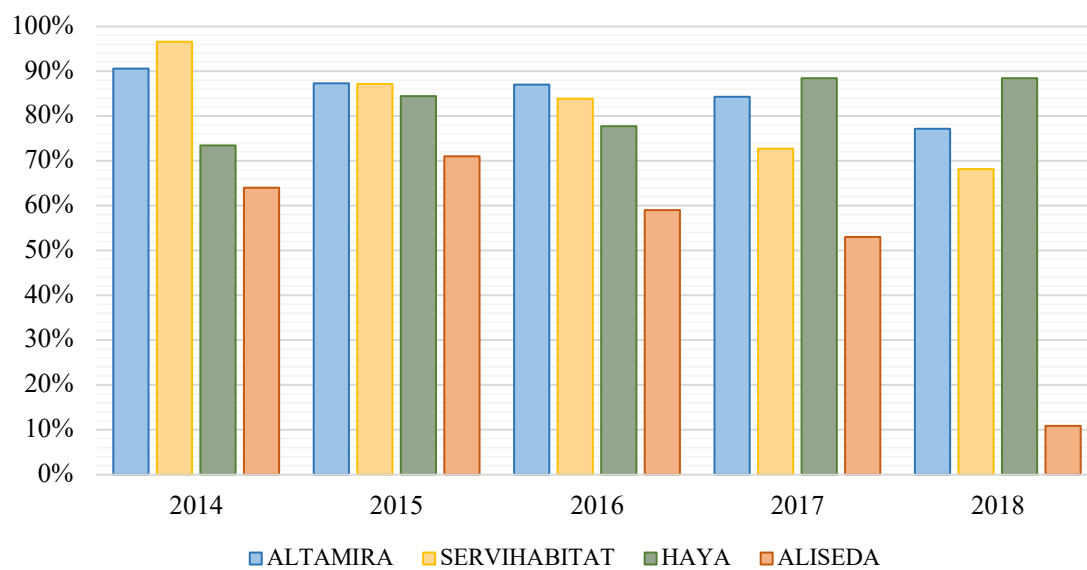
El apalancamiento financiero medio del grupo se sitúa en torno al 80%. Los *servicers* obtienen la mayor parte de la financiación de terceros, lo que podría suponer una carga de intereses financieros y una excesiva dependencia de los acreedores (pérdida de autonomía).

En esta medida, Altamira ha reducido en 12 puntos su apalancamiento en 2018 respecto a 2014 debido a la disminución de sus deudas a largo plazo, ganando así autonomía financiera. A lo largo del periodo analizado, a pesar de que su activo ha disminuido, el pasivo fijo lo ha hecho en mayor grado, lo que ha provocado dicha disminución del apalancamiento. Lo mismo ha ocurrido con la compañía Servihabitat que sigue una tendencia a la baja, puesto que, el montante de deuda total en 2018 es un 42% menor respecto al 2014.

Haya, por el contrario, ha ido aumentando su apalancamiento financiero a lo largo del periodo. Sus deudas totales se han incrementado siendo en 2018 casi el doble que en 2014, lo que por consiguiente indica que ha perdido autonomía financiera. En 2018 se sitúa como el *servicer* del grupo con más apalancamiento.

Respecto a Aliseda, presenta un desapalancamiento financiero progresivo con una gran bajada en 2018. Este descenso se debe a la cancelación de todas sus deudas a largo plazo y parte de las deudas a corto plazo. Este hecho podría estar motivado por un cambio en los planes financieros de la empresa. En los años previos, la empresa no disponía de suficiente liquidez a corto plazo (véase gráfico 5.9), hecho por el que parece haberse realizado una aportación extraordinaria de los socios, que ha permitido aumentar casi al doble sus fondos propios y, por consiguiente, obtener liquidez, cancelar las deudas con el fin de mejorar su situación financiera y conseguir mayor autonomía financiera.

El gráfico 5.11. muestra la evolución del ratio de apalancamiento financiero para los cuatro *servicers* analizados en el periodo de años objeto de estudio.

**Gráfico 5.11.- Ratio de apalancamiento financiero de los principales *servicers***

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

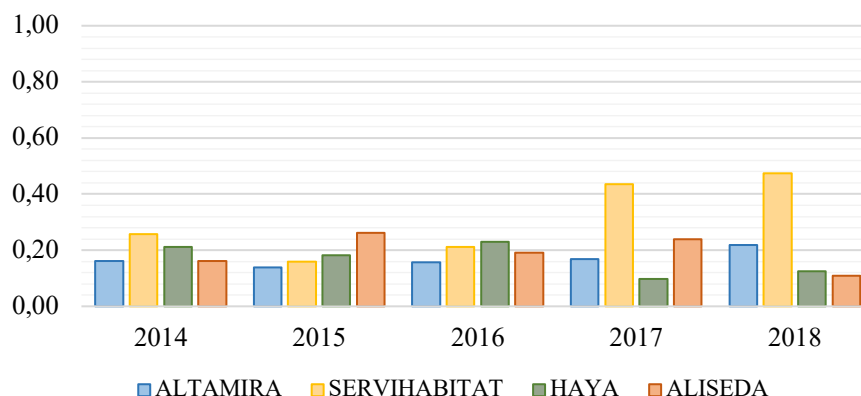
Igualmente, es interesante analizar cuál es el porcentaje de apalancamiento financiero tanto a corto, como a largo plazo para conocer la calidad de la deuda.

Los gráficos 5.12 y 5.13 indican que el apalancamiento a largo plazo es mayor que a corto para todos los datos de Altamira y Haya, lo que significa que cuentan con buena calidad de deuda, indicando que las sociedades pueden tener mayor flexibilidad para atender al pago de las obligaciones.

Destaca Servihabitat que en 2017 y 2018 redujo su deuda a largo plazo y la aumentó a corto plazo, este dato podría ser preocupante porque mostraría una mala calidad de la deuda. Por el contrario, los ratios de liquidez y tesorería indican que la empresa cuenta con suficiente capacidad para hacer frente al pago de sus compromisos a corto plazo ya que para dichos años ha aumentado su tesorería.

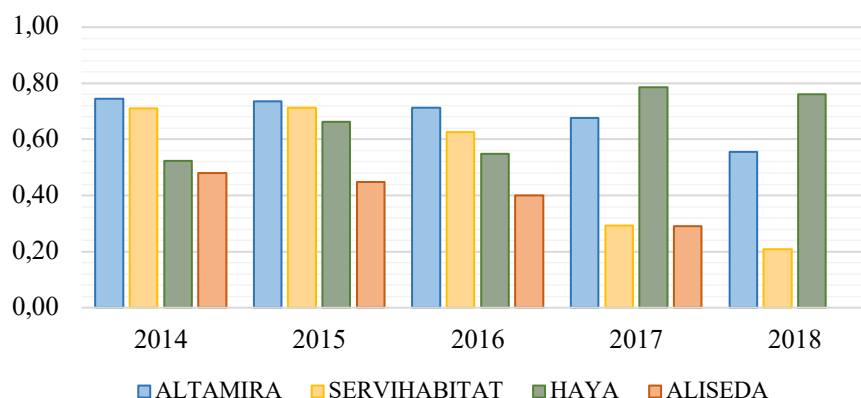
Aliseda ha ido reduciendo su deuda a largo plazo, llegando a presentar apalancamiento financiero nulo en 2018, ya que como se ha señalado, ha cancelado todas sus deudas a largo plazo. Tan solo le quedan obligaciones a corto plazo que, observado su liquidez para 2018, probablemente no tendrá problemas para hacerlas frente.

**Gráfico 5.12.- Ratio de apalancamiento financiero a corto plazo de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

**Gráfico 5.13.- Ratio de apalancamiento financiero a largo plazo de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

### ***Ratio del coste de la deuda***

La media del grupo para el periodo 2014 a 2018 del coste de deuda es del 5%. Este valor puede depender de muchos factores, por lo que se va a analizar cada caso particular dado que no parece que exista una tendencia definida para todos en cada año.

En el caso de Altamira, el coste de la deuda aumenta hasta 2017 puesto que los gastos financieros fueron disminuyendo en menor proporción que las deudas. Sus deudas están constituidas en mayor parte por deudas con terceros, sin embargo, parece que proporcionalmente las que más gastos financieros generan son las deudas con empresas del grupo. En 2018, Altamira canceló todas las deudas a largo plazo con entidades del

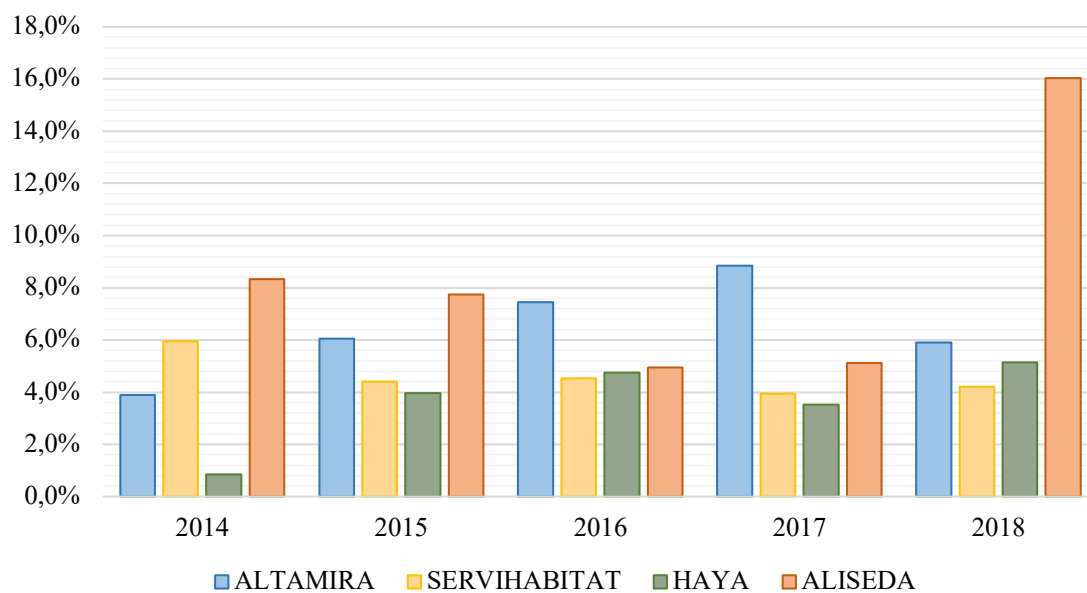
grupo, lo que podría ser la causa de que el ratio bajara al 6%, haciendo que el coste de la deuda sea más barato.

Servihabitat y Haya son las entidades que parecen tener mejores condiciones de coste de deuda, puede deberse a que ambas tengan buena situación de solvencia a corto plazo y su rentabilidad sobre activos sea buena, mejorando así las condiciones frente a acreedores financieros. Además, Haya mantiene la mayoría de sus deudas con empresas del grupo, lo que puede proporcionarle ventajas en la financiación (a pesar el aumento del último año).

En el caso de Aliseda, al principio era la que más coste de deuda presentaba, pero el ratio fue disminuyendo hasta 2017. Sin embargo, en 2018 el valor se dispara, este hecho podría haber sido causado porque la información contable a 31 de diciembre de 2018 señala que las deudas de la entidad se han reducido drásticamente, pero durante el periodo dichas obligaciones podrían haber generado gastos financieros previos a su cancelación.

En el gráfico 5.14. se puede ver la evolución del ratio del coste de deuda de los principales *servicers* para cada año estudiado.

**Gráfico 5.14.- Ratio de coste de deuda de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

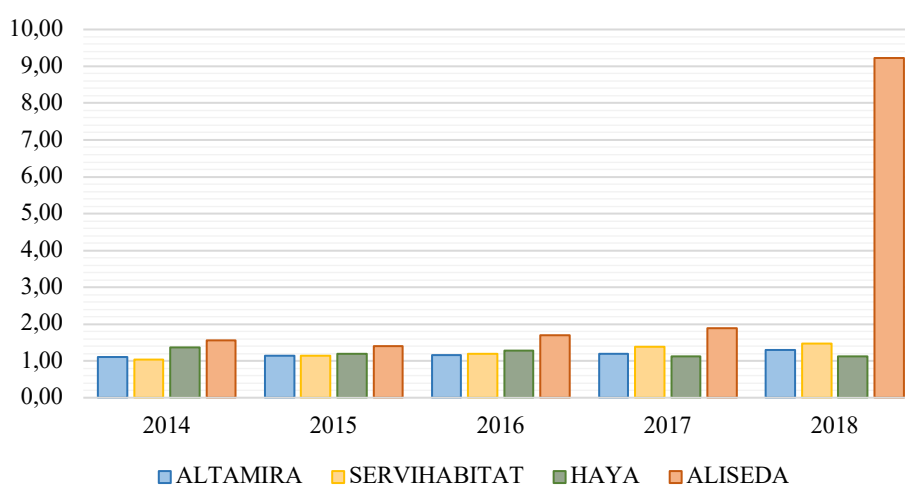
### ***Ratio de garantía***

Todas las entidades para el periodo analizado presentan un ratio de garantía superior a la unidad, lo que indica que podrían hacer frente a todas sus deudas con el total de su

activo. Cuanto mayor sea este ratio, mayor garantía tendrán los acreedores para el cobro de sus créditos.

En el gráfico 5.15 destaca el alto valor de Aliseda en el último periodo, originado por la drástica disminución de deudas en su balance que también se ve reflejada en la caída del endeudamiento en ese mismo año. Las razones podrían ser las mismas: un cambio en su plan financiero para superar el déficit que arrastraba los años anteriores. Hasta 2017 presentaba problemas de liquidez, lo que ha parecido intentar subsanar en 2018 con una aportación extraordinaria de los socios.

**Gráfico 5.15.- Ratio de garantía de los principales *servicers***



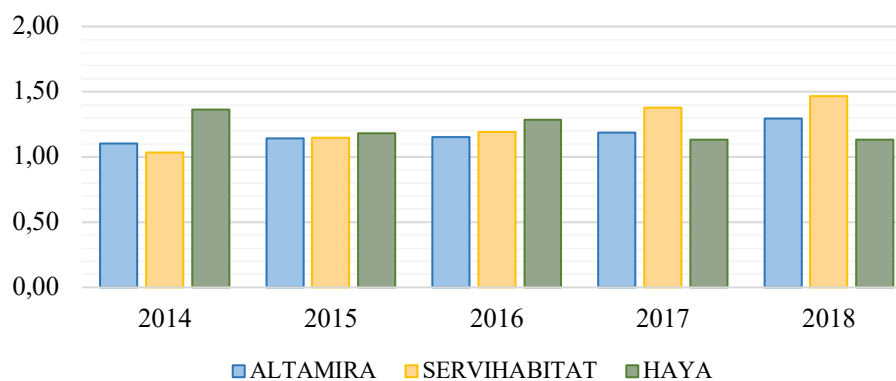
Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI. 0

Debido a que el alto valor de Aliseda en 2018 podría dificultar la apreciación de la evolución del resto de las compañías del grupo, se ha realizado el gráfico 5.16, suprimiendo los datos de Aliseda.

A pesar de que Altamira y Servihabitat se sitúen cerca de la unidad, su evolución es positiva y se alejan del riesgo de situarse en quiebra por debajo de uno.

Haya presenta tendencia decreciente pues en los dos últimos años ha aumentado prácticamente al doble sus deudas a largo plazo, sin embargo, se mantiene por encima de la unidad. En 2018, por cada unidad monetaria que debe pagar Haya, cuenta con activos por 1,13 veces dicho valor, dato ajustado, pero que mantiene la buena garantía para sus acreedores.



**Gráfico 5.16.- Ratio de garantía para Altamira, Servihabitat y Haya**

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

En conclusión, la que mayor garantía ofrece a sus acreedores para el pago de las deudas es Aliseda, mejorando el valor en el último año.

#### ***Ratio de inmovilizado sobre el activo total***

En primer lugar, se debe conocer cuál es el tratamiento contable de las partidas del activo en el grupo para poder analizar esta medida. Las sociedades gestoras de activos integran su balance principalmente con la cesión de derechos sobre las carteras de activos adjudicados (inmuebles y créditos inmobiliarios), mientras que dichos activos permanecen en la entidad que ha cedido la gestión.

La adquisición de la gerencia de los activos representa cierto valor por el que los *servicers* deben pagar y, por lo tanto, deben contabilizarlo en sus balances. Contablemente, el valor de estos derechos se integra en la partida ‘otro inmovilizado intangible’ que representa la mayor parte del inmovilizado. Al ser la gestión de los activos la actividad principal de las compañías, se debe poner atención en las variaciones del inmovilizado respecto al activo total, y en especial al estudio de la evolución de la partida ‘otro inmovilizado intangible’.

El valor de los derechos de gestión cedidos no tiene por qué equivaler al valor de los activos adjudicados, que permanecen en los balances de las empresas cedentes, pero sí puede ser proporcional.

Altamira y Servihabitat presentan una tendencia decreciente, es decir, el inmovilizado representa cada vez menos peso sobre el activo total. Ahondando en sus masas patrimoniales, se puede ver que la partida ‘otro inmovilizado intangible’ disminuye en ambas, lo que podría indicar que las empresa han ido vendiendo inmuebles o créditos, y

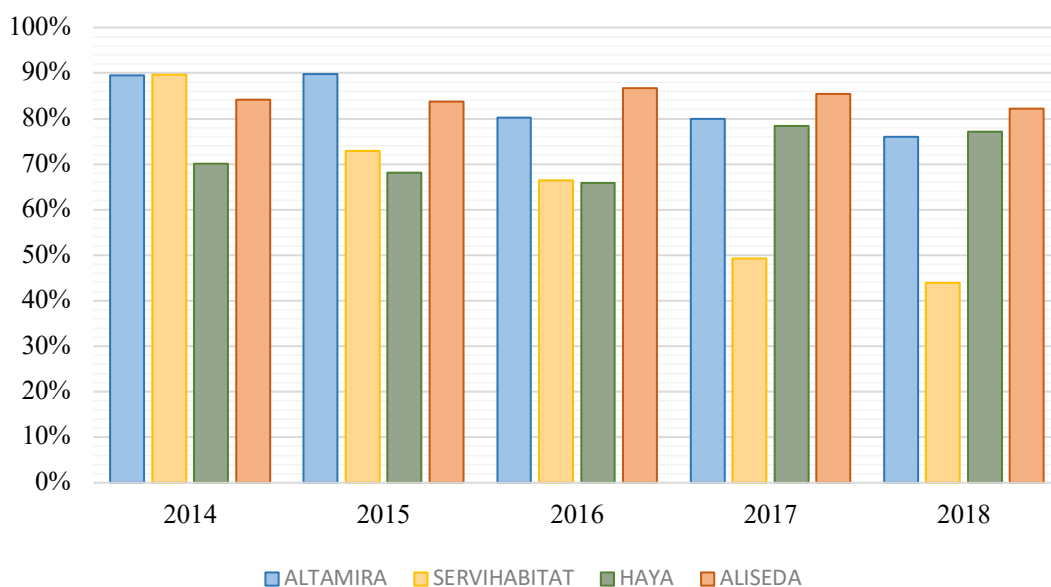
por consiguiente los derechos de gestión hayan disminuido. En realidad, esta caída es buena señal, pues parece que tiene efecto positivo y directo sobre el importe neto de la cifra de negocio, que ha aumentado en las dos compañías.

Haya ha ido aumentando el porcentaje del activo inmovilizado frente al activo total. Al contrario que Altamira y Servihabitat, la partida otro inmovilizado intangible ha aumentado, probablemente porque haya conseguido la gestión de más activos.

Aliseda se mantiene constante entorno al 84%. El valor de ‘otro inmovilizado intangible’ ha disminuido; sin embargo, el inmovilizado total no lo ha hecho en la misma proporción pues la empresa ha invertido en inmovilizado material (véase gráfico 5.17).

En general, el porcentaje de inmovilizado en el activo total es alto. Para todo el conjunto se aprecia una ligera disminución del porcentaje, lo que está en consonancia con su actividad principal, que es comercializar dichos activos adjudicados y, por consiguiente, disminuir el montante de sus derechos. No obstante, si sus derechos de gestión aumentan podría ser buena señal, pues contaría con más activos de los que obtener rentabilidad a su venta.

**Gráfico 5.17.- Ratio del porcentaje de inmovilizado sobre el activo de los principales *servicers***



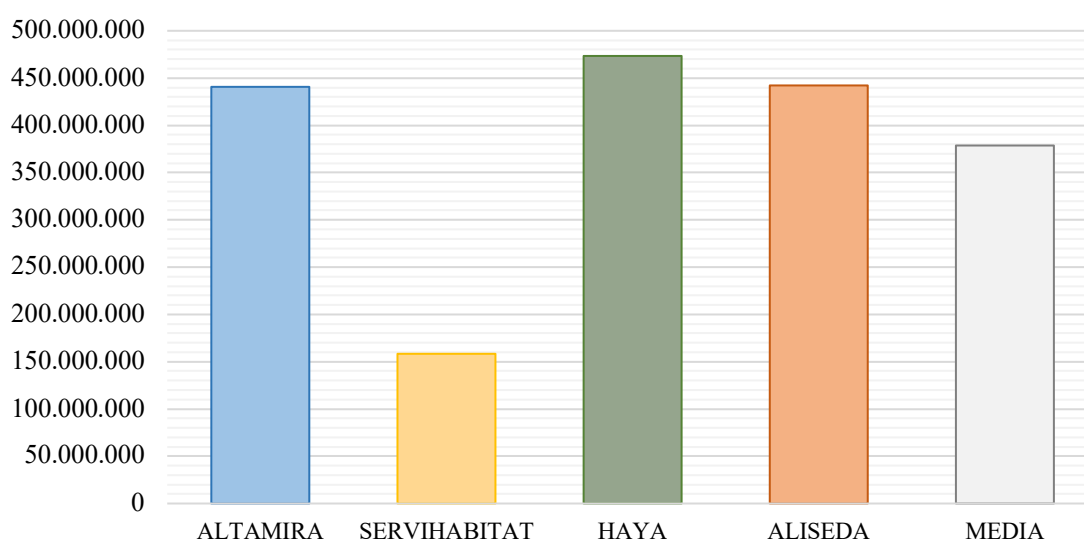
Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

#### 5.4. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS VARIABLES CLAVE DE LOS PRINCIPALES SERVICERS EN 2018

El análisis competitivo y comparativo del grupo conformado con los cuatro principales *servicers* de España se va a realizar con el objetivo de establecer un ranking y conocer la posición de cada uno de ellos con respecto a la media del grupo para el 2018, último año disponible en SABI. Se va a estudiar diferentes variables claves: el total de inmovilizado, los ingresos de explotación, el resultado de explotación, el pasivo fijo y los fondos propios.

El análisis del total de **inmovilizado** para las cuatro compañías indica que Haya contiene el mayor inmovilizado del conjunto, aunque Aliseda y Altamira se sitúan inmediatamente detrás. Destaca Servihabitat por desmarcarse de la media del grupo, puesto que el montante de su inmovilizado es mucho menor. De esta comparación se puede concluir que Haya es líder en este dato (véase gráfico 5.18).

**Gráfico 5.18.- Comparación inmovilizado total de los principales *servicers***

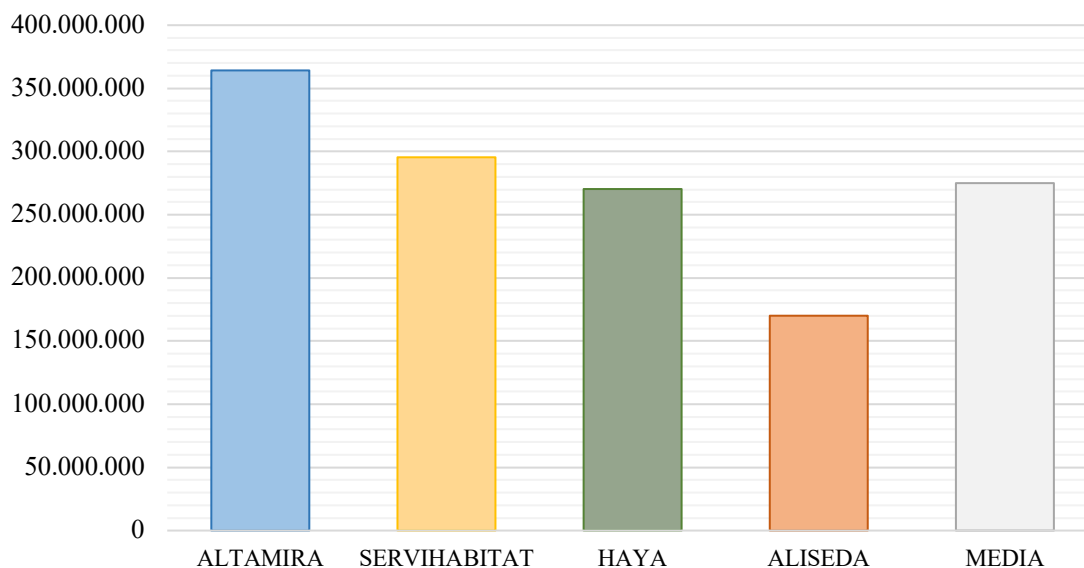


Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

Respecto a los **ingresos de explotación**, tal y como se había adelantado previamente, Altamira es líder. En 2018 ha llegado a facturar más de 350 millones de euros. Por el contrario, Aliseda dista mucho de la primera siendo sus ingresos de explotación menos

de la mitad. Servihabitat y Haya se mantienen en los puestos intermedios, tal como puede comprobarse en gráfico 5.19., resultando por debajo de la media del grupo.

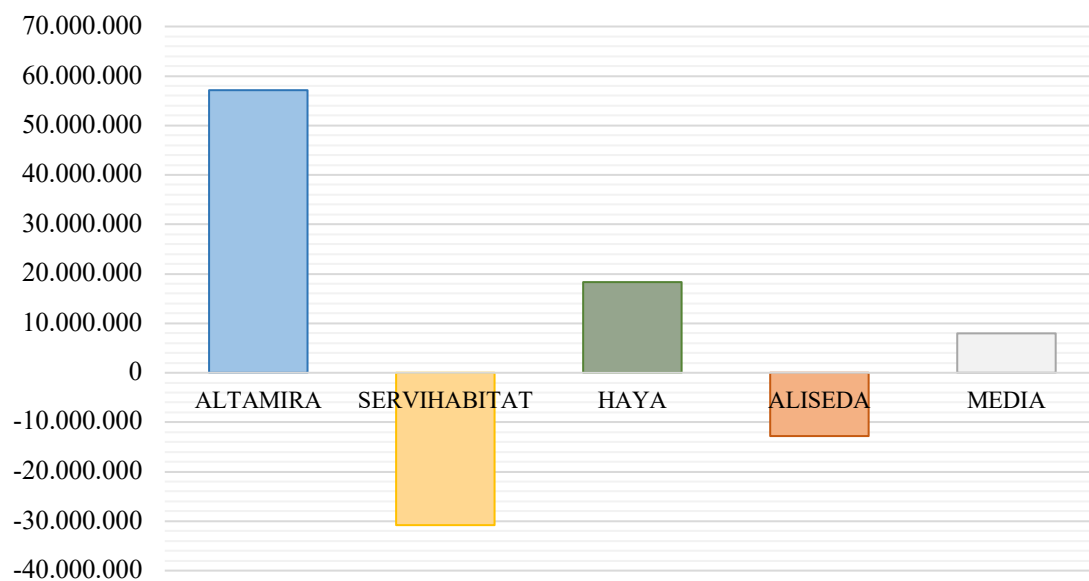
**Gráfico 5.19.- Comparación de los ingresos de explotación de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

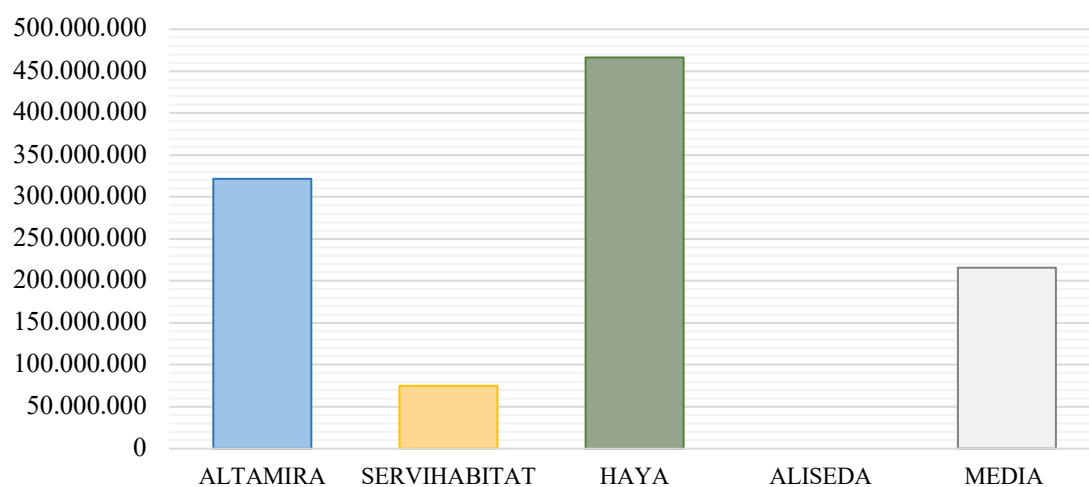
El **resultado de explotación** es muy variado entre las cuatro compañías. Altamira, en consonancia con los ingresos de explotación, se posiciona en primera posición. Haya se aleja del montante de Altamira, pero su resultado es positivo por encima de la media, tal como se observa en el gráfico 5.20. Sin embargo, Servihabitat y Aliseda han obtenido resultados del ejercicio con cifras en negativo. El mal resultado de Servihabitat parece ser consecuencia de un acontecimiento puntual, ya que las pérdidas procedentes de la enajenación de inmovilizado aumentaron en gran medida. Por supuesto, será necesario contemplar el resultado de la compañía en 2019 para corroborar si se ha tratado de un hecho puntual o continuado en el tiempo.

El resultado negativo de Aliseda podría ser fruto de la tendencia negativa que presenta la medida de 2014 a 2018. Si esta tendencia continúa, la situación podría empeorar pues los resultados negativos quizás vayan consumiendo paulatinamente su capital social. Por lo tanto, teniendo en cuenta lo anterior, Aliseda parece haber comenzado un plan de reestructuración financiera cancelando parte de la deuda e inyectando liquidez en la empresa.

**Gráfico 5.20.- Comparación del ingreso de explotación de los principales *servicers***

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

El *servicer* con mayor **pasivo fijo** en su balance en 2018 es Haya, es decir, a la vez que es líder en inmovilizado también lo es en deuda a largo plazo, partidas que pueden estar bastante relacionadas. Altamira se encuentra en segundo lugar, por encima de la media. Por otro lado, la sociedad Servihabitat cuenta con menos deuda a largo plazo que sus competidores situándose por debajo de la media; cabe señalar que desde 2014 ha ido reduciendo su deuda a largo para ir aumentándola a corto. Por último, destaca Aliseda, que en el año 2018 eliminó todas las deudas a largo plazo, pudiendo formar parte de una estrategia de reestructuración financiera (véase gráfico 5.21).

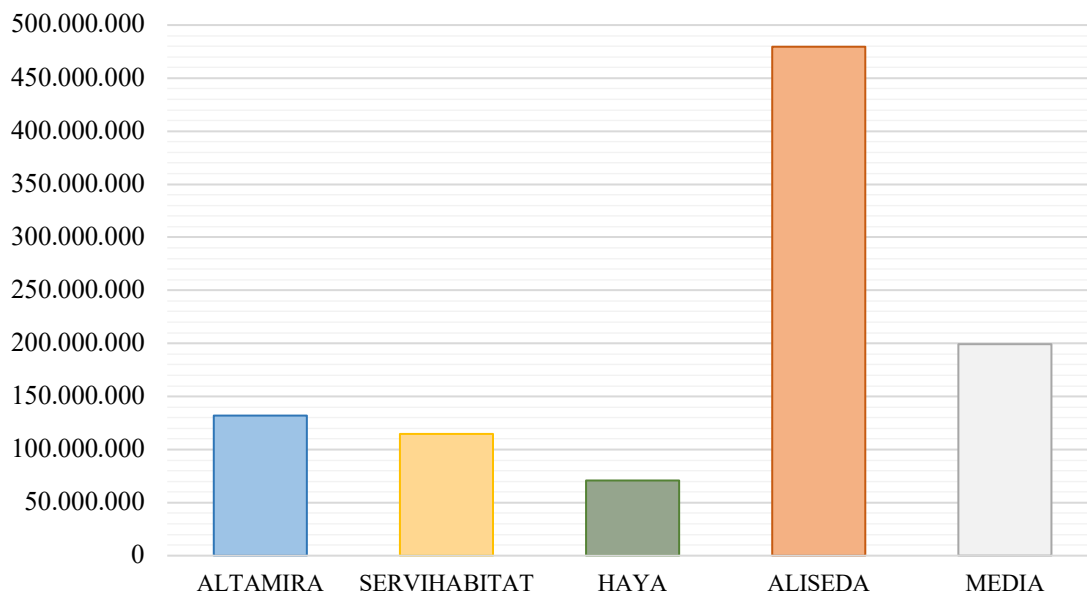
**Gráfico 5.21.- comparación del pasivo fijo de los principales *servicers***

Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

En la comparación de **fondos propios**, destaca Aliseda por distanciarse en 2018 de sus competidores. La compañía ha visto incrementados sus recursos propios en el último año debido a la aportación extraordinaria de los socios. El resto de las compañías, Altamira, Servihabitat y Haya se sitúan en torno a los 100 millones de capital social.

Todo el grupo se caracteriza por el bajo peso del capital suscrito en el total de los fondos propios, lo que les permitiría afrontar posibles resultados negativos con el resto de recursos propios sin afectar a su capital social (véase gráfico 5.22).

**Gráfico 5.22.- Comparación de los fondos propios de los principales *servicers***



Fuente: elaboración propia a partir de datos de SABI.

## 6. CONCLUSIONES

Al término de este documento se han alcanzado un conjunto de conclusiones relacionadas con los objetivos desarrollados durante todo el trabajo. Con arreglo al primero de ellos, la revisión bibliográfica y los indicadores macroeconómicos permiten señalar que el sector inmobiliario no ha recuperado los valores previos a la crisis (ni en el número de transacciones efectuadas, ni en el precio, entre otros) aunque ha mostrado una leve recuperación. Lo que sí ha tenido lugar es una reestructuración del sector inmobiliario, propiciada por la reactivación del mercado de mano de nuevos inversores internacionales. En primer lugar, tras el estallido de la burbuja, el Estado decidió intervenir para apaciguar la mala situación de algunas entidades bancarias, lo que desembocó en la creación de la SAREB para transferir a esta los activos tóxicos de dichas sociedades. En segundo lugar, los principales bancos del país, que pudieron continuar su actividad de forma autónoma, independizaron el negocio inmobiliario - la mayoría fruto de la gran cantidad de activos tóxicos provenientes de la crisis - naciendo así los *servicers*.

Las oportunidades que dejó la burbuja inmobiliaria con el desplome de los precios hicieron que la inversión extranjera en activos inmobiliarios cobrara una fuerza nunca vista en el mercado español. En consecuencia, los *servicers* han visto cambiada la dirección de su actividad inicial. Ahora la mayoría han pasado a ser propiedad de fondos de inversión que intentan obtener la máxima rentabilidad del mercado español. Además, los *servicers* ya no se dedican solo a la comercialización de activos de bancos, sino que también promocionan obra nueva y gestionan carteras en propiedad de los mismos fondos, ya que estos han venido comprando activos inmobiliarios tanto a la SAREB como a los bancos españoles. Las principales conclusiones que se extraen de estos hechos son que los fondos de inversión indudablemente han pasado a ser uno de los protagonistas principales del sector inmobiliario a causa de las oportunidades que dejó la crisis, causando un cambio de dirección en la actividad inicial de los *servicers*.

Referido al análisis económico financiero, la SAREB presenta una situación peculiar, pues nació como sociedad privada con utilidad pública, cuyo fin es dar salida a los activos tóxicos transferidos. Su creación se consolidó con deuda respaldada por el Estado, que debía de cancelar a la vez que se deshacía de los activos y obtenía líquido. Sin embargo, esa deuda se ha convertido en el 100% de la financiación y tiene patrimonio neto negativo. En condiciones normales, una sociedad con la estructura patrimonial de la SAREB se podría encontrar en quiebra técnica, no obstante, la compañía cuenta con características

especiales y toda su deuda está respaldada por el Estado, con lo que será él quien responda ante los acreedores si empeora su situación económica. De momento, el proyecto sigue adelante, aunque en los últimos años ha obtenido pérdidas y no se está obteniendo el resultado esperado en lo que respecta a la velocidad de liquidación de activos. En esta línea difícilmente llegará a su objetivo para 2027. Ante esta situación, la SAREB ha decidido cambiar su plan estratégico para agilizar la liquidación, por lo que se tendrá que esperar al resultado para evaluar si finalmente podrá cumplir sus objetivos a tiempo.

El análisis de los *servicers* hace ver el dinamismo existente en el cambio de la participación de los mismos, excepto Haya que se diferencia por ser el único cuya propiedad no ha cambiado y por haber sido creado directamente por un fondo de inversión. Igualmente destaca el tratamiento contable que le dan todos los *servicers* a la cesión de los derechos de gestión sobre los activos adjudicados como ‘otro inmovilizado intangible’.

Altamira es el que tiene rentabilidad de los activos más estable, entorno al 7,5%. Además, ha reducido su apalancamiento financiero y ha aumentado su autonomía financiera. Servihabitat sobresale porque tiene muy buenos datos de rentabilidad, pero en el último año es negativa. La entidad ha reducido sus deudas paulatinamente, sobre todo a largo plazo, teniendo cada vez más porcentaje de deudas que exigen pago inmediato, aunque tienen liquidez suficiente para hacerlas frente. Haya es el *servicer* con mejor liquidez a corto plazo, pudiendo considerarse incluso excesiva pues puede estar perdiendo rentabilidad del líquido. Aliseda presentaba problemas de liquidez inmediata hasta 2017; sin embargo, debido a la aportación extraordinaria de los socios en 2018, su situación económica mejoró notablemente.

El análisis comparativo de variables contables clave para 2018 indica que Altamira es el *servicer* que mayores valores ha obtenido en inmovilizado, ingresos y resultado de explotación. Respecto al pasivo fijo, Haya está muy por encima de la media. Aliseda destaca en el grupo por la alta cantidad de fondos propios, casi 5 veces mayor que el siguiente (Altamira).

En un futuro, sería interesante investigar las relaciones entre los fondos de inversión en lo que se refiere a la venta de activos entre ellos y las tácticas a seguir por dichas compañías para intentar paliar las consecuencias económicas de la crisis del Covid-19.

Para terminar, señalar la existencia de dificultades en la búsqueda de información sobre las estrategias seguidas por los *servicers* debido a la opacidad que caracteriza generalmente a los fondos de inversión.



## BIBLIOGRAFÍA

- Aching, C. (2005). *Ratios financieros y matematicas de la mercadotecnia*. Prociencia y cultura S.A.
- Altamira (2018). *Estado de Información No Financiera de Altamira Asset Management Holdings, S.L. y Sociedades Independientes*.  
[https://portal.altamiraassetmanagement.es/estaticos/archivos/65\\_es.pdf](https://portal.altamiraassetmanagement.es/estaticos/archivos/65_es.pdf)
- Archel, P., Lizarraga, F., Sanchez, S., & Cano, M. (2015). *Estados contables elaboración, análisis e interpretación*. Ediciones Piramide.
- Arellano, M., & Bentolila, S. (2009). La burbuja inmobiliaria: causas y responsables. En *La Crisis de la Economía Española: Lecciones y Propuestas* (págs. 28 - 31). FEDEA.  
<http://servicios.educarm.es/admin/portal/templates/portal/images/ficheros/etapasEducativas/secundaria/16/secciones/269/contenidos/13211/lacrisisdelaeconomiaespanola.pdf>
- Axis Corporate (2019). *Observatorio Assets under Management. Tercera edición*. Barcelona. <https://axiscorporate.com/es/insights/nueva-edicion-del-observatorio-de-real-estate/>
- Ayala, J., & Navarrete, E. (2004). Efectos tamaño y sector sobre la rentabilidad, endeudamiento y coste de la deuda de las empresas familiares riojanas. *Cuadernos de Gestión*, 4 (1), 35-53.
- Banco Central Europeo (2009). Financiación de la vivienda en la Zona Euro. *Boletín Mensual Agosto*, 81-96.  
<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BolletinMensualBCE/09/Fic/bm0908.pdf>
- Banco de España (2012). *Proceso de recapitalización y reestructuración bancaria*.  
[https://www.bde.es/f/webbde/SSICOM/20120928/background\\_ow280912.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/SSICOM/20120928/background_ow280912.pdf)
- Banco de España (2017). *Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014*.  
[https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis\\_Completo\\_web.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf)
- Banco de España (2020). *Boletín Estadístico. Tipos de Interés*.  
<https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest19.html>
- Banco Popular (2013). *Informe Anual 2013 del Banco Popular Español, S.A.*  
<https://www.cnmv.es/AUDITA/2013/14917.pdf>
- Banco Popular (2017). *Cuentas Anuales e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2017*.  
<https://www.cnmv.es/AUDITA/2017/17322.pdf>
- Banco Santander (2013). Informe de auditoría y cuentas anuales 2013.  
<https://www.santander.com/content/dam/santander-com/es/documentos/informe-anual/2013/IA-2013-Informe%20de%20Auditor%C3%ADa%20y%20Cuentas%20Anuales%202013-20-es.pdf>
- Bankia (2013). *La sociedad informa que ha acordado ceder la gestión de su negocio inmobiliario a una empresa del grupo Cerberus. Hecho relevante*.  
<https://www.bankia.com/recursos/doc/corporativo/20130115/2013/20130903-hr-bkia-plataforma.pdf>
- Bellod, J. (2015). Plan E: la estrategia keynesiana frente a la crisis en España. *Revista de Economía Crítica*, 20, 4-22. <http://gesd.free.fr/bellod15.pdf>

- Bernardos, G. (2009). Creación y destrucción de la burbuja inmobiliaria en España. *Información Comercial Española. Revista de economía ICE 2009*, 850, 23-40. <http://hdl.handle.net/2445/53144>
- Boldrin, M. (2009). La crisis mundial y nuestra crisis. Washington University in St. Louis & Fedea. En *La Crisis de la Economía Española: Lecciones y Propuestas* (págs. 8-12). Madrid: FEDEA.
- Caixabank (2018a). *Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias*. Hecho Relevante 8/06/2018 (Número de registro: 266612). Comisión Nacional de Valores. <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={c7621680-cb07-490c-a2ac-b2a2b404491a}>
- Caixabank (2018b). *Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias*. Hecho relevante 28/06/2018. (Número de registro: 267324). Comisión Nacional de Valores. <https://www.cnmv.es/Portal/HR/verDoc.axd?t={e719adec-2d22-4aec-8463-e9365691fe03}>
- Caja de ahorros y pensiones de Barcelona (2013). *Transmisiones y adquisiciones de participaciones societarias. - Otros sobre operaciones corporativas*. Hecho relevante 26/09/2013. (Número de registro: 193222). <http://www.cnmv.es/portal/HR/ResultadoBusquedaHR.aspx?nif=G58899998&division=1&page=3>
- Cajamar (2014). *El Grupo Cajamar ha vendido la gestión de su negocio inmobiliario y de la recuperación crediticia a Haya Real Estate*. Hecho Relevante 11/06/2014. Cajamar Caja Rural. <https://www.cajamar.es/es/comun/informacion-corporativa/informacion-para-inversores/informacion-general/hechos-relevantes-y-otros-comunicados/ano-2014/140611.pdf>
- Criteria CaixaHolding S.A.U. (2013). *Cuentas Anuales del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2013 e Informe de Gestión*. [https://www.criteriacaixa.com/deployedfiles/CriteriaCaixa/Estaticos/pdf/segregacion/Cuentas\\_anuales\\_informe\\_gestion\\_2013.pdf](https://www.criteriacaixa.com/deployedfiles/CriteriaCaixa/Estaticos/pdf/segregacion/Cuentas_anuales_informe_gestion_2013.pdf)
- Duffie, D. (2019). Prone to fail: The pre-crisis financial system. *Journal of Economic Perspectives*, 33(1), 81-106.
- España (1998). Ley 6/1998, de 13 de abril, sobre régimen del suelo y valoraciones. *Boletín Oficial del Estado*, 89, de 14 de abril de 1998, 12296 - 12304. <https://www.boe.es/eli/es/l/1998/04/13/6>
- España (2000). Ley 1/2000, de Enjuiciamiento Civil. *Boletín Oficial del Estado*, 7, de 8 de enero de 2000. <https://www.boe.es/eli/es/l/2000/01/07/1/con>
- España (2002). Ley 45/2002, de 12 de diciembre, de medidas urgentes para la reforma del sistema de protección por desempleo y mejora de la ocupabilidad. *Boletín Oficial del Estado*, 298, de 13 de diciembre de 2002. <https://www.boe.es/eli/es/l/2002/12/12/45/con>
- España (2012). Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. *Boletín Oficial del Estado*, 210, de 31 de agosto de 2012, 61559 - 61619. <https://www.boe.es/eli/es/rdl/2012/08/31/24>
- Etxezarreta, A., Hoekstra, J., Dol, K., & Cano, G. (2013). Housing Bubble to Repossessions: Spain Compared to Other West European Countries. *Housing Studies*, 28 (8), 1197-1217.
- Fernández, D. (2016). La crisis económica española: una gran operación especulativa con graves consecuencias. *Estudios internacionales (Santiago)*, 48(183), 119 - 151. <https://scielo.conicyt.cl/pdf/rei/v48n183/art05.pdf>
- García, J. (2009). Los orígenes inmobiliarios de la crisis económica actual. En *La crisis de la economía española: lecciones y propuestas* (págs. 32-36). Madrid: FEDEA.

- Garrido, P., & Íñiguez, R. (2012). *Análisis de estados contables: Elaboración e interpretación de la información financiera*. Ediciones Pirámide.
- Gilbert, I. (2019). *Los servicers en la gestión de activos inmobiliarios. Análisis y evolución de los principales servicers españoles*. (Trabajo Fin de Grado). Universitat Politècnica de València. <https://riunet.upv.es/handle/10251/125189>
- Instituto Nacional de Estadística (2019). *Contabilidad nacional anual de España: principales agregados. PIB a precios de mercado*. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177057&menu=resultados&idp=1254735576581](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177057&menu=resultados&idp=1254735576581)
- Instituto Nacional de Estadística (2020a). *Encuesta de población activa (EPA), valor absoluto*. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736176918&menu=ultiDatos&idp=1254735976595](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176918&menu=ultiDatos&idp=1254735976595)
- Instituto Nacional de Estadística (2020b). *Estadística del Padrón Continuo*. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736177012&menu=ultiDatos&idp=1254734710990](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177012&menu=ultiDatos&idp=1254734710990)
- Instituto Nacional de Estadística (2020c). *Índice de Precios de Vivienda. Medias anuales*. [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/ehttps://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736152838&menu=ultiDatos&idp=1254735976607](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/ehttps://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736152838&menu=ultiDatos&idp=1254735976607)
- Instituto Nacional de Estadística (2020d). *Estadística sobre Ejecuciones Hipotecarias. Ejecuciones hipotecarias iniciadas e inscritas en los registros de la propiedad sobre fincas rústicas y urbanas*. <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=7709>
- Kindleberger, C. (1989). Bubbles. En J. Eatwell, M. Milgate, & P. Newman, *The New palgrave* (págs. 281-282). Londres: MacMillan Press.
- Martínez, M. (2020). Santander pacta con Blackstone una opción para recomprar Aliseda. *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/banca/2020/02/11/5e416f94e5fdeabc348b45ab.html>
- Melgar, C. (2015). *Hipoteca, ejecución hipotecaria, consumidores y responsabilidad personal*. (Trabajo Fin de Grado). Universidad de Valladolid. <http://uvadoc.uva.es/handle/10324/13771>
- Méndez, R. (2017). De la hipoteca al desahucio: ejecuciones hipotecarias y vulnerabilidad territorial en España. *Revista de Geografía Norte Grande*, 67, 9-31. <https://doi.org/10.4067/S0718-34022017000200002>
- Ministerio de Fomento (2019). *Informe sobre el stock de vivienda nueva 2018*. Ministerio de Transportes. [https://www.mitma.gob.es/recursos\\_mfom/comodin/recursos/svn\\_18.pdf](https://www.mitma.gob.es/recursos_mfom/comodin/recursos/svn_18.pdf)
- Ministerio de Fomento (2020). *Construcción de edificios. Resultados nacionales. Numero de licencias según tipo de obra*. <https://apps.fomento.gob.es/BoletinOnline/?nivel=2&orden=10000000>
- Otal, S., & Garvey, A. M. (2015). La sociedad de gestión de activos como respuesta a la crisis financiera: una medida impuesta por Europa. En *Crisis financiera y Derecho Social en Irlanda* (págs. 37 - 59). Madrid.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1-2), 175-198.
- Palomares, J., & Peset, M. (2015). *Estados financieros: interpretación y análisis*. Madrid: Pirámide.

- Rivero, P. (2009). *Análisis de balances y estados complementarios (2º ed)*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- Rodríguez, J. (2017). Las viviendas que pudieron hundir la economía española. La caída del mercado de vivienda y sus consecuencias. *Cuadernos de relaciones laborales*, 35(1), 71-99. <http://dx.doi.org/10.5209/CRLA.54984>
- Sánchez, M. T. (2001). *La política de vivienda en España. Análisis de su efectos redistributivos*. (Tesis doctoral). Universidad de Granada. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/tesis?codigo=141252>
- Sainz, S. (2019). *La morosidad bancaria y sus consecuencias después de la crisis financiera (Trabajo Fin de Grado)*. Universidad de Cantabria. <https://repositorio.unican.es/xmlui/handle/10902/16135>
- SAREB (2014). *Informe anual 2013*. [https://www.sareb.es/file\\_source/web/contentInstances/documents/files/Informe%20Anual%202013.pdf](https://www.sareb.es/file_source/web/contentInstances/documents/files/Informe%20Anual%202013.pdf)
- SAREB (2015a). *Informe anual 2014*. [https://www.sareb.es/file\\_source/web/contentInstances/documents/files/Informe%20Anual%202014%20v2.pdf](https://www.sareb.es/file_source/web/contentInstances/documents/files/Informe%20Anual%202014%20v2.pdf)
- SAREB (2015b). *Informe de actividad. Primer semestre 2015*. [https://www.sareb.es/file\\_source/web/contentInstances/documents/files/sareb\\_informe%20semestral\\_2015\\_20-10-web.pdf](https://www.sareb.es/file_source/web/contentInstances/documents/files/sareb_informe%20semestral_2015_20-10-web.pdf)
- SAREB (2019a). *El impacto socioeconómico de Sareb*. [https://www.sareb.es/file\\_source/web/contentinstances/documents/informesactividad/contribucion-sareb-6-anos.pdf](https://www.sareb.es/file_source/web/contentinstances/documents/informesactividad/contribucion-sareb-6-anos.pdf)
- SAREB (2019b). *Informe anual 2018*. [https://www.sareb.es/file\\_source/web/contentinstances/documents/files/informeannualactividad2018sareb.pdf](https://www.sareb.es/file_source/web/contentinstances/documents/files/informeannualactividad2018sareb.pdf)
- SAREB (2019c). *Sareb acuerda la venta del 75% de Tempore Properties a TPG Real Estate Partners*. [https://www.sareb.es/es\\_ES/actualidad/noticias/sareb-elige-a-haya-real-estate-para-gestionar-una-cartera-de-unos-8400-millones-de-euros](https://www.sareb.es/es_ES/actualidad/noticias/sareb-elige-a-haya-real-estate-para-gestionar-una-cartera-de-unos-8400-millones-de-euros)
- The Economist (2018). *The Economist house-price indices*. <https://www.economist.com/graphic-detail/2018/02/09/the-economist-house-price-indices>
- Viedma, R. (2014). La cartelización de los mercados en declive, el caso de la SAREB: un método para la recapitalización de empresas en Crisis. *Diario La Ley (8248)*, 2.

**ANEXOS****ANEXO 1: RATIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS.****RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA) = EBIT / TOTAL ACTIVO**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	0,61%	6,69%	10,52%	3,00%	17,49%
<b>2015</b>	0,50%	9,29%	16,34%	6,60%	16,15%
<b>2016</b>	-0,24%	5,50%	14,53%	11,84%	13,51%
<b>2017</b>	0,02%	7,09%	19,41%	7,69%	6,48%
<b>2018</b>	-0,63%	9,85%	-8,53%	2,99%	-2,38%

**RATIO DE LIQUIDEZ = ACTIVO CORRIENTE / PASIVO CORRIENTE**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	2,04	0,65	0,41	1,41	0,98
<b>2015</b>	1,32	0,75	1,71	1,74	0,62
<b>2016</b>	1,67	1,27	1,58	1,49	0,69
<b>2017</b>	1,84	1,20	1,17	2,20	0,61
<b>2018</b>	2,47	1,10	1,18	1,84	1,64

**RATIO DE TESORERÍA = TESORERÍA Y EQUIVALENTES / PASIVO CORRIENTE**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	0,82	0,39	0,14	0,29	0,30
<b>2015</b>	0,68	0,40	0,74	0,06	0,17
<b>2016</b>	0,78	0,72	0,31	0,48	0,38
<b>2017</b>	0,93	0,55	0,62	0,62	0,37
<b>2018</b>	1,41	0,55	0,72	0,25	0,08

---

**APALANCAMIENTO FINANCIERO = PASIVO TOTAL / ACTIVO TOTAL**


---

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	103,28%	90,60%	96,64%	73,39%	64,07%
<b>2015</b>	106,64%	87,40%	87,18%	84,49%	71,07%
<b>2016</b>	106,03%	86,97%	83,82%	77,77%	59,05%
<b>2017</b>	109,23%	84,31%	72,69%	88,47%	52,98%
<b>2018</b>	114,54%	77,23%	68,23%	88,45%	10,85%

---

**APALANCAMIENTO FINANCIERO A CORTO PLAZO = PASIVO CIRCULANTE / ACTIVO TOTAL**


---

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	7,05%	16,22%	25,65%	21,15%	16,10%
<b>2015</b>	9,96%	13,76%	15,80%	18,30%	26,23%
<b>2016</b>	10,16%	15,60%	21,23%	22,90%	19,13%
<b>2017</b>	11,13%	16,72%	43,45%	9,79%	23,89%
<b>2018</b>	5,66%	21,74%	47,49%	12,44%	10,85%

---

**APALANCAMIENTO FINANCIERO A LARGO PLAZO = PASIVO LARGO PLAZO / ACTIVO TOTAL**


---

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	96,23%	74,38%	70,99%	52,25%	47,97%
<b>2015</b>	96,68%	73,63%	71,38%	66,19%	44,83%
<b>2016</b>	95,86%	71,38%	62,60%	54,88%	39,92%
<b>2017</b>	98,10%	67,59%	29,24%	78,68%	29,08%
<b>2018</b>	108,88%	55,49%	20,74%	76,01%	0,00%

**RATIO DE COSTE DE DEUDA = GASTOS FINANCIEROS / PASIVO TOTAL**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	2,2%	3,9%	6,0%	0,8%	8,3%
<b>2015</b>	1,4%	6,0%	4,4%	4,0%	7,7%
<b>2016</b>	1,2%	7,4%	4,5%	4,8%	4,9%
<b>2017</b>	1,3%	8,9%	3,9%	3,5%	5,1%
<b>2018</b>	1,6%	5,9%	4,2%	5,1%	16,0%

**RATIO DE GARANTÍA = ACTIVO TOTAL / PASIVO TOTAL**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	0,97	1,10	1,03	1,36	1,56
<b>2015</b>	0,94	1,14	1,15	1,18	1,41
<b>2016</b>	0,94	1,15	1,19	1,29	1,69
<b>2017</b>	0,92	1,19	1,38	1,13	1,89
<b>2018</b>	0,87	1,29	1,47	1,13	9,22

**RATIO DE PORCENTAJE DE INMOVILIZADO SOBRE EL ACTIVO = INMOVILIZADO / ACTIVO TOTAL**

<b>AÑO / SERVICER</b>	<b>SAREB</b>	<b>ALTAMIRA</b>	<b>SERVIHABITAT</b>	<b>HAYA</b>	<b>ALISEDA</b>
<b>2014</b>	85,6%	89,4%	89,6%	70,1%	84,2%
<b>2015</b>	86,9%	89,7%	72,9%	68,2%	83,7%
<b>2016</b>	83,0%	80,2%	66,4%	65,8%	86,7%
<b>2017</b>	79,5%	79,9%	49,3%	78,4%	85,4%
<b>2018</b>	86,0%	76,0%	43,9%	77,2%	82,2%