



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV

Los servicers en la gestión de activos inmobiliarios. Análisis y evolución de los principales servicers españoles.

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Autor: Irene Gozábez Gilabert

Tutor: Ana Blasco Ruíz

Curso académico 2018-2019

Resumen

En el presente Trabajo Final de Grado (TFG) se ha realizado un análisis de los principales servicers españoles, los cuales representan uno de los últimos agentes surgidos en el mercado inmobiliario y que más importancia tienen a día de hoy. Actualmente, y dado que su cuota de mercado supera el 80%, se puede considerar a Altamira, Servihabitat, Aliseda-Anticipa, Haya Real Estate y Solvia, como los líderes del sector del servicing.

En esta memoria se recopila información tanto sobre su origen como gestores de los activos tóxicos procedentes del estallido de la burbuja inmobiliaria, como sobre su posterior evolución, destacando principalmente su independización de las entidades bancarias y su apuesta por la mejora de la profesionalización mediante la venta de su gestión a fondos de inversión. Además, se incluye un análisis económico-financiero tanto individual como del sector a fin de comprender la situación actual del mercado y poder realizar una comparación entre las principales entidades. Por último, y dado el dinamismo que caracteriza al sector del servicing, se ha realizado una investigación sobre las tendencias y estrategias a seguir en el corto plazo.

Resum

En el present Treball Final de Grau (TFG) s'ha realitzat una anàlisi dels principals servicers espanyols, els quals representen un dels últims agents sorgits en el mercat immobiliari i que més importància tenen a hores d'ara. Actualment, i atés que la seua quota de mercat supera el 80%, es pot considerar a Altamira, Servihabitat, Aliseda-Anticipa, Haya Real Estate i Solvia, com els líders del sector del servicing.

En aquesta memòria es recopila informació tant sobre el seu origen com a gestors dels actius tòxics procedents de l'esclat de la bombolla immobiliària, com sobre la seua posterior evolució, destacant principalment la independització de les entitats bancàries i la seua aposta per la millora de la professionalització per mitjà de la venda de la seua gestió a fons d'inversió. A més, s'inclou una anàlisi econòmic-financer tant individual com del sector a fi de comprendre la situació actual del mercat i poder realitzar una comparació entre les principals entitats. Finalment, i donat el dinamisme que caracteritza al sector del servicing, s'ha realitzat una investigació sobre les tendències i estratègies que s'han de seguir en el curt termini.

Abstract

In this Bachelor's Thesis, an analysis of the main Spanish servicers, which represents one of the last agents emerged in the real estate market and which are one of the most important today, has been carried out. Currently, and because its market share exceeds 80%, Altamira, Servihabitat, Aliseda – Anticipa, Haya Real Estate and Solvia can be considered as leaders in the servicing sector.

This report collects information about its origin as managers of the toxic assets resulting from the bursting of the real estate bubble, and of its subsequent evolution, emphasizing mainly its independence from banking institutions and their commitment to improving professionalization, as they are now controlled by investment funds. In addition, an individual and sector economic-financial analysis is included in order to understand the current market situation and to be able to make a comparison between the main entities. Finally, and because of the dynamism that characterises the servicing sector, a research on trends and strategies to be followed in the short term has been carried out.

Índice general

Capítulo 1.	Introducción	9
1.1.	Justificación del TFG	9
1.2.	Objetivos y estructura	10
1.3.	Relación con las asignaturas de la titulación	11
1.4.	Orden documental	12
1.5.	Diagrama temporal de tareas	13
Capítulo 2.	La crisis financiera en España. El origen de los servicers	14
2.1.	Contexto y definición	14
2.2.	La formación de la burbuja	16
2.3.	El estallido de la burbuja	18
2.4.	La reestructuración del sistema financiero	20
Capítulo 3.	El sector del servicing	25
3.1.	Introducción al sector del servicing	25
3.2.	Evolución del sector del servicing	26
3.3.	El mercado actual de los servicers	27
Capítulo 4.	Análisis económico-financiero de los principales servicers en España	32
4.1.	Análisis individual de los principales servicers	33
4.2.1.	Altamira	33
4.2.2.	Servihabitat	39
4.2.3.	Anticipa	45

4.2.4.	Aliseda	51
4.2.5.	Haya Real Estate	57
4.2.6.	Solvía	63
4.2.	Análisis del sector del servicing	69
Capítulo 5.	Tendencias en el mercado de los servicers	76
5.1.	Concentración e internacionalización	76
5.2.	Estrategias de diferenciación	78
5.3.	Proyecto Esparta	80
Capítulo 6.	Conclusiones	82
Capítulo 7.	Bibliografía	85

Índice de Figuras

Fig1. Evolución del precio de la vivienda en España	15
Fig2. Evolución de la deuda privada en España	17
Fig3. Evolución de los Ingresos y del Gasto Público en España	18
Fig4. Evolución de la tasa de paro en España	19
Fig5. Crecimiento anual del PIB en España	20
Fig6. Variación anual del IPC en España	20
Fig7. Evolución de la prima de riesgo frente a Alemania	21
Fig8. Evolución de la tasa de morosidad en España	21
Fig9. Evolución del Índice de Precios de la Vivienda (IPV)	22
Fig10. Cuota de mercado en el sector del servicing en función de la cifra de ventas	30
Fig11. Propietarios de la gestión en cada servicer.	31
Fig12. Balance de situación de Altamira	33
Fig13. Evolución de las partidas de activo de Altamira	34
Fig14. Evolución de la cifra de ventas de Altamira	37
Fig15. Evolución del resultado del ejercicio de Altamira	38
Fig16. Evolución de las rentabilidades de Altamira	38
Fig17. Balance de situación de Servihabitat	39
Fig18. Evolución de las partidas de activo de Servihabitat	40
Fig19. Evolución de la cifra de ventas de Servihabitat	43
Fig20. Evolución del resultado del ejercicio de Servihabitat	44
Fig21. Evolución de las rentabilidades de Servihabitat	44
Fig22. Balance de situación de Anticipa	45
Fig23. Evolución de las partidas de activo de Anticipa	46
Fig24. Evolución de la cifra de ventas de Anticipa	49
Fig25. Evolución del resultado del ejercicio de Anticipa	50
Fig26. Evolución de las rentabilidades de Anticipa	50
Fig27. Balance de situación de Aliseda	51
Fig28. Evolución de las partidas de activo de Aliseda	52

Fig29. Evolución de la cifra de ventas de Aliseda	55
Fig30. Evolución del resultado del ejercicio de Aliseda	55
Fig31. Evolución de las rentabilidades de Aliseda	56
Fig32. Balance de situación de Haya Real Estate	57
Fig33. Evolución de las partidas de activo de Haya Real Estate	58
Fig34. Evolución de la cifra de ventas de Haya Real Estate	61
Fig35. Evolución del resultado del ejercicio de Haya Real Estate	62
Fig36. Evolución de las rentabilidades de Haya Real Estate	62
Fig37. Balance de situación de Solvia	63
Fig38. Evolución de las partidas de activo de Solvia	64
Fig39. Evolución de la cifra de ventas de Solvia	67
Fig40. Evolución del resultado del ejercicio de Solvia	68
Fig41. Evolución de las rentabilidades de Solvia	68
Fig42. Valor monetario de los activos de las empresas del sector del servicing	70
Fig43. Composición de la estructura financiera de las empresas del sector del servicing	71
Fig44. Cifra de ventas de las empresas del sector del servicing	74
Fig45. Resultado del ejercicio de las empresas del sector del servicing	75

Índice de Tablas

Tabla1. Diagrama temporal de tareas	13
Tabla2. Evolución de los ratios de Altamira	36
Tabla3. Evolución de los ratios de Servihabitat	42
Tabla4. Evolución de los ratios de Anticipa	48
Tabla5. Evolución de los ratios de Aliseda	54
Tabla6. Evolución de los ratios de Haya Real Estate	60
Tabla7. Evolución de los ratios de Solvia	66
Tabla8. Comparación de los ratios de las empresas del sector del servicing	73

Capítulo 1

Introducción

1.1 Justificación del TFG

El mercado inmobiliario en España representa a día de hoy uno de los pilares fundamentales para su economía. Desde mediados del 2013, la economía Española se está recuperando y el sector inmobiliario se ha visto poco a poco reactivado tras la importante recesión que supuso la crisis vivida en España en 2008 y el consecuente estallido de la burbuja inmobiliaria.

Actualmente, este sector se encuentra en crecimiento, ya que sus niveles de venta vuelven a asemejarse a los niveles anteriores a 2008. Además, para el 2019, expertos como Félix Lores, economista de BBVA *research*, auguran un aumento continuado de las ventas entorno a un 10%, lo que supondría la venta de casi 590.000 viviendas.

Cabe destacar, que entre un 25% y un 28% del stock del mercado inmobiliario es controlado por los denominados “Servicers”. Hoy en día, estos departamentos suponen una opción muy valorada dado que ofrecen inmuebles con importantes ventajas, ya sea sobre el precio o sobre las condiciones de financiación. La oferta de inmuebles con tales beneficios es debido a que su origen radicaba en la necesidad de sanear el sistema financiero y dar salida a los activos tóxicos con los que contaba la banca tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, a pesar de haber ampliado hoy en día su cartera de productos, así como haber diversificado su actividad.

Por lo tanto, dada la importancia del mercado inmobiliario español en la actualidad y el elevado peso que los servicers representan en el mismo, a lo largo del trabajo se realizará un análisis más profundo de estos nuevos departamentos, así como un estudio de su origen y evolución.

1.2 Objetivos y metodología

El principal objetivo de este Trabajo Final de Grado (TFG) es el estudio del origen y evolución, así como el análisis del mercado actual, de los denominados servicers. Este término hace referencia a un nuevo tipo de agente económico, surgido en un contexto caracterizado por la crisis financiera de 2008 y la reestructuración del sistema bancario español.

A fin de alcanzar dicho objetivo, parece imprescindible comenzar el trabajo comprendiendo el origen de los servicers, por lo que resulta necesario remontarse a la crisis financiera de 2008. Para ello, se comenzará analizando la situación previa a la crisis y sus antecedentes. A continuación, se profundizará en la formación de la burbuja inmobiliaria en España y en los indicios y causas de su posterior estallido, y para finalizar, se analizará la situación de reestructuración del sistema bancario y sus consecuencias, entre las cuales, como veremos a continuación, se encuentra el origen de los servicers. En segundo lugar, se realizará un análisis de la situación actual del mercado, estudiando en profundidad las principales empresas que lo forman y realizando un análisis económico-financiero comparativo de cada uno de los principales servicers, de manera que permita detallar tanto la función como posición en el mercado de cada una de estas empresas. Por último, se realizará una previsión sobre la situación futura del sector y se detallarán las conclusiones extraídas del análisis previamente realizado.

Es importante destacar, que derivado del objetivo principal del trabajo, podemos encontrar una serie de objetivos secundarios, como son:

- Adquirir conocimiento sobre el origen, desarrollo y consecuencias de la crisis financiera española de 2008.
- Lograr un mayor entendimiento sobre la situación e importancia que cobra el sector inmobiliario en la actualidad y los diferentes agentes económicos surgidos en los últimos años.
- Realizar un adecuado análisis económico-financiero tanto individual como del conjunto del sector a fin de facilitar la posterior comparación y la evaluación de cada una de las empresas.
- Obtener una correcta visión de las líneas de evolución futuras del sector del servicing así como del mercado inmobiliario español en base al análisis previamente realizado.

Como se ha indicado anteriormente, este tema se ha seleccionado debido a la importancia que el sector del servicing representa actualmente en el mercado inmobiliario español, y a la escasa información que se puede obtener sobre él. Cabe mencionar, que se trata de un sector en continua evolución, caracterizado por la constante compra de estas sociedad por diferentes fondos de inversión, lo que dificulta su análisis. Durante el presente trabajo, se tratará de dar a conocer el sector, así como cada una de las principales empresas que lo constituyen, tratando para ello de dar información lo más reciente posible.

1.3 Relación con las asignaturas de la titulación

Es importante destacar, que prácticamente todas las asignaturas cursadas en el Grado de Administración y Dirección de Empresas en la Universidad Politécnica de Valencia han resultado de utilidad, de una manera u otra, a la hora de la realización del presente TFG. Sin embargo, resulta necesario destacar una serie de asignaturas pertenecientes a diferentes cursos, las cuales han tenido mayor influencia a la hora de elaborar ciertos capítulos.

- Capítulo 2. La crisis financiera en España. El origen de los servicers.

Para la realización de este capítulo han resultado más influyentes ciertas asignaturas como Introducción a las Finanzas, Economía Mundial, Economía Española, Economía Financiera y Dirección Financiera. Estas asignaturas, han abarcado temas relacionados con la crisis financiera española en 2008, permitiendo entender tanto su origen, como su desarrollo y consecuencias. A su vez, han permitido entender la reestructuración del sistema financiero y la situación financiera actual.

- Capítulo 3. El sector del servicing.

En el desarrollo de dicho capítulo han resultado de utilidad las asignaturas Investigación Comercial y Dirección Comercial. En ambas asignaturas se han obtenido conocimientos sobre técnicas empleadas para la realización de una investigación de mercado que han sido de utilidad a la hora de analizar y entender la situación actual del sector del servicing.

- Capítulo 4. Análisis económico – financiero de los principales servicers en España.

El desarrollo de este capítulo se ha basado en la realización de un análisis económico financiero comparativo de cada uno de los principales servicers del mercado español. Para ello, ha resultado imprescindible cursar la asignatura Contabilidad Financiera y de Sociedad, así como en mayor medida, la asignatura Análisis y Consolidación Contable. Ambas asignaturas han permitido obtener conocimientos para saber interpretar la situación económico-financiera y patrimonial de una empresa partiendo de la información contenida en sus estados contables, así como el cálculo de ratios útiles para la realización del posterior análisis.

- Capítulo 5. Tendencias en el mercado de los servicers.

En este apartado se ha partido de la información obtenida en los capítulos anteriores para realizar una previsión futura del mercado. Este capítulo está basado principalmente en noticias recientes sobre el mercado, obtenidas de fuentes fiables y contrarrestadas entre ellas.

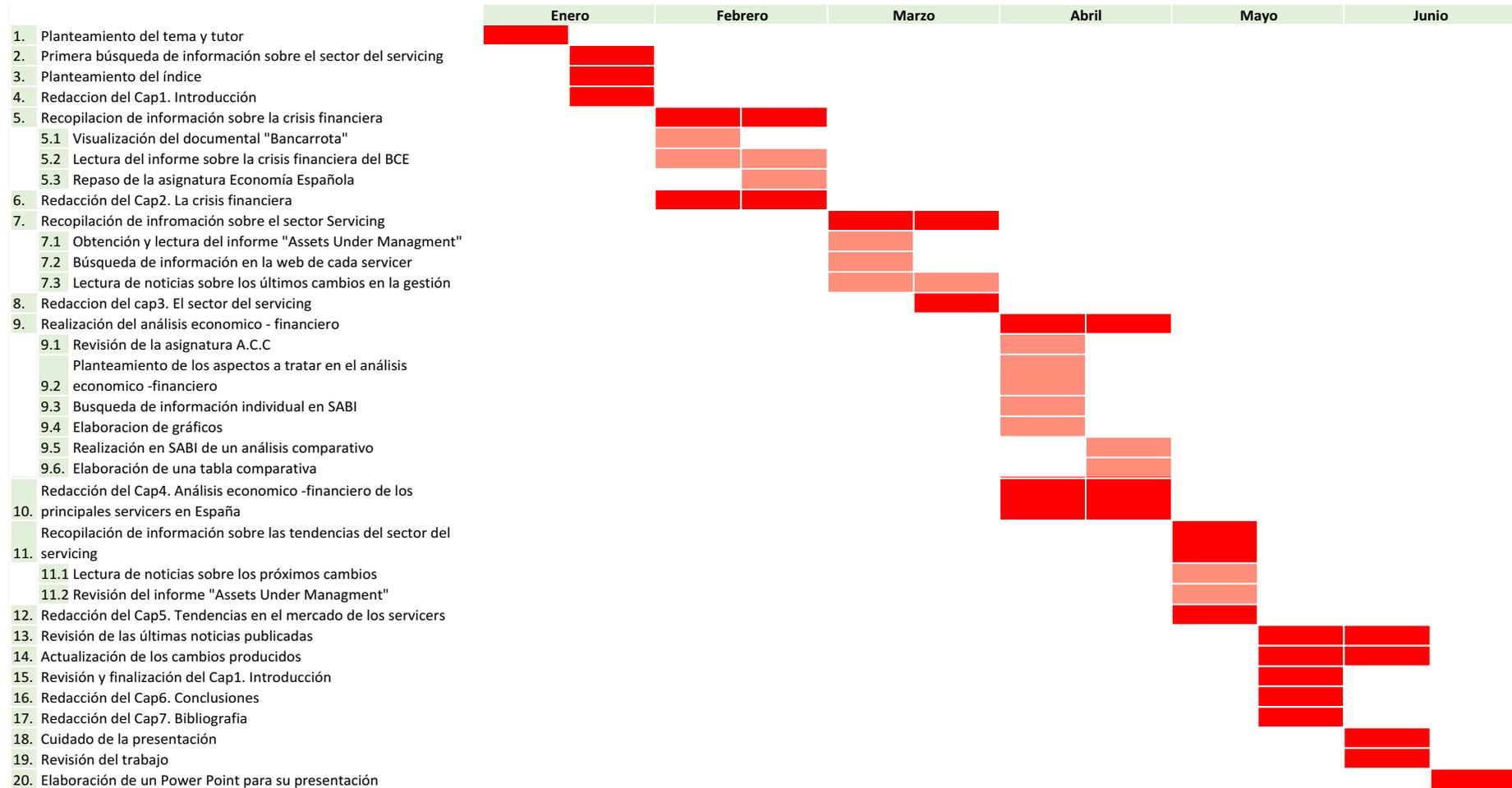
1.4 Orden documental

El presente trabajo se encuentra estructurado en diferentes capítulos, los cuales a su vez se dividen en secciones y subsecciones con el fin de mejorar la comprensión y facilitar la lectura. A continuación se detallan los diferentes capítulos de los que consta el trabajo, así como un breve resumen sobre la información contenida en cada uno de ellos.

- *Capítulo 2:* Durante este capítulo se realizará una observación de la evolución del mercado inmobiliario en España desde los años anteriores a la crisis financiera del 2008 hasta la actualidad con el fin de comprender el origen del sector del servicing. Para ello, se remarcarán los acontecimientos más importantes que propulsaron la formación de la burbuja financiera e inmobiliaria y provocaron posteriormente su estallido, analizando finalmente sus consecuencias.
- *Capítulo 3:* En este capítulo se analizará la evolución y la situación del sector del servicing en la actualidad. Para ello, se informará de los cambios que ha sufrido el sector en los últimos años y cuáles son las empresas que actualmente lo constituyen, profundizando en el análisis de aquellas que lideran el mercado.
- *Capítulo 4:* En este capítulo se pretende estudiar más detalladamente las principales empresas que forman el sector del servicing. Para ello, se realizará un análisis económico-financiero tanto individual como del sector, a fin de comparar los principales servicers españoles y entender mejor la situación actual del mercado.
- *Capítulo 5:* Durante este capítulo, se realizará una predicción de la evolución del mercado y se analizarán las tendencias del sector del servicing en España, recopilando y analizando para ello las últimas noticias conocidas.
- *Capítulo 6:* En este capítulo se extraerán las conclusiones obtenidas a lo largo del trabajo.
- *Capítulo 7:* Para finalizar el trabajo, en este capítulo, se desarrollará una bibliografía a fin de facilitar el acceso a las fuentes de información utilizadas para el desarrollo del trabajo, así como justificar toda obtención de información.

1.5 Diagrama temporal de tareas

Tabla1. Diagrama temporal de tareas.



Fuente: Elaboración propia.

Capítulo 2

La crisis financiera en España. El origen de los servicers.

2.1 Contexto y definición

Para poder entender la situación actual de la economía española, así como del mercado inmobiliario, y los nuevos agentes que han surgido durante los últimos años, se debe comprender previamente las diferentes etapas por las que la economía española ha pasado, analizando principalmente la situación de crisis económica vivida durante los últimos años y su evolución, aspecto que se desarrollará durante este capítulo.

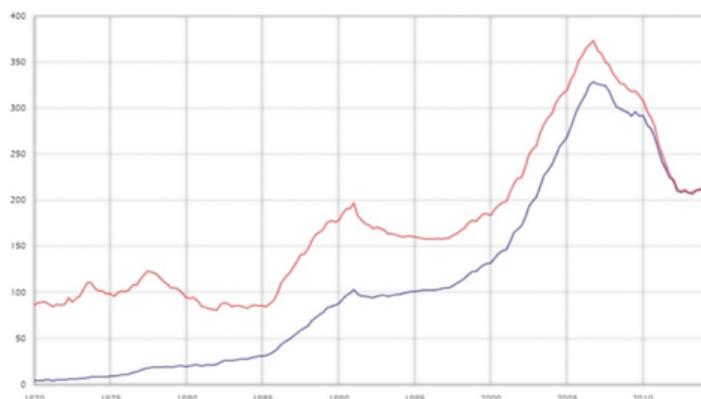
Centrándonos en la etapa de crisis vivida en España durante el periodo 2008-2014, se realizará principalmente un análisis del impacto sobre el sector inmobiliario, ya que, a pesar de haber habido muchos más sectores afectados por dicha crisis, el sector inmobiliario constituye uno de los más importantes en España, pues ha llegado a suponer un 12% del Producto Interior Bruto (PIB) y a generar un 14% del empleo total. Además, el sector inmobiliario se encuentra ligado al sector financiero, lo que como se verá más adelante, provocó que con el estallido de la burbuja inmobiliaria se iniciara una crisis tanto financiera como económica.

En primer lugar, y con el fin de comprender la terminología empleada para describir la evolución de la crisis financiera, conviene aclarar que el término “burbuja” hace referencia al aumento del precio de un bien por encima del resto, y por encima de su propio valor teórico. Según Joseph Stiglitz, premio Nobel de Economía del 2001, “*Si la razón por la cual el precio es alto hoy es solo porque los inversionistas creen que el precio de venta de mañana será mayor, sin que los factores fundamentales justifiquen ese precio, entonces existe una burbuja*”. A priori, resulta difícil distinguir si el aumento en el precio tiene como causa una mejora en los fundamentos o únicamente aumenta debido a las expectativas, sin embargo, la situación en España no fue otra que el aumento del precio debido a las expectativas de incremento de la demanda y del precio, lo que según Stiglitz se calificaría como burbuja.

En este caso, se hace referencia a “burbuja inmobiliaria”, como el aumento desenfrenado del precio de los bienes inmuebles que se dio en España desde finales del siglo XX hasta la primera década del siglo XXI, y que, con su colapso en 2008, provocó el inicio de una gran crisis financiera en la que España se vio involucrada hasta 2014 según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), pero que sin embargo, todavía en la actualidad no se han recuperado ni el nivel del PIB, ni de empleo, ni de salarios previos a la crisis, a pesar de poder decirse que España ha salido de esta crisis financiera.

Para entender el contexto en el que España se encontraba y los acontecimientos que dieron cabida a la formación de dicha burbuja, resulta necesario remontarse a finales del siglo XX. Esta época se encuentra caracterizada por el éxodo rural, aspecto que se podría considerar como el primer antecedente a la creación de la burbuja inmobiliaria, pues durante los años 70 a 90 se produjeron masivos desplazamientos de la población desde las zonas rurales a las zonas urbanas debido a la revolución industrial. Esta migración hacia dichas zonas supuso un gran aumento de la demanda de hogares en las ciudades durante la última década del siglo XX, y consecuentemente, el inicio de la expansión del sector de la construcción, lo que supondría el primer indicio de la creación de la burbuja inmobiliaria en España, ya que, debido al gran aumento de la demanda de viviendas en las ciudades, el mercado respondió y el precio de la vivienda comenzó a aumentar por primera vez, tal y como se puede observar en la Figura [1].

Fig1. Evolución del precio de la vivienda en España.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

Otro acontecimiento destacable, es la entrada de España en la Comunidad Económica Europa (CEE) en 1986 mediante la firma por el entonces presidente del gobierno Felipe González del Acta de Adhesión de España a la Comunidad Europea. Su ingreso supuso el inicio de un periodo de prosperidad económica en el país en el que el PIB y la renta per cápita aumentaron considerablemente, así como la adopción de una política monetaria común y el final de un periodo de aislamiento internacional.

Consecuencia del periodo de prosperidad económica, la demanda de viviendas comenzaba a aumentar, y a su vez el sector de la construcción, y aunque por aquel entonces se trataba de un crecimiento frenado, éste se aceleraría y terminaría constituyendo el principal motor de la economía en España. Sin embargo, su posterior desplome coincidió con una crisis financiera mundial que desencadenó a su vez el inicio del periodo de crisis en España.

2.2 La formación de la burbuja

La formación de la burbuja inmobiliaria en la que España se ve sumergida, comienza a desarrollarse en el año 1998, cuando bajo el contexto del neoliberalismo el presidente José María Aznar aprueba la Ley 6/1998, el 13 de abril, sobre régimen de suelo y valoraciones, conocida como Ley del Suelo de 1998. Se trata de una ley que regulaba los derechos y obligaciones de los propietarios de terrenos en España y que permitía privatizar el mercado del suelo.

Esta ley fue aprobada con el objetivo de multiplicar las inversiones al aumentar significativamente el terreno urbanizable, y por tanto, buscando provocar una disminución de los precios debido a la elevada oferta. Sin embargo, el mercado no siguió el camino esperado, el sector de la construcción no tenía freno, y el precio de la vivienda cada día aumentaba más. Esta situación de aumento del precio de la vivienda continuado atrajo a especuladores, lo que aumentaba todavía más la demanda, y consecuentemente el precio, entrando así en un círculo vicioso del que no se podría salir si no por el estallido de esta burbuja que ya estaba formándose.

Esta ley estuvo vigente hasta el 1 de Julio del 2007, año en el que fue sustituida por la Ley 8/2007 del Suelo aprobada por la ministra de vivienda María Antonia Trujillo. Esta nueva ley, contemplaba que únicamente el suelo preciso para satisfacer las necesidades que lo justificaran podía calificarse como suelo urbanizable, sin embargo, para entonces la construcción y el precio de la vivienda ya se habían disparado.

Otro de los acontecimientos clave en la formación de la burbuja inmobiliaria fue la aprobación por el presidente José María Aznar en el año 2002, con la construcción ya disparada, de la reforma laboral conocida como “El decretazo”, con el objetivo de disminuir los costes por desempleo. Esta reforma, establecía medidas como la obligación de aceptar un empleo que estuviera a menos de 30 kilómetros o dos horas de desplazamiento, o que se podría rechazar hasta un máximo de tres veces una oferta de empleo, siendo el primer rechazo penalizado con un recorte de tres meses en la prestación recibida, el segundo con seis meses, y el tercero con la pérdida de este derecho. Además, extinguía el derecho de recibir la prestación a los trabajadores eventuales agrarios y delimitaba el cobro de los salarios de tramitación a aquellos casos en los que se reordenara la readmisión por despido improcedente.

Esta medida, comportó una reducción de los derechos laborales, fomentando la contratación por parte de las empresas y disminuyendo el número de parados cada vez más. Al aumentar la contratación empresarial, la llegada de inmigrantes se vio favorecida, por lo que de nuevo la demanda de viviendas aumentaba y presionaba aún más al alza los precios de los inmuebles.

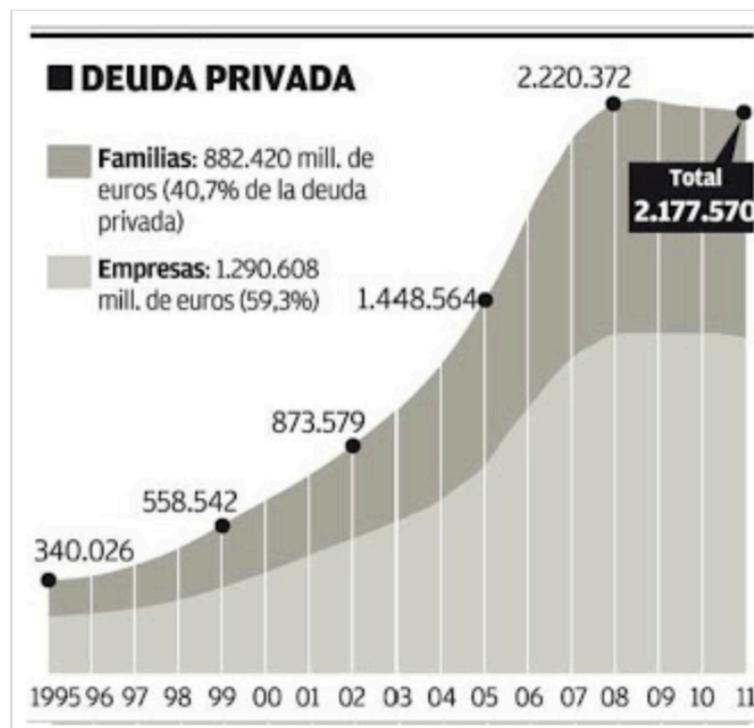
Cinco años después, en 2007, el Tribunal Constitucional anuló este Decreto-Ley ya que estimó injustificada la urgencia que alegó entonces el Gobierno Popular para aprobar esa norma, la cual había sido rechazada por los sindicatos y había dado lugar a una huelga general.

Además, como se ha mencionado anteriormente, con la entrada de España en 1986 en la Comunidad Económica Europea, se adoptaron políticas económicas y monetarias comunes por lo que posteriormente, con la introducción del euro en 2002, se fijó un tipo de interés de

referencia único para la zona euro y se posibilitó la bajada de los tipos de interés nominal que beneficiaba a las empresas y a las familias a través de la reducción de los tipos de las hipotecas.

Esta situación comportó que la concesión de crédito se hiciera más accesible, dado que las entidades financieras concedían créditos hipotecarios a tipos de interés muy reducido y con poca garantía de devolución, pues la vivienda servía como aval, y las entidades financieras se respaldaban en la idea de que el precio de la vivienda siempre aumentaba, por lo que no contemplaban riesgo alguno si el préstamo no era devuelto. Dada la facilidad de acceso al crédito, la deuda de las familias españolas creció desde los 300.000 millones de euros en 2001 a más de 800.000 millones de euros en 2007, a su vez, la deuda de las empresas se multiplicó por más de tres, pasando de los 400.000 millones de euros hasta los 1,2 billones, como se observa en la Figura [2]. La deuda privada de familias y empresas españolas, superaba en 2007 los 2 billones de euros, mientras que el PIB en ese mismo año fue de 1.080.807 millones de euros, es decir, España contaba con más del doble del PIB en deuda privada, que además era utilizada principalmente para cometer inversiones en el ladrillo.

Fig2. Evolución de la deuda privada en España.



Fuente: El blog de Drobo.

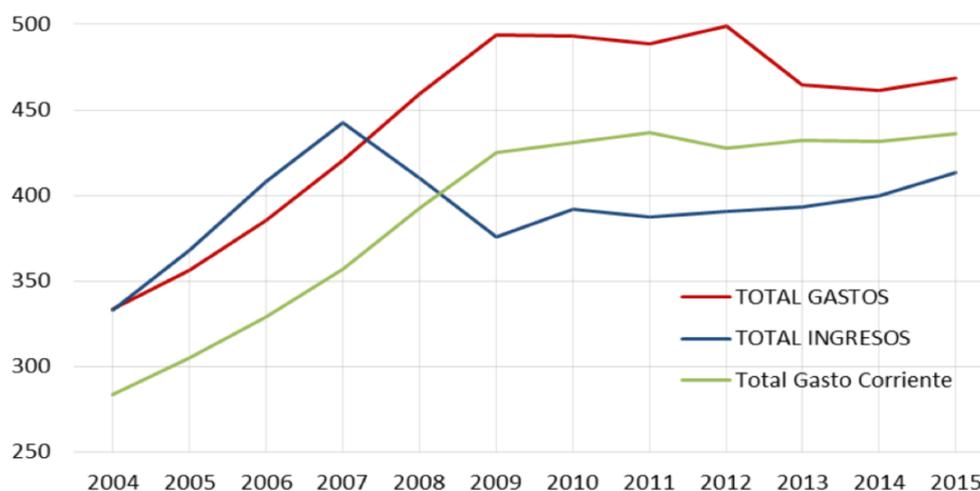
El sobreendeudamiento era claro, además, la banca no financiaba únicamente la adquisición de viviendas por parte de familias y empresas mediante la concesión del crédito, sino también su construcción mediante la concesión de préstamos a promotores inmobiliarios. El crecimiento del sector de la construcción era excesivamente rápido, y creaba tres veces más empleo que el resto de la economía española. El Valor Agregado Bruto (VAB) de la construcción seguía un aumento continuado desde 1996 y alcanzaba en 2008 un máximo de 113.192, había crecido más del doble que el PIB en el mismo periodo.

2.3 El estallido de la burbuja

La existencia de la burbuja ya era obvia en 2005. El sector de la construcción no tenía freno, España construía más viviendas que Alemania, Francia e Italia juntas, presentaba una media de 1,54 viviendas por habitante, la tasa más alta del mundo y 1 de cada 8 trabajadores se dedicaba a la construcción. En 2006, la inversión en este sector representaba un 18% del PIB, y entre 2001 y 2006 se construyeron más de 4,5 millones de viviendas.

Este crecimiento del sector de la construcción, comportaba el crecimiento de otros sectores dependientes del mismo, lo que hacía aumentar todavía más el crecimiento acelerado de la economía española. Tal y como se puede ver en la Figura [3], los ingresos fiscales crecieron un 51% desde 2001, lo que provocó que el gasto público siguiese la misma tendencia y dejando a un lado toda posibilidad de ahorro, se disparase. El gasto público, se dedicó en gran parte al sobredimensionando del sector público, aumentando tanto el número de empleados públicos como su salario medio, y subiendo las pensiones. Éste se dedicó también a la construcción de grandes obras públicas, entre las que podemos destacar la construcción de universidades innecesarias, de aeropuertos que actualmente se encuentran en desuso, de parques públicos, de carreteras y de miles de kilómetros excesivos de infraestructuras ferroviarias, sobretudo en líneas de alta velocidad.

Fig3. Evolución de los Ingresos y del Gasto Público en España.



Fuente: IESE Business School University of Navarra. Elaboración: Eduardo Martínez Abascal.

En 2007, España era el único país europeo con superávit público, contaba con unos ingresos de 442.000 millones de euros y su gasto público ascendía a 421.000 millones.

Sin embargo, esta situación era insostenible y tan pronto como la burbuja pinchó, los bancos restringieron el crédito, por lo que los españoles dejaron de endeudarse y las ventas de viviendas cayeron en picado. Consecuentemente, el desempleo comenzó a aumentar y los ingresos financieros se restringieron fuertemente, resultaba entonces necesario reducir el gasto público para acabar con la crisis, sin embargo, la Administración Pública continuó

umentándolo. El gobierno de José Luis Rodríguez Zapatero, decidió adoptar una política de estímulos a la demanda inspirado en la corriente económica Keynesiana.

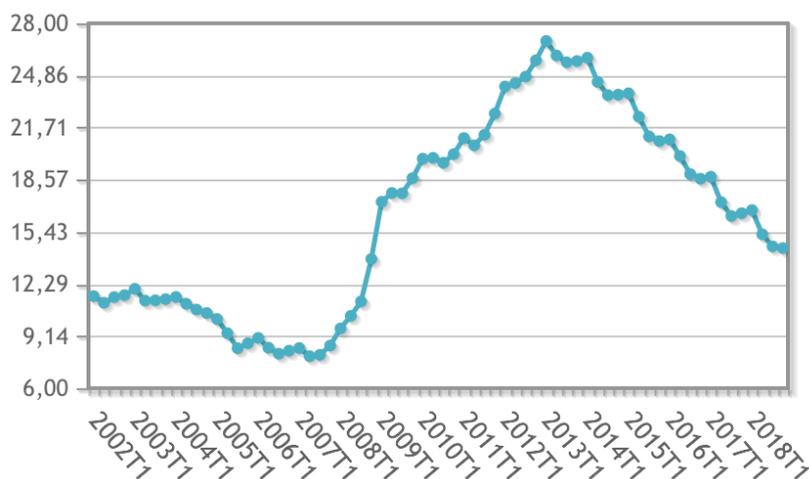
El keynesianismo, propone que ante un periodo de recesión, el gobierno estimule el gasto público haciendo que el Estado incurra en un déficit, para generar así demanda adicional que estimule la inversión y aumente el empleo, sin embargo, en la práctica, esta teoría, no funcionó. En base a las teorías keynesianas, en Noviembre de 2008, se aprobó el Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo, conocido como Plan E o como Plan Zapatero. Mediante la aprobación de este plan, se adoptaban una serie de medidas económicas impulsadas con el principal objetivo de aumentar la actividad económica en el país, empleando para ello grandes cantidades de dinero público buscando hacer frente al periodo de recesión originado por el estallido de la burbuja. Posteriormente, este plan fue prolongado, conocido con el nombre de Plan de Economía Sostenible, sin embargo, las medidas adoptadas no tuvieron los resultados esperados y únicamente se consiguió obstaculizar todavía más el saneamiento de la burbuja financiera e inmobiliaria.

El pinchazo de la burbuja se vio a su vez acelerado por la subida de los tipos de interés y por la quiebra del gran banco estadounidense Lehman Brothers que se produjo tras haber apostado por hacer negocio con las hipotecas basura, lo que provocó un gran impacto en el resto de países acelerando el proceso de crisis mundial.

Tras la buena situación económica que España había vivido hasta entonces, la burbuja había llegado a su límite, por lo que los indicadores de la crisis ya eran claros.

El desempleo se situaba en 2007 en apenas un 7,93%, un mínimo histórico al que se había llegado por dos razones principales. Por una parte, debido al auge del sector de la construcción y al aumento del número de empleados que el incremento de la demanda de viviendas había comportado. Por otra parte, como se ha visto anteriormente, el gobierno había incrementado su gasto público, y con ello el número de empleados en el sector. Sin embargo, tras el estallido de la burbuja y la fuerte reducción de la demanda, esta situación cambió por completo, pasando a llegar en 2013 a situarse en un 26,94%, un máximo histórico, como puede observarse en la Figura [4]. Incluso si nos referimos a desempleo juvenil, se alcanzaban cifras mayores al 50%.

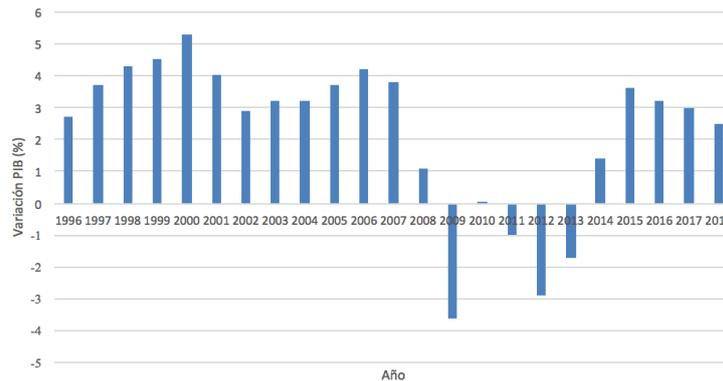
Fig4. Evolución de la tasa de paro en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Por otra parte, el PIB se encontraba en una situación de descenso continuado desde 2006, como se puede observar en la Figura [5], provocando el inicio en 2009 de un periodo de recesión que se daba por primera vez en España y en el que el PIB alcanzaba valores negativos de hasta -3,6%. Cabe destacar, que el crecimiento del PIB es crucial en una economía, pues contabiliza el valor monetario de los bienes y servicios finales, es por tanto, el indicador del aumento de la actividad económica del país. En España, esta cifra no aumentó hasta 2010, y a pesar de ello, volvió a caer un año más tarde y no se vio recuperada hasta 2014.

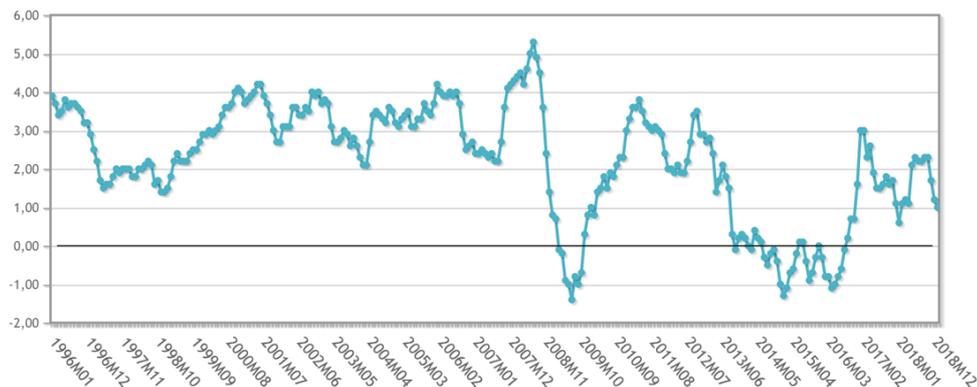
Fig5. Crecimiento anual del PIB en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Por su parte, el Índice de Precios al Consumo (IPC), el cual mide la variación que experimentan los precios en un periodo de tiempo determinado, es decir, indica el nivel de inflación del país, alcanzaba un máximo de 5,3% en 2008. Esto quería decir, que cada vez se necesitaban más recursos económicos para la compra de los mismos productos, los precios aumentaban, pero no de una manera moderada, pues según el Banco Central Europeo (BCE) un indicador de estabilidad del país hace referencia a un IPC del 2%, por lo que los precios en España estaban aumentando a un ritmo acelerado. Sin embargo, este indicador comenzó a descender con el estallido de la burbuja por debajo de lo recomendado, e incluso se registró un periodo de deflación en el que se alcanzaron en Julio de 2009 valores negativos de hasta -1,4%, como se puede ver en la Figura [6]. Esta caída del IPC se encuentra directamente relacionada con el aumento del desempleo, pues al haber aumentado éste, los agentes económicos pasaron a estar dispuestos a negociar a la baja sus rentas.

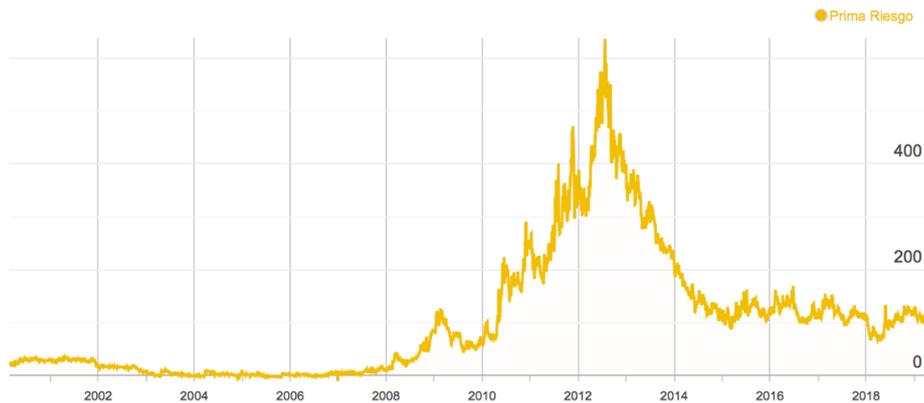
Fig6. Variación anual del IPC en España.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Además, la prima de riesgo de España, también llamada riesgo país o riesgo soberano, mide la diferencia que existe entre el interés de un bono español a 10 años y un bono alemán de las mismas características. Ésta se situaba entorno a 5 puntos básicos en 2007, sin embargo, tras el estallido de la burbuja, ésta llegó a situarse en 616 puntos en 2012, su cifra récord tal y como se observa en la Figura [7]. Este incremento de puntos básicos, significaba que el riesgo país de España había aumentado, es decir, la remuneración que éste debía dar a los inversionistas para que adquirieran su deuda era ahora mucho mayor que antes de la crisis.

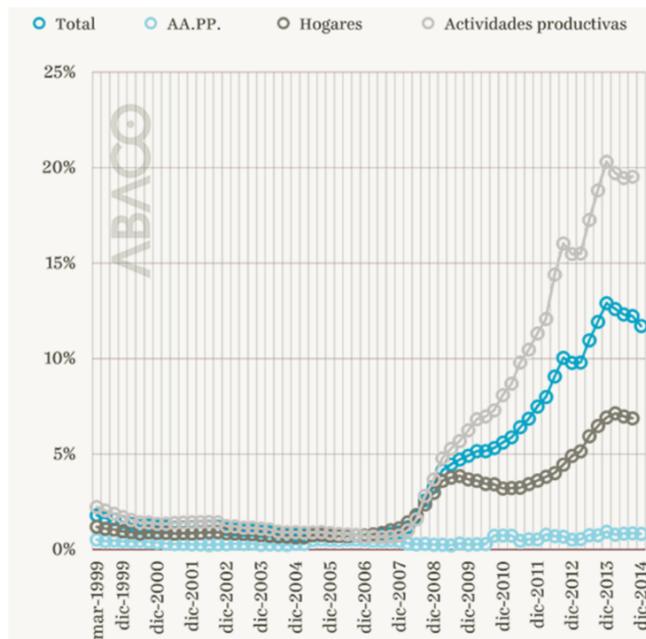
Fig7. Evolución de la prima de riesgo frente a Alemania.



Fuente : Datos macro. Elaboración: diario expansión.

Por otra parte, el ratio de morosidad, definido como el cociente entre el valor de los créditos dudosos de cobro y el valor de la cartera de créditos totales, llegó a alcanzar su máximo en 2013 siendo de 13,62%, como se pudo comprobar en la Figura [8]. Desde entonces, se encuentra en continuo descenso, en línea con la recuperación que caracteriza la economía española actualmente.

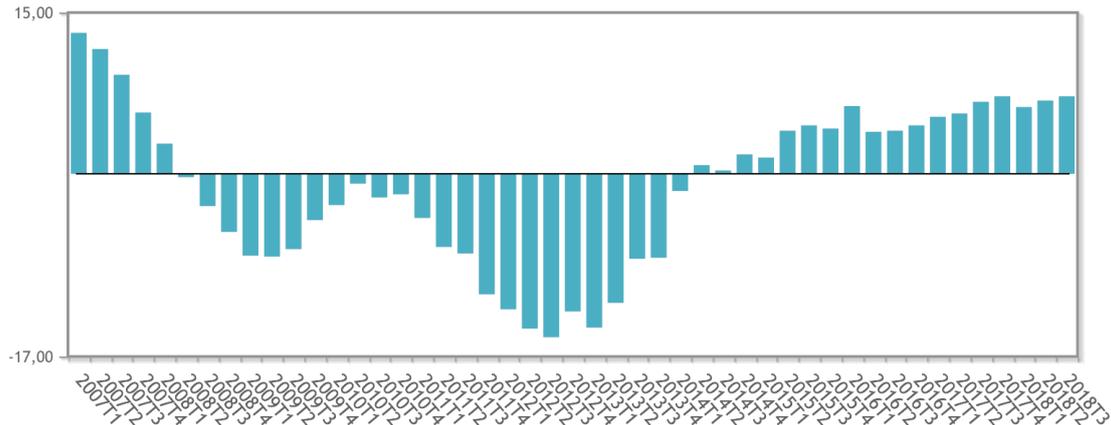
Fig8. Evolución de la tasa de morosidad en España.



Fuente: Banco de España (BDE). Elaboración: ABACO.

Los indicadores de la crisis eran claros, España se encontraba en una situación en la que el precio de la vivienda era muy elevado y las cifras de empleo habían caído significativamente, sin embargo, los sueldos se habían mantenido y cada vez menos gente tenía acceso a la vivienda, lo que comportó que llegado el momento, al ser menor la demanda a la oferta, los precios de los inmuebles comenzaran a descender. Como se puede ver en la Figura [9], dado que tras el estallido de la burbuja la concesión de préstamos se había frenado bruscamente, el Índice de Precios de la Vivienda (IPV) comenzó a descender, lo que provocó que desde los máximos alcanzados en 2007, el precio de la vivienda cayese un 25,6% en 2012.

Fig9. Evolución del Índice de Precios de la Vivienda (IPV).



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del INE.

Además, esta crisis no se daba únicamente a nivel español, si no que se trataba de una crisis mundial, y que en un contexto caracterizado por la creciente globalización se contagiaba rápidamente. El estallido de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, es decir, hipotecas concedidas con un alto nivel de riesgo, desencadenada por la desconfianza crediticia, sirvió de alarma a las entidades financieras en España. Es en este momento cuando estas entidades dejaron de prestar crédito, y los inversores de comprar deuda, provocando que la economía se contrajese y se produjeran numerables despidos y desahucios.

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, desaparecieron un elevado número de entidades inmobiliarias y de empresas constructoras ya que sus ventas habían caído en picado y no eran capaces de hacer frente a la deuda contraída con las entidades financieras.

Por otra parte, al aumentar el tipo de interés, aumentó la morosidad del pago de los créditos hipotecarios como se ha visto anteriormente, pues la mayoría de las entidades y familias a las que se había prestado el dinero no eran suficientemente solventes como para devolverlo y su aval había perdido casi todo su valor. De esta manera, comenzaron a provocarse desahucios de familias que no podían hacer frente a su hipoteca, por lo que se creó el PAH (Plataforma de afectados por la hipoteca) para luchar contra esta medida.

A su vez, las entidades financieras se encontraban gravemente endeudadas debido a la baja garantía de cobro de los préstamos concedidos principalmente para la adquisición de inmuebles, por lo que el sistema financiero español se vio obligado a someterse a un proceso de reestructuración.

2.4 La reestructuración del sistema financiero

Tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, y una vez asumida la crisis económica en la que España estaba sumergida, las autoridades españolas impulsaron diferentes medidas para afrontarla.

Entre estas medidas, y según su orden cronológico, se encuentran en primer lugar las medidas destinadas a reforzar la liquidez de las entidades financieras y la confianza de los depositantes establecidas en 2008, como fue el aumento de los importes garantizados en los depósitos e inversiones de particulares de 20.000 a 100.000 euros mediante el Real Decreto 1642/2008.

Posteriormente, el 26 de junio de 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) mediante el Real Decreto-Ley 9/2009, cuya función es la gestión de los procesos de reestructuración del sistema financiero, así como la facilitación de los procesos de bancarizaciones de las cajas de ahorro. Inicialmente se dotó al FROB con 9.000 millones de euros y con capacidad para financiarse o recibir préstamos.

Con la creación de este fondo, se forzó a llevar a cabo el proceso de reestructuración en aquellas entidades financieras que tras el estallido de la burbuja no podían garantizar su viabilidad, y además, se trató de reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en procesos de integración que lo solicitaran.

Más tarde, en 2010, se adoptaron medidas para el refuerzo de la solidez de las entidades y se llevó a cabo una reforma en el sector de las cajas de ahorro mediante la cual se pretendía fusionar las entidades menos solventes con otras de mayor solvencia con el objetivo de reducir costes y sanear sus estados financieros. Esta reforma, se inició con el Real Decreto-Ley 11/2010 el 9 de Julio y su resultado fue la extinción de la mayoría de cajas de ahorro, pasando de haber 45 entidades en 2005 a tan solo 2 en 2018, Caja Ontinyent y Caja Pollença. Estas entidades, se fusionaron con el objetivo de obtener liquidez formando entidades bancarias. Por lo tanto, consecuencia de este proceso de reestructuración, se redujo el número de entidades financieras en España y se aumentó el tamaño de aquellas que permanecieron.

Por último, en 2011, se llevó a cabo un reforzamiento de la solvencia de las entidades financieras mediante el Real Decreto-Ley 2/2011. Dicha norma incluía una nueva regulación en cuanto a requerimientos de capital, reforzando así el nivel de solvencia de las entidades de crédito nacionales, además de una segunda etapa en la actuación del FROB en la que se permitió la adquisición de acciones ordinarias en aquellas entidades que no cumplieran los requerimientos de capital exigidos.

En Junio de 2012, fue confirmada la ayuda financiera solicitada a Europa para el sistema bancario español por el ministro de Economía Luis de Guindos, conocida como “Rescate Bancario Español”. Este préstamo tenía una cifra límite de 100.000 millones de euros y el FROB actuaría como intermediario del Gobierno para inyectarlo en aquellas entidades financieras con déficit.

Sin embargo, éstas habían pasado a acarrear importantes pérdidas y su actividad se orientaba cada vez más hacia el sector inmobiliario que hacia el sector de la banca debido al elevado número de inmuebles con los que contaban tras el estallido de la burbuja a causa del impago

de sus clientes y a los que era muy difícil encontrar salida, razón por la que a este tipo de inmuebles se les conoce como activos tóxicos.

Esta situación, comportó en 2012 la aprobación del Real Decreto-Ley para la creación de un “banco malo”, entendido como una sociedad de gestión de activos transferidos por las cuatro entidades nacionalizadas, Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco – Banco Gallego y Banco de Valencia, y por las entidades en proceso de reestructuración, y que recibió el nombre de Sociedad gestora de la Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). Su creación se debió al acuerdo de asistencia financiera formalizado en 2012 entre las autoridades españolas y la Comisión Europea, participando a su vez el Fondo Monetario Internacional y recogido en el Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera (MoU, *Memorandum Of Understanding*).

El SAREB, tenía como objetivo la reactivación del mercado inmobiliario y el saneamiento del sistema bancario español mediante la compra de los activos tóxicos con que dichas entidades contaban, tratando así de que éstas lo eliminasen de sus balances. Dicha sociedad se formó con el compromiso de vender todos estos activos tóxicos antes de 2027, sin embargo, tal y como posteriormente veremos, está encontrando dificultades para llevar a cabo su objetivo antes de la fecha límite.

Durante el proceso de reestructuración, existe una necesidad clara, y es la urgencia de gestionar y dar salida a los inmuebles con los que contaba la banca debido al impago de sus clientes y con el objetivo de aliviar sus cuentas, razón por la que surgieron las entidades denominadas “Servicers”. Este término, hace referencia a las sociedades que nacieron de las antiguas filiales inmobiliarias de la banca, y cuyo objetivo era la venta de los activos tóxicos con los que contaban, que debido a la urgencia del proceso, se ofrecían a precios muy bajos y con condiciones de financiación muy buenas.

Capítulo 3

El sector del servicing

3.1 Introducción al sector del servicing

El término “Servicers” hace referencia a las sociedades nacidas de las antiguas filiales inmobiliarias de la banca dedicadas a gestionar, controlar y optimizar su cartera, y cuyo objetivo reside en vender los activos tóxicos procedentes del estallido de la burbuja inmobiliaria. Estas sociedades cumplen la función de gestor total de la promoción, ya que independizan a la banca de la gestión de estos activos y actualmente ofrecen un “servicio integral”, es decir, se encargan de todo el proceso hasta la venta del inmueble.

Según la tercera edición del informe realizado por Axis Corporate ¹, este sector cuenta con aproximadamente unas 15 compañías, sin embargo, es posible decir que únicamente seis servicers concentran el 80% del mercado español en cuanto a activos bajo gestión y cifra de ventas, por lo que a lo largo del trabajo, nos centraremos en el análisis de estas compañías dado que representan una imagen clara del sector. Entre éstas se encuentran Altamira, Servihabitat, Haya Real Estate, Aliseda, Anticipa y Solvia.

El primer servicer que surgió en España, calificado entonces como inmobiliaria bancaria, fue Servihabitat, el cual surgió en 1989 y estaba participado en un 49% por Caixabank y en un 51% por TPG. Más tarde, en 2010 surgió Solvia, en 2013 Servihabitat, Aliseda y Haya Real Estate y en 2014 Altamira y Anticipa.

El sector del servicing se caracterizado por un fuerte dinamismo provocado por las continuas ventas de este tipo de empresas, como posteriormente veremos, representan un papel fundamental en este sector los fondos de inversión, ya que actualmente están adquiriendo la mayoría de estas entidades, y por lo tanto, el control del mercado de la vivienda.

¹ Informe “Assets Under Managment” realizado por Axis Corporate publicado en Abril de 2019.

3.2 Evolución del sector del servicing

A raíz del proceso de reestructuración del sistema financiero español que resultó necesario tras el estallido de la burbuja económica y dado el dinamismo que caracteriza dicho mercado, el sector inmobiliario en su totalidad ha estado en constante evolución. Con el propósito de sanear este sector y poder crecer, han ido surgiendo nuevos agentes entre los que se encuentran Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (Socimis), fondos de inversión y servicers, quienes durante los años posteriores han ido evolucionando todavía más y han crecido tanto en estructura como en profesionalización.

En un primer momento, el objetivo de los servicers radicaba en la gestión de los activos tóxicos con los que contaba la banca, sin embargo, la realidad de estos departamentos ha seguido un camino diferente. Éstos se han independizado de las entidades bancarias, han aumentado sus ventas y se han profesionalizado en el sector inmobiliario mediante la venta de su gestión.

Por una parte, estas entidades han aumentado su cartera, pues hoy en día además de vivienda procedente de impagos provocados por el estallido de la burbuja ofrecen suelos para construir, obra nueva de promotores, o pisos de particulares entre otros. En su cartera, también podemos encontrar todo tipo de inmuebles como son garajes, oficinas, centros comerciales o incluso hoteles.

También han cambiado el rumbo de su principal actividad, pues actualmente no se dedican únicamente a la venta los activos de los bancos, sino también a la venta de activos de otro tipo de clientes, como son promotoras, fondos de inversión, o el SAREB. Altamira, Servihabitat, Haya Real Estate o Solvia, son algunos de los servicers en los que en su cartera se encuentran activos procedentes del SAREB, es decir, activos procedentes de entidades bancarias que tuvieron que ser intervenidos en el proceso de reestructuración.

Otros ejemplos de estas nuevas líneas de actuación en la que los servicers han evolucionado son la especialización en la gestión de alquileres o la mayor internacionalización que se produce en la gestión de activos, tal y como se verá posteriormente al analizar las tendencias que hoy en día caracterizan al sector.

Por otra parte, estas sociedades también han aumentado su profesionalización en el sector inmobiliario, ya no solo mediante la mejora del contacto con el cliente, sino como con el cambio sobre el control de su gestión, ya que en la búsqueda por obtener mayor partido de estos activos, se comenzaron a realizar acuerdos con fondos de inversión para la venta de la gestión del negocio inmobiliario, pasando a estar el negocio controlado por expertos e independizándose de los bancos. Entre estos fondos veremos a continuación que destacan principalmente Cerberus, Blackstone, Lone Star, Apollo y DoBank.

Resulta importante indicar, que el sector del servicing se encuentra en constante evolución y cambio, y su gestión continuamente cambia de manos. Actualmente, y tal y como veremos a continuación, con Solvia como el ejemplo más reciente, todas las entidades han pasado a estar gestionadas ya sea en su totalidad o en una gran parte por fondos de inversión.

3.3 El mercado actual de los servicers

Una vez entendido el concepto de “Servicer”, así como su origen y evolución durante los últimos años, se pasará a analizar la situación actual de dicho mercado en España con el objetivo de destacar las principales empresas que lo forman y de las que posteriormente se realizará un análisis económico-financiero más detallado. Para ello, y con objeto de profundizar en el análisis de cada una de las sociedades, se comenzará comentando la actividad principal que cada una de ellas realiza, así como los activos bajo gestión que controlan, y se establecerá un ranking en función de su cuota de mercado según el importe neto de la cifra de negocios de cada una. Además, se indicará el/los propietarios de la gestión de cada uno de los servicers actualmente, aspecto que ha ido cambiando en los últimos años ya que como se ha indicado anteriormente ha habido una independización de las entidades bancarias, comprobándose la importancia que los fondos de inversión han ganado al pasar a gestionar casi en su totalidad dichas sociedades con el fin de mejorar la profesionalización del sector.

En el sector del servicing, podemos encontrar alrededor de quince entidades, sin embargo, según los datos obtenidos a partir del informe realizado por Axis Corporate podemos nombrar a seis servicers como los líderes actuales de este mercado en España ya que controlan más del 80% del total de los activos y ventas del mercado. Por lo tanto, durante el presente trabajo nos centraremos únicamente en el análisis de seis entidades asumiendo que tienen el control total del mercado, y que por lo tanto, podemos obtener una imagen clara y real sin extender el análisis al resto del sociedades del sector.

En consecuencia, podemos decir que el mercado de los servicers se encuentra liderado por las siguientes entidades:

- Altamira:

Altamira Asset Manager S.A, líder actualmente en el sector del servicing tanto por el valor monetario de los activos que tiene bajo su gestión como por su cifra de ventas, cuenta con más de 125.000 inmuebles en gestión de alquiler y venta distribuidos por todo el territorio nacional. Altamira se encarga de la gestión de carteras de más de 10 entidades distintas entre fondos, bancos y promotores y entre sus activos, se encuentran en su mayoría viviendas pero también locales, garajes, trasteros, naves industriales, oficinas y suelos. Se trata de una sociedad con presencia no solo en el territorio Español, si no también en Portugal y Chipre, por lo que tiene una red de ventas tanto nacionales como internacionales.

Altamira es una sociedad dedicada a la gestión integral de activos financieros e inmobiliarios, que actualmente cuenta con una cuota de mercado del 26% dada su elevada cifra de ventas y con algo más de 691 millones de euros de activos, lo que la sitúa como líder principal en el sector del servicing.

Se trata de la sociedad gestora de los activos del Banco Santander que en la actualidad se encuentra gestionada en un 85% por el fondo de inversión doBank (Fortress) y en un 15% por el propio banco.

- Servihabitat:

Servihabitat Servicios Inmobiliarios S.L es una sociedad que inicia su actividad en los servicios inmobiliarios en 1989 y que proporciona servicios de gestión de carteras de crédito y de activos inmobiliarios. En los años posteriores al estallido de la burbuja y bajo el proceso de reestructuración del sistema financiero, Servihabitat pasó a integrar en su gestión los activos inmobiliarios de seis entidades financieras. Su visión es ser líder multiproducto y multicliente en el sector financiero e inmobiliario mediante la gestión integral de carteras. Su posición en el mercado se encuentra consolidada gracias a su experiencia de 30 años y al elevado volumen de activos que tiene bajo su gestión.

Servihabitat proporciona servicios de gestión de carteras de crédito promotor e hipotecario y de activos inmobiliarios por valor de 519 millones de euros. Se posiciona como el cuarto servicer según los activos que tiene bajo su gestión, sin embargo, dada su cifra de ventas cuenta con una cuota de mercado actualmente del 23%, lo que la sitúa en segunda posición en el mercado, únicamente por detrás de Altamira.

Servihabitat es la sociedad gestora de los activos de Caixabank, sin embargo, en Junio de 2018 se vendió el 80% de la sociedad al fondo de inversión LoneStar por 7 millones de euros, manteniendo la participación en un 20%.

- Anticipa:

Anticipa Real Estate, por su parte, es una compañía creada en 2014 dedicada a la gestión de activos inmobiliarios y de préstamos hipotecarios con colateral residencial. Su cartera se encuentra diversificada, un 70% dedicado al régimen del alquiler y un 30% a la venta de inmuebles. Su accionista único es el gran fondo de inversión BlackStone.

Anticipa surgió como servicer de Catalunya Caixa, sin embargo, en la actualidad se encuentra totalmente gestionada por el fondo de inversión BlackStone. Su cuota de mercado es del 4%.

- Aliseda :

Aliseda Inmobiliaria S.L.U es una compañía experta en la gestión de activos y créditos inmobiliarios en España. En su cartera se encuentran pisos, casas, garajes, trasteros, oficinas, naves industriales y locales comerciales entre otros.

Se trata de la sociedad gestora de los activos del Banco Popular. Esta entidad fue vendida al Banco Santander por un euro, por lo que paso a estar bajo su gestión y actualmente se encuentra capitalizada en un 51% por el fondo de inversión estadounidense BlackStone y un 49% por el Banco Santander. Su cuota de mercado es del 15%.

Anticipa y Aliseda, colaboradas entre ellas desde 2016, pertenecen ya sea en su mayoría o en su totalidad al fondo de inversión BlackStone. Entre las dos gestionan alrededor de 631 millones de euros en activos y cuentan con una cuota de mercado del 19% ya que su cifra de negocios alcanza los 236 millones, lo que las sitúa en tercera posición el mercado por detrás de Altamira y Servihabitat.

- Haya Real Estate:

Haya Real Estate S.A.U es una empresa dedicada a la gestión del crédito y activos inmobiliarios durante todo su proceso mediante un servicio integral 360°. La sociedad comercializa más de 15.000 inmuebles al año por todo el país además de explotar grandes carteras de patrimonio inmobiliario y ser considerado como experto en alquiler de REOs y vivienda social. Haya cuenta con un departamento de *advisory* en el cual se estudia cada oportunidad de negocio aconsejando al cliente en que área le resultará más ventajoso invertir.

Haya Real Estate surgió en 2013 como sociedad gestora de los activos de Bankia. Posteriormente, en 2014, pasó a ser servicer de la entidad de Cajamar y se encargó de la gestión de portfolio de SAREB, y en 2017 se constituyó también como servicer de Liberbank. En la actualidad se encuentra gestionada por el fondo estadounidense Cerberus, quien es el propietario al 100% de dicha sociedad y el cual cuenta también con clientes como ING y BBVA.

Este servicer posee activos por valor de 589 millones de euros y cuenta con una cifra de ventas alrededor de 226 millones de euros, por lo que su cuota de mercado es del 18% situándose en cuarta posición, por detrás de Altamira, Servihabitat y Anticipa – Aliseda.

- Solvía:

Solvía Servicios Inmobiliarios S.L es un servicer líder en los mercados *retail* e inversión dedicado tanto a la gestión unificada de la totalidad de los negocios inmobiliarios como a la gestión de carteras de crédito inmobiliario, desarrollo de suelos y gestión patrimonialista. La entidad gestiona todo tipo de activos residenciales, comerciales y logísticos y ofrece servicios de compra, alquiler, inversión y venta de inmuebles. Solvía garantiza un servicio integral, es decir, se encarga de la comercialización, del servicio postventa, de la gestión de activos, de la promoción y desarrollo, de la recuperación de deuda, de la reposición de activos y del *advisory*.

Solvía nació como la sociedad gestora de los activos del Banco Sabadell. Se trataba del único servicer que no había vendido el control de su gestión, sin embargo, en diciembre del 2018 se conoció que iba a ser vendida al fondo de inversión nórdico Intrum valorando la sociedad en 300 millones.

El 24 de Abril de 2019, se conocía que Sabadell había cerrado la venta del 80% de su plataforma inmobiliaria Solvía a Intrum por 241 millones de euros, mejorando así su ratio de capital y obteniendo plusvalías. Solvía actualmente cuenta con activos por valor de 158 millones de euros y con una cuota de mercado del 15%.

Desde 2015 la empresa ha mantenido una posición similar en el mercado, aumentando ligeramente durante los últimos años el valor de los activos bajo gestión con los que cuenta y su cifra de ventas. Actualmente ocupa una quinta posición en el mercado, a pesar de que es una de las entidades que más se preocupa por mantener un contacto cercano con el cliente.

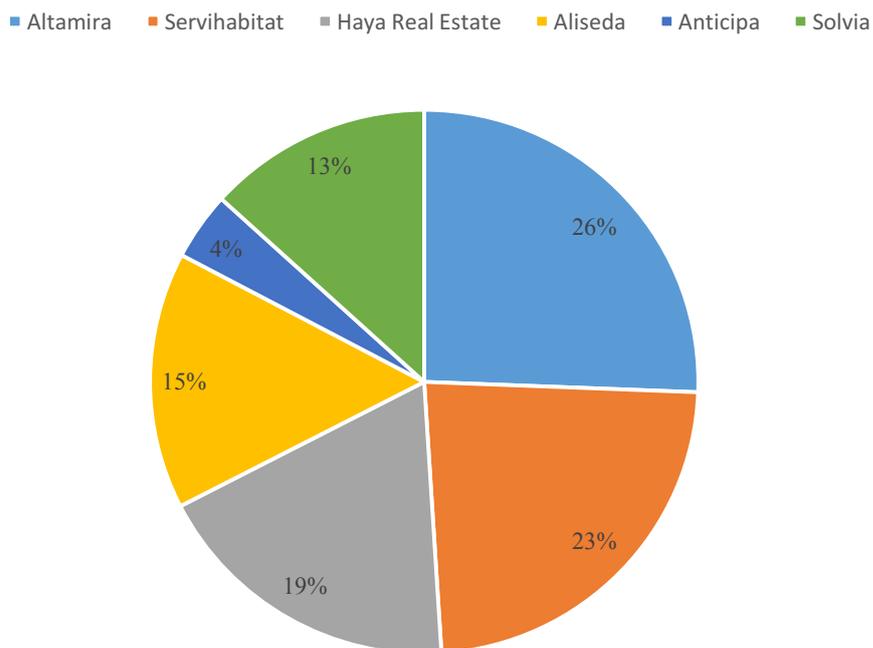
Los seis servicers hasta ahora mencionados, Altamira, Haya Real Estate, Anticipa, Aliseda, Servihabitat y Solvia cuentan con una cifra de ventas en el mercado que alcanza los 1.200 millones de euros lo que implica alrededor de un 80% de la cuota total del mercado.

Por detrás de dichas sociedades podemos encontrar Divarian, conocida hasta 2018 como Anida operaciones Singulares S.A. Dicha sociedad surgió para gestionar los activos del BBVA, sin embargo la entidad cerró un acuerdo con el fondo Cerberus para traspasarle los 12.000 millones de euros en activos con los que contaba. Tras esta operación, el fondo Cerberus paso a gestionar los activos tanto de Anida como de Haya Real Estate como hemos visto anteriormente, además de los de SAREB, Cajamar y Liberbank. Esta operación fue la segunda mayor del sector tras la realizada entre el Santander y Blackstone por los activos del Popular. El pasado mes de Mayo, se registraba el nombre de la marca Divarian, para la macroalianza inmobiliaria entre BBVA y Cerberus. Por lo tanto, Anida Desarrollos Inmobiliarios S.L pasó a denominarse Divarian Desarrollos Inmobiliarios S.L y Anida Propiedad S.L pasó a denominarse Divarian Propiedad S.L. Dicha sociedad cuenta con una cifra de ventas de 53 millones de euros, por lo que tiene una cuota de mercado del 4% y ocupa la sexta posición en el sector.

Por detrás de Divarian, y según la cifra de ventas y los activos bajo gestión con los que dichas sociedades cuentan, podemos destacar los siguientes servicers: Liberbank, IberCaja, Abanca, Copernicus, Neinor, Hispania, Aktua, Hipoges y Finsolutia.

A continuación, en la Figura [10], se puede ver como quedaría dividido el mercado según la cifra de ventas de cada entidad, suponiendo que el mercado está únicamente formado por las seis entidades que se ha asumido tienen el control total dada su elevada cuota de mercado.

Fig10. Cuota de mercado en el sector del servicing en función de la cifra de ventas.



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

Por último, y a modo aclaratorio dado el constante cambio de manos de la gestión que se produce en dicho sector, se ha presentado en la Figura [11] un resumen en el cual se puede apreciar la importancia que los fondos de inversión han ganado en el sector en los últimos años, provocando la independización de dichas sociedades de las entidades bancarias.

Fig11. Propietarios de la gestión en cada servicer.



** A fecha del informe pendiente de cerrar el acuerdo con Intrum. El 24 de Abril de 2019 se cerró el acuerdo de venta del 80% de Solvía a Intrum.

Fuente: Informe "Assets Under Managment" realizado por la consulta Axis Corporate.

Capítulo 4

Análisis económico-financiero de los principales servicers en España

Una vez conocidas las entidades que forman parte de dicho sector y con objeto de lograr un mayor entendimiento sobre la situación que caracteriza a este tipo de empresas, se realizará en primer lugar un análisis económico-financiero individual de los seis principales servicers detallados anteriormente, y a continuación, un análisis del sector que permita la comparación entre dichas sociedades.

Para ello, se utilizarán sus cuentas anuales del año 2017 dado que son las últimas cuentas depositadas y se analizará su evolución desde su constitución. A fin de facilitar la posterior comparación entre ellos, se utilizará una misma estructura para el análisis de cada uno de los servicers.

En primer lugar, se especificará la actividad que realiza dicha empresa y se analizará la estructura patrimonial que la caracteriza, comprobando para ello el peso que cada una de sus masas tiene sobre el balance y deduciendo si existe o no equilibrio económico-financiero mediante el fondo de maniobra.

En segundo lugar, se realizará un análisis de los principales ratios de liquidez y de endeudamiento, haciendo referencia tanto a la calidad y cantidad de la deuda como a la carga financiera que soporta cada entidad, y a continuación se analizará el ratio de rotación de activos y el periodo medio de cobro y pago. Estos ratios permitirán especificar la situación en la que se encuentra la empresa facilitando posteriormente la comparación con el resto.

Por último, se analizará la cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad, observando la evolución de cada una de las partidas que la componen además del margen sobre beneficio, y se obtendrá la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera de cada entidad junto con su evolución, así como el nivel de apalancamiento financiero y presión fiscal que soportan.

4.1 Análisis individual de los principales servicers

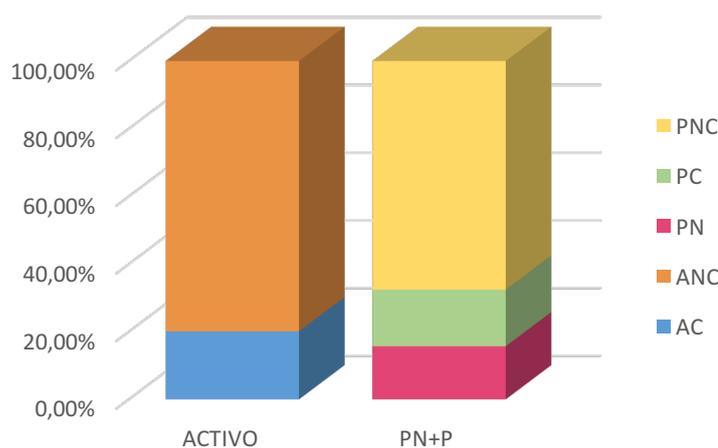
4.1.1. Altamira

Altamira Asset Management S.A es una empresa formada en 2013 dedicada a la constitución, participación por si misma o de forma indirecta en la gestión y control de otras empresas y sociedades; la adquisición, enajenación, tenencia y explotación de bienes inmuebles. Se encuentra clasificada por el CNAE según el código 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Constituye una empresa líder en el mercado tanto por su cifra de ventas como por el valor de los activos bajo gestión. Es el servicer del Banco Santander que actualmente se encuentra gestionado en un 85% por el fondo de inversión DoBank y en un 15% por el propio banco.

Para comenzar el análisis económico-financiero y con el objetivo de estudiar cuáles son las masas patrimoniales que mayor peso relativo tienen tanto en la estructura económica como financiera del balance de dicha entidad se presenta la siguiente Figura [12].

Fig12. Balance de situación de Altamira.



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

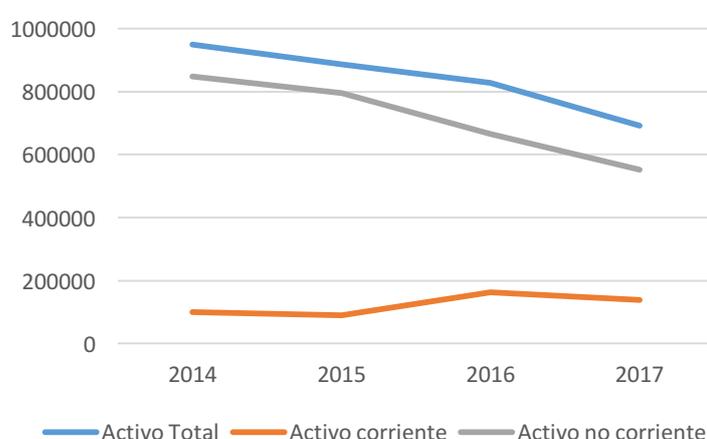
Respecto a la estructura económica de la empresa, Altamira cuenta con un total de activo por valor de 691 millones de euros, un 16,56% menos que en el anterior ejercicio, siguiendo con la tendencia decreciente que caracteriza a su activo en los últimos años. Esta reducción, se ha debido principalmente a la disminución del activo no corriente en un 16,9% como se puede observar en la Figura [13].

En la Figura [12], se puede comprobar que el activo no corriente representa el 80% del total de la estructura económica. Este peso relativo, se ha visto disminuido respecto de los años 2014 y 2015, donde el activo no corriente representaba el 90% del total. Cabe destacar, que el elevado peso de la partida de inmovilizado se debe principalmente al inmovilizado inmaterial, el cual representa un 94% del total y dentro del cual se pueden encontrar el fondo de comercio, concesiones administrativas, patentes, licencias, marcas o aplicaciones informáticas entre otros. Por otra parte, con un peso del 5,2% en la partida de inmovilizado

se encuentran otros activos fijos, partida que podemos suponer se encuentra constituida por inversiones inmobiliarias, inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, o inversiones financieras a largo plazo. Por último, con apenas un peso del 4,8% se encuentra la partida de inmovilizado material.

A continuación, analizando el activo circulante, se comprueba que éste tiene un peso del 20% sobre el total del activo, sin embargo, como se observa en la Figura [13], este porcentaje ha ido aumentando durante los últimos ejercicios. Dicha partida se encuentra constituida en un 49% por deudores comerciales y en un 45% por tesorería, contando en una pequeña proporción con otros activos líquidos, como pueden ser inversiones en empresas del grupo o asociadas, inversiones financieras a corto plazo, o periodificaciones a corto plazo. Cabe destacar que no se encuentran disponibles los datos para la partida de existencias.

Fig13. Evolución de las partidas de activo de Altamira



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

Pasando a continuación a analizar la estructura financiera de Altamira, podemos observar en la Figura [12] que la empresa utiliza mayoritariamente financiación externa, ya que el patrimonio neto únicamente supone el 16% de la estructura total, por lo que se trata de una empresa mayoritariamente endeudada y se puede calificar la política llevada a cabo por la empresa en cuanto a financiación como arriesgada.

La partida de fondos propios, se ha mantenido en un valor absoluto constante, por lo que ha aumentado su peso relativo en los últimos años. Se encuentra constituida en un 1% por capital suscrito, siendo su mayoría otros fondos propios como reservas, aportaciones de socios o resultado del ejercicio, o de ejercicios anteriores. Tal y como se verá a continuación, la mayoría de empresas del sector cuentan con un valor porcentual de capital suscrito muy bajo, permitiendo así hacer frente a posibles resultados negativos futuros con otros fondos propios.

Respecto al pasivo no corriente, éste tiene un peso del 80% sobre el total de deuda, por lo que podemos concluir que la financiación externa utilizada es sobre todo a largo plazo, lo que concuerda con su estructura económica caracterizada por un elevado peso del activo no corriente. En esta masa patrimonial, se encuentran únicamente acreedores a largo plazo y su valor absoluto ha disminuido un 20%, por lo que se puede deducir que la entidad ha optado por reducir mayormente su financiación ajena a largo plazo.

Por otra parte, el pasivo corriente, tiene un peso del 20% del total de la deuda. Se encuentra constituido principalmente por deudas financieras, aunque también por otros pasivos líquidos, como pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta, provisiones a corto plazo, deudas con empresas del grupo o periodificaciones a corto plazo.

Una vez analizado el balance de la entidad, se ha pasado a comprobar el estado del fondo de maniobra. Éste ha disminuido en el último año, sin embargo, tiene un valor positivo lo que a priori indica que se da una situación de equilibrio económico-financiero y que la entidad podrá hacer frente a las deudas más inmediatas con los activos líquidos con los que cuenta.

Seguidamente, se hará uso de una serie de ratios que permitan analizar la liquidez y endeudamiento de la empresa, así como la rotación de activos y el periodo de cobro y pago. Respecto a la liquidez de la empresa, este ratio tiene un valor de 1,2, lo que indica que su situación de liquidez es un tanto ajustada y por lo tanto podría tener problemas para afrontar sus deudas más inmediatas. Analizando en profundidad el activo corriente, se puede concluir, que dichos problemas de liquidez dependerán en gran parte de la capacidad de cobro de los clientes, ya que como se ha visto previamente la partida de deudores constituía el 49% del total del activo corriente. Además, llama la atención que la empresa cuenta con una gran proporción de tesorería a pesar de haber disminuido, lo que indica que su disponibilidad para hacer frente a las deudas dependerá de la capacidad de disponer del dinero en cajas y bancos. Se podría suponer que existe una pérdida de rentabilidad del efectivo, ya que el ratio de disponibilidad tiene un valor de 0,54. El ratio de liquidez, mejoró considerablemente pasando de un 0,75 en 2015, es decir de una situación de desequilibrio económico-financiero, a un 1,27 en 2016, manteniéndose prácticamente constante en el último año.

A continuación se analizará el endeudamiento de la entidad, para ello se emplearán ratios relacionados tanto con la cantidad de deuda que ésta tiene, como con el tipo de deuda y gastos financieros que soporta.

En primer lugar, mediante el ratio de endeudamiento, el cual tiene un valor de 0,84, y tal como se había comprobado al analizar la estructura financiera de la empresa, se comprueba que Altamira se encuentra excesivamente descapitalizada, a pesar de haber disminuido este ratio durante los últimos años, y como consecuencia, con baja autonomía. Tal y como se verá, el endeudamiento puede entenderse como una característica típica del sector, pero resulta relevante destacar, que en el caso de Altamira, el endeudamiento es todavía más excesivo que en el resto de entidades. Haciendo uso del ratio de solvencia, se concluye que la empresa es solvente, es decir, que podrá hacer frente a la totalidad de sus deudas con los activos con los que cuenta, aunque dicha solvencia es un tanto ajustada en comparación con el sector, y por cada unidad monetaria que Altamira ha de pagar, cuenta con activos por 1,19 veces ese valor.

Pasando a analizar el tipo de deuda de la empresa y tal y como se había comprobado en el análisis del balance, el activo es mayoritariamente no corriente, lo que concuerda con que la deuda de la empresa sea principalmente a largo plazo, y nos permite hablar de una mejor calidad de la deuda. En este caso, las deudas a largo plazo se asocian únicamente a acreedores, por lo que se puede asumir que no se incurrirá en un coste, mientras que las deudas a corto plazo se componen principalmente de deudas financieras, las cuales se presume conllevarán un coste financiero mayor. Este ratio ha empeorado ligeramente en los últimos años dada la reducción de los acreedores a largo plazo en mayor proporción que el pasivo circulante.

Respecto a la carga financiera que soporta Altamira, es destacable el valor del ratio de gastos financieros sobre ventas, pues este es de 0,16, por lo que se puede considerar excesivo, e indica que la empresa soporta una elevada carga financiera, resultando mucho mayor en comparación con el resto de empresas del sector. Sin embargo, y a pesar de continuar teniendo un valor muy elevado, éste ha disminuido durante los últimos ejercicios, ya que las ventas de la empresa han aumentado mientras que los gastos financieros se han ido reduciendo ligeramente. Respecto al coste de la deuda, este ratio ha aumentado en el último año ya que los gastos financieros apenas han disminuido mientras que los pasivos de la entidad que llevan asociadas un coste lo han hecho en mayor proporción, lo que indica que las deudas son ahora más caras. El ratio de cobertura de gastos financieros es de 0,95, lo que a pesar de ser próximo a 1 indica que la empresa no tendrá capacidad suficiente para afrontar los gastos financieros en la cuenta de pérdidas y ganancias, y como posteriormente se verá, su resultado del ejercicio terminará siendo negativo.

Respecto a la rotación de activos, este ratio ha aumentado en el último año un 21%, lo que indica que a pesar de haber habido una reducción del activo total la cifra de ventas se ha mantenido estable y por tanto se puede hablar de una mejor productividad de los activos.

Por otra parte, el periodo medio de cobro se sitúa en 80 días, por lo que se puede suponer que es un tanto elevado, además ha aumentado en los últimos años, indicando que la empresa está financiando en mayor medida a sus clientes. Llama la atención el periodo de crédito, el cual es de cero días indicando que la empresa paga a sus proveedores al momento no beneficiándose por tanto de la financiación gratuita que éstos pudieran proporcionarle.

A continuación se muestra una Tabla [2] de los ratios previamente analizados y su evolución.

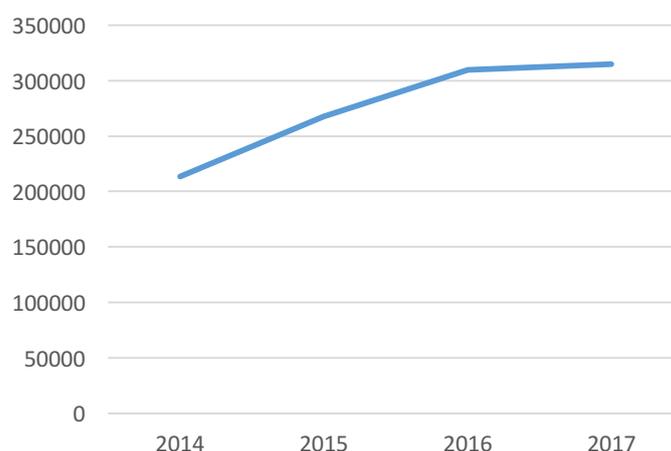
Tabla2. Evolución de los ratios de Altamira

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	0,65	0,75	1,27	1,20
TESORERÍA	0,65	0,75	1,27	1,20
DISPONIBILIDAD	0,39	0,4	0,72	0,54
ENDEUDAMIENTO	0,9	0,87	0,86	0,84
AUTONOMÍA	0,104	0,144	0,149	0,186
SOLVENCIA	1,10	1,145	1,15	1,187
CALIDAD DEUDA	0,178	0,157	0,179	0,198
GTO F° / VENTAS	0,16	0,18	0,17	0,16
COSTE DE LA DEUDA	0,21	0,4	0,41	0,44
COBERTURA GTO F°	1,89	1,7	0,85	0,95
ROTACIÓN ACTIVOS	0,224	0,3	0,374	0,455
PERIODO COBRO	68	56	73	80
PERIODO PAGO	0	0	0	0

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

Pasando a analizar la cuenta de pérdidas y ganancias, se puede comprobar que siguiendo la tendencia del sector la cifra de ventas ha aumentado un 1,56% en el último año, una cifra mucho menor respecto de la variación anual por la que se caracterizaba los últimos años, como podemos ver en la Figura [14]. Sin embargo, las ventas por empleado siguen una tendencia contraria, y disminuyen cada año, dado que aumenta la cifra de empleados y el coste medio de cada uno.

Fig14. Evolución de la cifra de ventas de Altamira.

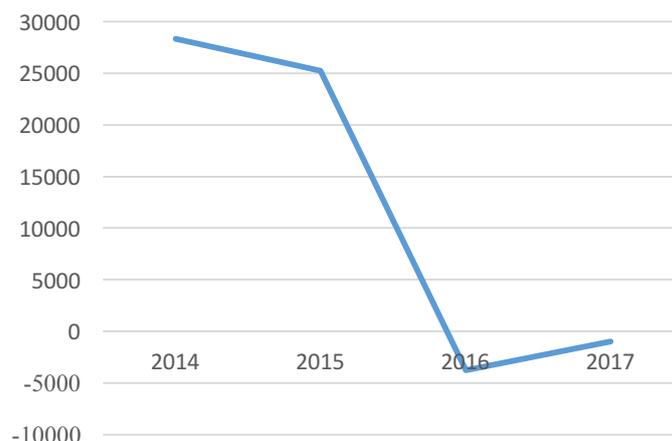


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

Cabe destacar, que analizando la cuenta de pérdidas y ganancias de la entidad se ha comprobado que el coste de los materiales supone un 14% de las ventas. Éstos han disminuido ligeramente respecto del ejercicio anterior, y representan una proporción similar a los gastos de personal, los cuales sin embargo han aumentado un 20%. El resto de costes se encuentran registrados como otros gastos de explotación y se han mantenido en valores estables. El EBITDA de la empresa, disminuyó apenas un 2% el último año, sin embargo, el EBIT creció un 7,41%, lo que indica una leve mejora ya que el año anterior había decrecido un 44,59% y se asocia a la reducción de las dotaciones para amortización del inmovilizado. Los gastos financieros, al igual que ocurría en el ejercicio anterior, no se han podido asumir en la cuenta de pérdidas y ganancias presentando la entidad un resultado ordinario antes de impuestos negativo. Dado el valor negativo del BAI, la entidad no ha pagado impuesto sobre sociedades, obteniendo en este caso una ventaja fiscal pero presentando igualmente un resultado final negativo. Por lo tanto, dado que Altamira presenta un BAI positivo pero un BAI negativo se puede afirmar que presenta problemas en la estrategia de financiación, no pudiendo asumir el valor de sus gastos financieros, por lo que convendría su revisión.

Respecto al resultado del ejercicio, éste ha mejorado en el último año, sin embargo, continúa siendo negativo como se puede comprobar en la Figura [15]. Esta mejora se ha debido principalmente al aumento del importe neto de la cifra de ventas. Cabe destacar, que Altamira difiere del resto de empresas de sector en cuanto a resultado del ejercicio, pues se trata de la única empresa cuyo resultado ha sido negativo en el 2017. Consecuentemente, el margen de beneficio, se ha visto también incrementado en el último año, pero su valor todavía se sitúa en un -0,83%.

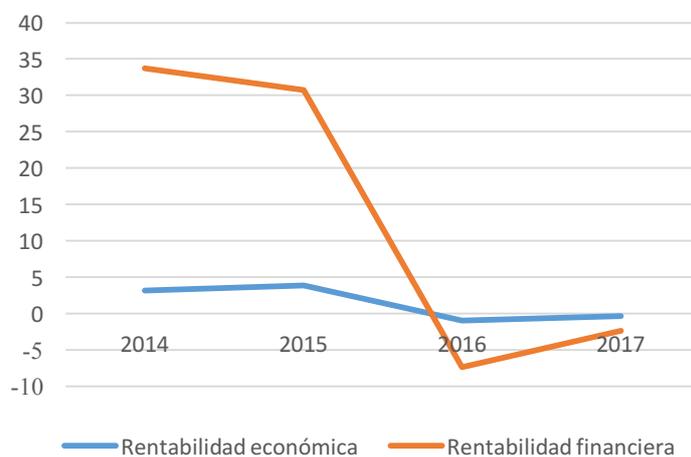
Fig15. Evolución del resultado del ejercicio de Altamira.



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

Dada la mejora del EBIT en el último ejercicio, la rentabilidad económica de la empresa se ha visto incrementada, a pesar de continuar siendo negativa debido a los problemas en la estrategia de financiación de Altamira. Consecuencia del resultado negativo del ejercicio de la empresa, tampoco se puede hablar de rentabilidad financiera ni de apalancamiento financiero dado que ésta tiene valores negativos a pesar de haber aumentado en el último año. A continuación, en la Figura [16] podemos observar la evolución de ambas rentabilidades desde la constitución de la empresa.

Fig16. Evolución de las rentabilidades de Altamira.



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

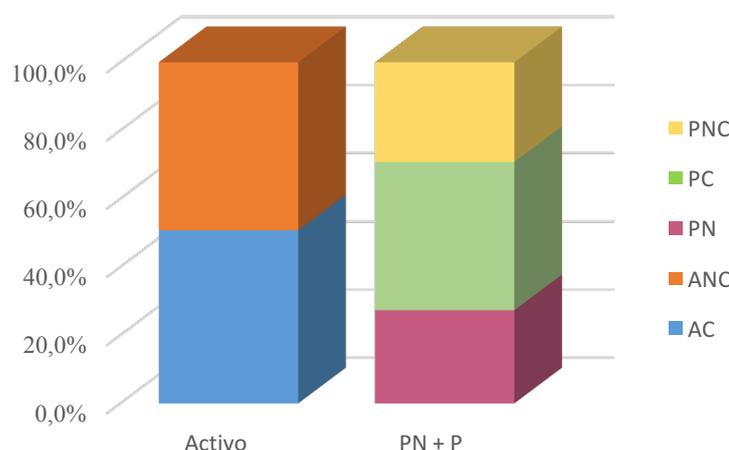
4.1.2. Servihabitat

Servihabitat servicios inmobiliarios S.L es una sociedad constituida en 2013 y cuya actividad principal es la prestación de servicios inmobiliarios. Se encuentra clasificada por el CNAE según el código 6832 - Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Como anteriormente se ha visto, Servihabitat tiene una cuota de mercado del 23% y surgió como servicer de Caixabank, pero actualmente se encuentra gestionada en un 80% por el fondo de inversión LoneStar y en un 20% por el propio banco.

Para comenzar el análisis económico-financiero, y a fin de detallar la composición de la estructura de la empresa, se puede observar en la Figura [17] una representación de la participación que cada partida tiene en el balance.

Fig17. Balance de situación de Servihabitat.



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

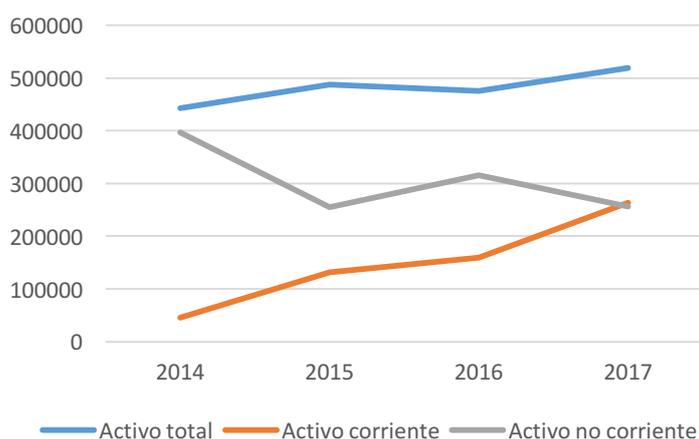
Durante el último ejercicio, el activo de la empresa se ha valorado en 519 millones de euros, un 9,2% más que el año anterior, donde era de 475 millones.

Analizando en primer lugar la estructura económica, se observa que el activo se encuentra casi por igual repartido entre activo corriente y no corriente.

En el activo no corriente, el cual supone el 49,3% del activo total, se encuentra principalmente inmovilizado inmaterial, al igual que ocurría en el caso de Altamira, partida que a pesar de no estar definida su composición se puede suponer estará constituida por el fondo de comercio, patentes, marcas o aplicaciones informáticas entre otros. Se encuentra también con un bajo peso relativo, la partida de inmovilizado material, y con un peso del 17,4% la partida de otros activos fijos, en la cual, podemos suponer que se encontrarán las inversiones inmobiliarias, las inversiones financieras y las inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, así como también activos por impuestos diferidos. Resulta relevante destacar que el activo no corriente ha perdido peso respecto del año anterior, donde suponía el 66,4% del activo total, y en consecuencia, el activo corriente ha aumentado su peso, siendo en el 2017 del 50,3% como se puede ver en la Figura [18].

En el activo corriente, es destacable la importancia que en el último año ha ganado la partida de tesorería, la cual ha aumentado en un 448%. El activo corriente se encuentra constituido por deudores en un 41% y tesorería en un 52%, siendo el resto otros activos líquidos como inversiones en empresas del grupo o asociadas, inversiones financieras a corto plazo, o periodificaciones a corto plazo. Para la partida de existencias, y al igual que ha ocurrido en la mayoría de empresas, no se han encontrado datos disponibles.

Fig18. Evolución de las partidas de activo de Servihabitat.



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

Continuando con el análisis de la estructura financiera de la empresa, se comprueba que el patrimonio neto supone el 27,3% del total de la estructura, lo que indica que la empresa cuenta en mayor medida con financiación ajena, es decir, sigue una política arriesgada en cuanto a financiación a pesar de que los fondos propios han aumentado su peso relativo respecto del año anterior, donde únicamente suponían el 16,17% del total. La partida de fondos propios únicamente cuenta con un 0,3% de capital suscrito, como previamente se ha justificado en el caso de Altamira, estando en su mayoría constituida por otros fondos propios como serían reservas, resultados del ejercicio o de ejercicios anteriores, o aportaciones de socios.

Respecto a las partidas de pasivo, éste se encuentra constituido en un 60% por pasivo líquido y en un 40% por pasivo no corriente, estos pesos relativos llaman la atención ya que han cambiado significativamente en el último año, pues en el 2016 la empresa contaba con un 74,6% de pasivo no corriente y 25,4% de pasivo líquido, por lo que se puede afirmar que la empresa ha optado por sustituir deudas a largo plazo por deudas a corto plazo.

Analizando la partida de pasivo líquido, podemos comprobar que un 67,9% se trata de otros pasivos líquidos, es decir, pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta, provisiones a corto plazo, deudas con empresa del grupo o periodificaciones a corto plazo, dicha partida ha aumentado significativamente en el último año. Esta partida también se encuentra constituida en un 12,4% por deudas financieras, y en un 19,7% por acreedores comerciales.

Por otra parte, la partida de pasivo no corriente se encuentra constituida en su totalidad por acreedores a largo plazo, al igual que ocurría en el caso de Altamira. Su peso en 2016 era del 62,59% del total del pasivo y se ha visto reducido hasta el 43,7% debido al aumento del peso

del patrimonio neto y del pasivo corriente. Por lo tanto se puede concluir que Servihabitat ha optado por reducir principalmente sus deudas a largo plazo, aumentando sus fondos propios y sus deudas a corto plazo.

Una vez analizada la estructura patrimonial de la empresa, se ha comprobado que el fondo de maniobra es de 37 millones de euros, por lo que a priori se puede afirmar que existe equilibrio económico-financiero en la empresa, y por tanto se deduce que se podrá hacer frente a las deudas más inmediatas, a pesar de que dicho valor haya disminuido en el último año.

A continuación, y con objetivo de profundizar en el análisis, se va a hacer uso de una serie de ratios que permitan comprobar tanto la liquidez como la cantidad y composición de la deuda, así como el peso que suponen los gastos financieros, el ratio de rotación de activos y el periodo medio de cobro y pago.

En primer lugar, el ratio de liquidez de Servihabitat se sitúa en 1,17, lo que a priori indica que su situación para afrontar las deudas más inmediatas es un tanto ajustada, al igual que ocurría en Altamira. Cabe destacar, que este ratio ha caído considerablemente desde 2015, pasando de una situación de liquidez holgada a una situación de posibles problemas de liquidez. Sin embargo, y dado que no hay datos en relación con las existencias, se obtiene un valor del ratio de tesorería adecuado, además se puede suponer que la liquidez dependerá en gran parte del periodo de cobro a clientes, pues recordemos que la masa predominante en la partida de activo circulante eran deudores. Por otra parte, el ratio de disponibilidad proporciona un valor muy elevado, lo que indica que la entidad tiene gran cantidad de efectivo que le permitiría hacer frente inmediatamente a sus deudas, por lo que se puede asumir que la liquidez dependerá también de la capacidad de disponer del dinero en cajas y bancos. Además dado el elevado volumen de tesorería Servihabitat se debería plantear una posible pérdida de rentabilidad del efectivo. Dicha situación se daba también en Altamira, y como posteriormente se verá constituirá una característica típica del sector.

Pasando a analizar el endeudamiento de Servihabitat, se ha comprobado que este ratio proporciona un valor de 0,72, pues tal y como se había visto en el análisis del balance, la empresa cuenta con un valor de deuda excesivo en comparación con el valor de sus fondos propios, lo que a su vez hace que el valor del ratio de autonomía sea limitado. Este ratio se ha visto reducido considerablemente durante los últimos años, lo que supone un aspecto favorable para la empresa, pues cada vez se encuentra más capitalizada. Continuando con el análisis de la cantidad de deuda y mediante el ratio de solvencia, el cual ha aumentado en el último año, podemos comprobar que la empresa cuenta con activos por 1,37 veces el valor contable de cada unidad monetaria que ha de pagar, por lo que podemos afirmar que se trata de una empresa que será capaz de hacer frente a sus obligaciones a más largo plazo.

Respecto al tipo de deuda de la entidad y haciendo uso del ratio de calidad de la deuda, podemos comprobar que éste tiene un valor algo elevado, ya que la deuda se encuentra en su mayoría constituida por deuda a corto plazo, entre la que se encuentran deudas financieras y otros pasivos líquidos que llevan asociados una serie de intereses. Además, este ratio ha empeorado en el último año, ya que la empresa ha pasado de tener en su mayoría deudas a largo plazo sin coste como eran los acreedores, a sustituirla por deuda a corto plazo, es decir, de peor calidad, dado los intereses que lleva asociados.

Pasando a analizar la carga financiera que soporta Servihabitat, se ha comprobado que el ratio de gastos financieros sobre ventas tiene un valor de 0,051, por lo que se puede suponer que éstos son adecuados. Este ratio ha disminuido significativamente en el último año debido a una disminución importante de los gastos financieros a más de la mitad de su valor, lo que llama la atención dado que la empresa había aumentado su financiación a corto plazo y por tanto se preveía un aumento de dichos gastos. Analizando ejercicios anteriores, se ha comprobado que el valor de los gastos financieros en 2016 resultó muy elevado en comparación con años previos donde la estructura de la empresa también había estado caracterizada por un elevado peso del activo no corriente, lo que hace suponer que dicho año se incurrió en algún gasto financiero extraordinario. Por otra parte, se ha analizado el coste de la deuda, este ratio ha disminuido en el último año asemejándose a niveles de 2015 debido a que los gastos financieros se han reducido a más de la mitad de su valor mientras que los pasivos con coste se han mantenido estables, lo que indica que se ha reducido el coste de la financiación. Como último ratio para el análisis de la carga financiera, se ha hecho uso del ratio de cobertura de gastos financieros que al ser mayor a 1, indica que la empresa tendrá capacidad para afrontar los gastos financieros en su cuenta de pérdidas y ganancias.

Respecto a la rotación de activos, este ratio ha disminuido ligeramente en el último año, lo que ha sido debido al aumento del total de activo en mayor proporción que el aumento de las ventas, por lo que se puede deducir que la productividad de éstos ha empeorado.

Para finalizar el análisis de ratios, el periodo de cobro ha disminuido pasando de 148 días en 2016 a 137 días en 2017, una cifra que sigue siendo todavía muy elevada, mientras que el periodo de crédito es mucho menor y se sitúa en 56 días, lo que indica que la empresa tarda más del doble en cobrar de sus clientes que en pagar a sus proveedores.

A continuación en la Tabla [3] se indica el valor de los ratios analizados y su evolución.

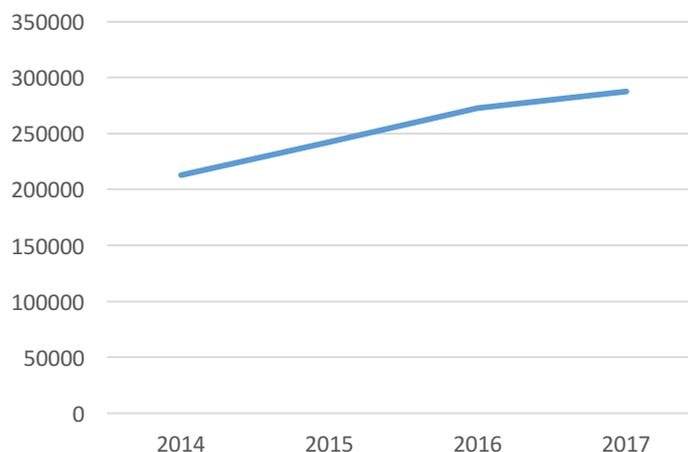
Tabla3. Evolución de los ratios de Servihabitat.

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	0,41	1,71	1,58	1,17
TESORERÍA	0,41	1,71	1,58	1,17
DISPONIBILIDAD	0,13	0,73	0,31	0,61
ENDEUDAMIENTO	0,96	0,87	0,83	0,72
AUTONOMÍA	0,033	0,147	0,191	0,375
SOLVENCIA	1,03	1,149	1,196	1,37
CALIDAD DEUDA	0,265	0,18	0,252	0,598
GTO F° / VENTAS	0,12	0,07	0,18	0,051
COSTE DE LA DEUDA	0,064	0,047	0,14	0,044
COBERTURA GTO F°	1,79	4,25	1,38	6,8
ROTACIÓN ACTIVOS	0,48	0,49	0,57	0,55
PERIODO COBRO	50	90	148	137
PERIODO PAGO	39	47	57	56

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

Analizando la cuenta de pérdidas y ganancias, se puede observar en la Figura [19] que la cifra de ventas es de 287 millones, un 5,46% más que en el año anterior, siguiendo con la tendencia creciente de los últimos años, a pesar de haberse visto frenado su crecimiento.

Fig19. Evolución de la cifra de ventas de Servihabitat.



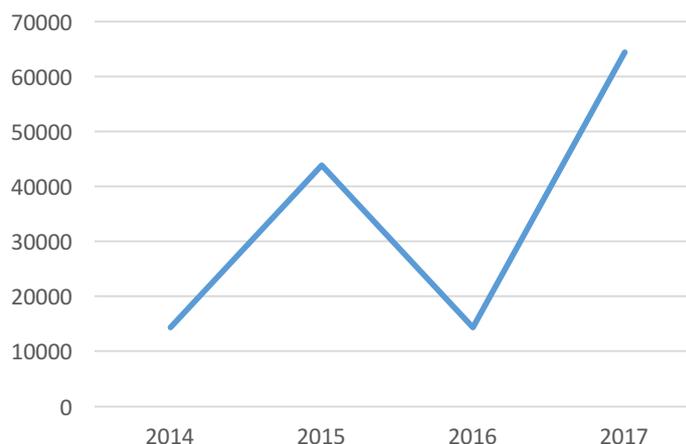
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

Cabe destacar, que al no haber datos disponibles para los costes de materiales, se han considerado únicamente los gastos de personal, que representan un 13% del total de las ventas, y otros gastos de operación, que representa el 36%. Ambos se ha comprobado que han disminuido respecto del ejercicio anterior, por lo que para una cifra de ventas un 5,4% mayor, el EBITDA se ha visto incrementado en un 25%. Respecto al EBIT de la empresa, éste ha aumentado un 45,88% en el último año, situándose en 100 millones de euros debido a la gran disminución de los gastos financieros y al aumento de las ventas, ya que las dotaciones para amortización del inmovilizado se han mantenido en valores más o menos estables. Sin embargo, en 2016, éste había disminuido un 15% respecto al año anterior, por lo que no sigue una tendencia clara, aunque como anteriormente se ha comentado, esa disminución se podría asociar al elevado peso que dicho año tuvieron los gastos financieros.

Consecuencia de la reducción de los gastos financieros, el resultado ordinario antes de impuestos es mucho mayor respecto del ejercicio anterior y consecuentemente el impuesto sobre sociedades al que debe hacer frente la entidad es también mayor.

Respecto al resultado del ejercicio, éste ha aumentado fuertemente en el último año, situándose en 64 millones de euros, un 447% más que en el año anterior como podemos ver en la Figura [20], lo que resulta llamativo y se asocia al aumento del resultado de explotación y a la disminución de los gastos financieros. Consecuentemente, el beneficio por empleado se ha visto incrementado en un 356% y el margen de beneficio ha aumentado hasta situarse en un 29,9% en 2017.

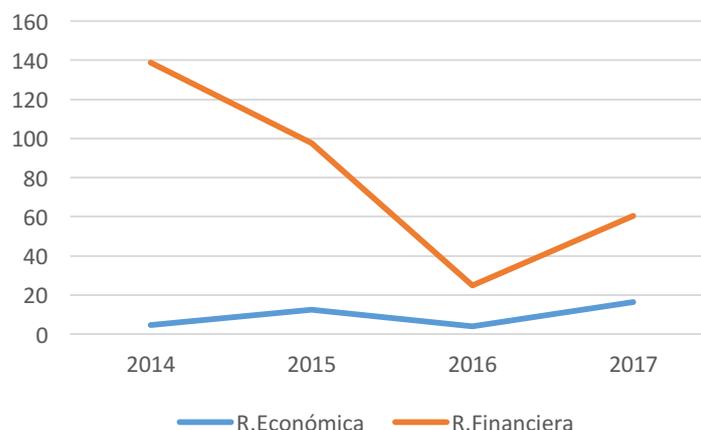
Fig20. Evolución del resultado del ejercicio de Servihabitat.



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

Como se puede observar en la Figura [21] y debido al aumento del resultado de explotación en mayor proporción que el aumento del activo total, la rentabilidad económica se ha incrementado un 409% respecto del año anterior, situándose en 2017 en un 16,55%, un valor mayor a la media del sector. A su vez, y asociada a la mejora del resultado final de pérdidas y ganancias en mayor proporción que el aumento de los fondos propios, la rentabilidad financiera también aumentó en el último año un 242%, pasando a situarse en un 60,6%, por encima del resto de empresas del sector y rompiendo con la tendencia decreciente que la caracterizaba. Profundizando en el análisis de la rentabilidad financiera, se encuentra que por una parte el apalancamiento financiero ha disminuido respecto del ejercicio anterior dado el aumento del impacto de los gastos financieros en el resultado, aunque su valor continúa siendo mayor a 1, lo que indica que la deuda sigue siendo conveniente para mejorar la rentabilidad financiera de la empresa. Por otra parte, la rentabilidad económica ha aumentado fuertemente y el valor del efecto fiscal no ha variado, manteniéndose en un 0,75, lo que indica que el impuesto sobre sociedades es desfavorable para la empresa y que ésta tiene una elevada presión fiscal.

Fig21. Evolución de las rentabilidades de Servihabitat.



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

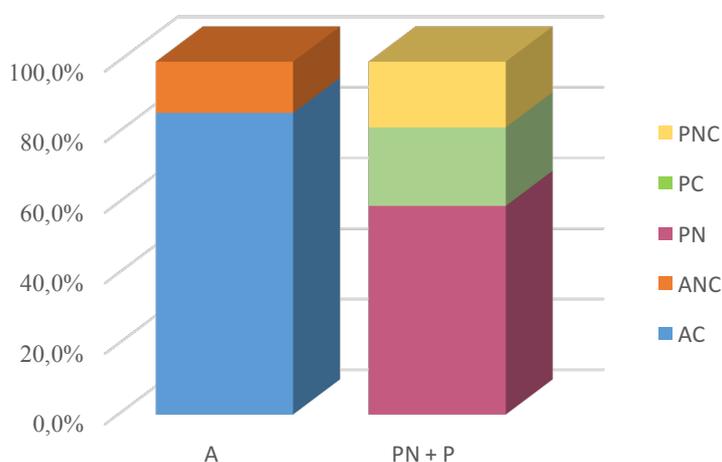
4.1.3. Anticipa

Anticipa Real Estate S.L es una empresa constituida en 2014 y dedicada a realizar por cuenta propia o de terceros la adquisición, gestión y comercialización de toda clase de bienes muebles e inmuebles, incluyendo la compraventa, administración, arrendamiento no financiero, custodia promoción y explotación. Se encuentra clasificada por el CNAE según el código 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Anticipa tiene una cuota de mercado del 4% y surgió como servicer Catalunya Caixa . Actualmente se encuentra gestionada en su totalidad por el fondo de inversión BlackStone.

En la siguiente Figura [22] se puede observar el peso que cada partida del balance representa sobre el total.

Fig22. Balance de situación de Anticipa.



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

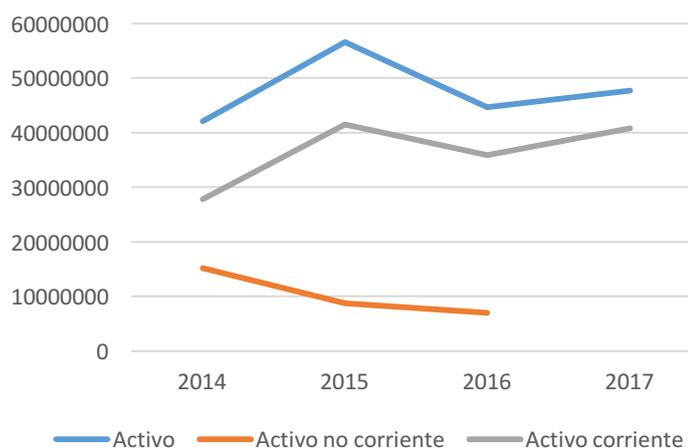
Anticipa cuenta con activos por un valor monetario de 47 millones de euros, cifra que ha aumentado un 7% en el último ejercicio.

En primer lugar, analizando la estructura económica del balance, podemos comprobar que está compuesta en un 85,5% por activo corriente. Dicha partida está formada en un 72,5% por deudores, en un 23% por otros activos líquidos como inversiones en empresas del grupo, inversiones financieras o periodificaciones, y en menor medida por tesorería y existencias.

Por otra parte, la partida de activo no corriente supone un 14,5% del total de activo y se encuentra constituida en su mayoría por inmovilizado inmaterial, al igual que ocurría en Altamira y Servihabitat, aunque también está formada en menor medida por inmovilizado material y otros activos fijos como inversiones inmobiliarias, inversiones en empresas del grupo o financieras, o activos por impuesto diferido.

Tal y como se puede observar en la Figura [23], en el último año el activo corriente ha aumentado su valor absoluto y relativo, mientras que el activo no corriente ha disminuido, en línea con la tendencia de los últimos años.

Fig23. Evolución de las partidas de activo de Anticipa.



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

Por otra parte, analizando la estructura financiera de Anticipa, es posible comprobar que ésta se encuentra en su mayoría constituida por patrimonio neto, el cual tiene un peso del 59,1%, lo que indica que la empresa sigue una política conservadora en cuanto a financiación, y por tanto, utiliza principalmente financiación propia.

Respecto al pasivo, éste es mayoritariamente corriente, es decir, la empresa deberá hacer frente a la mayoría de sus deudas en el corto plazo, lo cual es lógico, dado que como hemos comprobado en el análisis de la estructura económica de la empresa, la mayoría de su activo es corriente. En esta partida no se encuentran disponibles los datos sobre deudas financieras y acreedores comerciales, por lo que se ha considerado que está constituida únicamente por otros pasivos líquidos como provisiones a corto plazo, pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta o deudas con empresas del grupo.

En el pasivo no corriente, principalmente se encuentran acreedores a largo plazo, lo que se debe al pago de deudas procedente de las inversiones llevadas a cabo, y en menor medida se encuentran las provisiones.

Durante los últimos ejercicios, el valor de los fondos propios ha ido aumentando, manteniendo siempre constante el valor del capital suscrito, mientras que las deudas a corto plazo han ido disminuyendo, por lo que se puede decir que la empresa ha optado en mayor medida por una financiación propia y por una disminución principalmente de las deudas a corto plazo.

Una vez realizado el análisis de ambas estructuras, se ha obtenido el fondo de maniobra, el cual es de aproximadamente 30 millones. A priori este valor indica que existe equilibrio económico-financiero, sin embargo, resulta relevante la elevada cantidad de activo circulante con que la empresa cuenta, y que es aproximadamente cuatro veces mayor al pasivo líquido. Esta situación, obliga a analizar una posible ociosidad por parte de la empresa, y plantear por tanto la posibilidad de reducir activos corrientes o rentabilizarlos, por ejemplo, mediante una cartera de inversión.

A continuación, y tras analizar el balance de situación de la empresa, se utilizarán una serie de ratios que permitan profundizar en el estudio tanto de su liquidez como de la cantidad y calidad de la deuda y del peso que supone la carga financiera en la empresa, además de la rotación de activos y del periodo medio de cobro y de pago.

En primer lugar, haciendo uso del ratio de liquidez, podemos comprobar que éste tiene un valor de 3,84, lo que supone un valor muy elevado, además de haber ido aumentando en los últimos años continuadamente. Este ratio indica una posible pérdida de rentabilidad debido a la existencia de activos ociosos, como se había visto al analizar el fondo de maniobra previamente. Por otra parte, el ratio de tesorería tiene un valor adecuado ya que el valor de las existencias es muy bajo, mientras que el ratio de disponibilidad tiene un valor muy bajo que alerta sobre un posible problema para atender los pagos más inmediatos. Tras haber realizado el análisis de dichos ratios, se ha podido comprobar que la liquidez de la empresa depende principalmente del realizable, partida en la cual se encuentran principalmente deudores además de otros activos líquidos, por lo que será relevante comprobar la capacidad de cobro de la empresa, pues dependerá de ésta el poder hacer frente a las deudas más inmediatas. Llama la atención el bajo peso de la partida de tesorería, ya que difiere del resto del empresas analizadas, en las cuales la tesorería suponía una de las partidas principales de su activo.

Pasando a analizar el endeudamiento de la empresa, se comprueba que este ratio tiene un valor de 0,4, el cual ha ido disminuyendo desde la constitución de la empresa. Anticipa ha pasado por tanto, de una situación de exceso de deuda a una situación en la que se la podría considerar como capitalizada, al haber aumentado el peso relativo de sus fondos propios en detrimento de su pasivo líquido. Debido a la disminución del endeudamiento, la empresa ha ido ganando autonomía durante los últimos años, viéndose cada vez menos condicionada en sus decisiones por aquellos que la financian. Continuando con el análisis de la cantidad de deuda y haciendo uso del ratio de solvencia, se comprueba que éste ha caído un 6,6% en el último año, pasando a situarse en 2,44, lo que indica que a pesar de haber disminuido se trata de una empresa muy solvente en relación con el resto del sector y que cuenta con más del doble de activos que unidades monetarias de deuda a las que debe hacer frente.

Analizando a continuación el tipo de deuda de la empresa y haciendo uso del ratio de calidad de la deuda, es posible corroborar que tal y como se había visto en el análisis del balance, ésta se encuentra casi por igual repartida entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo. La deuda a corto plazo es sin embargo algo mayor, lo que permite calificar la deuda de la entidad como deuda de peor calidad ya que ésta llevará asociada unos intereses, a diferencia de la deuda a largo plazo, la cual se encuentra constituida casi en su totalidad por acreedores, y por lo tanto se trata de una financiación gratuita. La calidad de la deuda ha mejorado respecto de ejercicios anteriores al haber disminuido el pasivo líquido, sin embargo, es lógico obtener este resultado dado que la empresa cuenta con activos mayoritariamente a corto plazo.

Pasando a analizar la carga financiera de la entidad, se comprueba en primer lugar que los gastos financieros son muy bajos en relación con su cifra de ventas, pues apenas representan un 0,4%, lo que puede asociarse al elevado peso que tiene la financiación propia. Por otra parte, el coste de la deuda ha disminuido respecto del ejercicio anterior, lo que indica que la financiación que obtiene la empresa es ahora más barata, pues los gastos financieros se han

reducido en mayor proporción que los pasivos con coste. Consecuencia del bajo peso que representan los gastos financieros, el ratio de cobertura tiene un valor de 16,05, a pesar de haber disminuido en el último año, lo que indica que la empresa tendrá capacidad de sobra para afrontar dichos gastos en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por otra parte, el ratio de rotación de activos ha disminuido en el último año, situándose en 2017 en 1,038, mientras que en 2016 era de 1,44. Esta disminución ha sido debida al aumento del total de activo a la misma vez que ha habido una disminución de la cifra de ventas, lo que indica que los activos han pasado a ser menos productivos.

Respecto al periodo de cobro, éste ha aumentado considerablemente en el último año, situándose en 2017 en 213 días, un periodo muy elevado en comparación con el resto de empresas del sector que indica que la empresa cada vez financia más a sus clientes y que podría ser la causa del elevado valor del fondo de maniobra. Sin embargo, el periodo de crédito ha pasado de situarse en 29 días en 2016 a indicar que se paga inmediatamente a los proveedores en 2017 situándose en 0 días, en línea con el resto de empresas.

A continuación, se adjunta una Tabla [4] a modo resumen de los diferentes ratios analizados hasta el momento y de su evolución durante los últimos cuatro ejercicios.

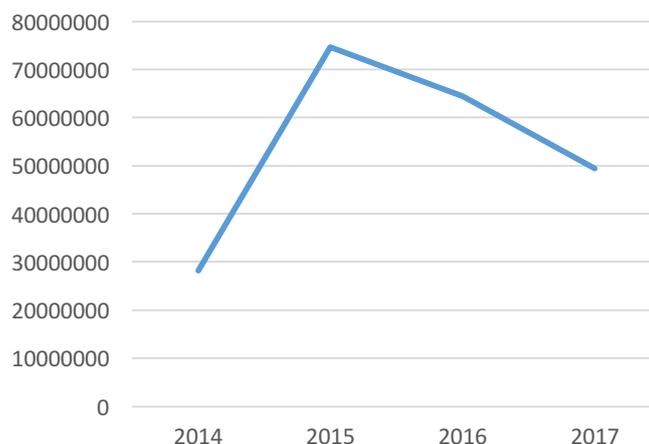
Tabla4. Evolución de los ratios de Anticipa.

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	2,23	2,15	3,22	3,84
TESORERÍA	2,23	2,14	3,21	3,8
DISPONIBILIDAD	0,289	0,841	0,24	0,125
ENDEUDAMIENTO	0,847	0,57	0,435	0,4
AUTONOMÍA	0,18	0,68	1,29	1,45
SOLVENCIA	1,18	1,68	2,3	2,45
CALIDAD DEUDA	0,351	0,573	0,572	0,546
GTO F° / VENTAS	0,0138	0,01	0,0056	0,0046
COSTE DE LA DEUDA	0,031	0,04	0,033	0,021
COBERTURA GTO F°	14,5	29,8	17,9	16,07
ROTACIÓN ACTIVOS	0,67	1,32	1,44	1,038
PERIODO COBRO	308	121	183	213
PERIODO PAGO	58	24	29	0

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

Una vez analizados los ratios y contrastada la información, se pasa a analizar la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. En primer lugar, podemos comprobar en la Figura [24] que la cifra de ventas ha disminuido un 8,6% en el último año, situándose en 49,5 millones de euros en 2017.

Fig24. Evolución de la cifra de ventas de Anticipa.

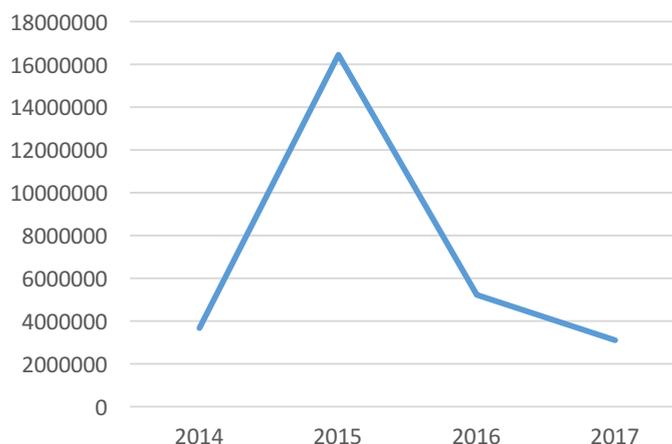


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

Cabe destacar, que para los costes de materiales no se han encontrado datos disponibles, considerándose únicamente los gastos de personal, los cuales a pesar de haberse reducido ligeramente suponen un 50% del valor de las ventas, y otros gastos de operación, que suponen el 34% de las ventas. El valor total de dichos gastos ha disminuido en el último ejercicio, sin embargo, dada la reducción de la cifra de ventas, el EBITDA se ha reducido un 34%. Las dotaciones para amortización del inmovilizado se han reducido ligeramente, sin embargo, el EBIT de la empresa se ha reducido casi a la mitad. El valor tanto de los ingresos como de los gastos financieros se ha reducido considerablemente, obteniendo en 2017 un BAI de 3,5 millones de euros. Consecuencia de la disminución del resultado ordinario antes de impuestos, el impuesto sobre sociedades también se ha reducido al partir su cálculo de una base menor.

Por último, analizando el resultado del ejercicio, es posible comprobar que éste se ha reducido en un 40% en el último año, situándose en 3,1 millones de euros tal y como se indica en la Figura [25]. Resulta destacable la disminución de esta cifra en el ejercicio 2015, pues la reducción fue de aproximadamente un 70%. Consecuentemente, el margen de beneficio se ha visto reducido durante los dos últimos años, situándose en un 7,08% en 2017, al igual que el beneficio por empleado.

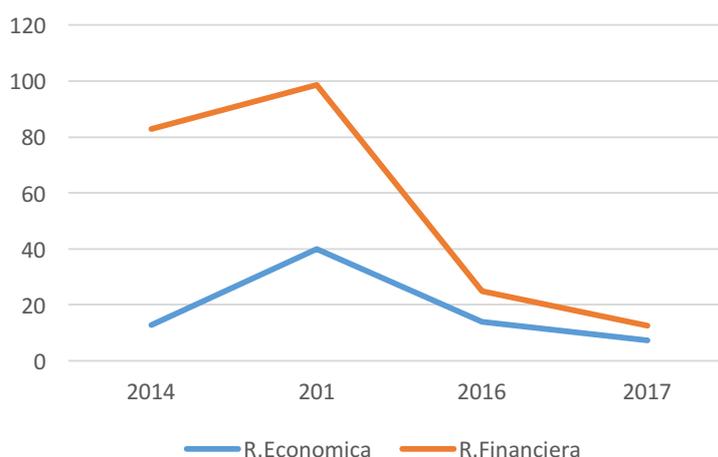
Fig25. Evolución del resultado del ejercicio de Anticipa.



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

A continuación, pasando a analizar la rentabilidad de la empresa, podemos comprobar por una parte que la rentabilidad económica ha disminuido casi a la mitad en el último año, debido a la disminución del resultado ordinario antes de impuestos, pasando a situarse en un 7,35%. A su vez, la rentabilidad financiera también ha disminuido casi a la mitad de su valor, debido a la reducción del resultado, ya que la cifra de fondos propios se ha mantenido más o menos estable, situándose en 2017 en 12,44%. Por una parte, el apalancamiento financiero de la empresa ha disminuido ligeramente, a pesar de continuar siendo mayor a 1, lo que indica que a priori la deuda es conveniente para mejorar la rentabilidad financiera de la empresa. Por otra parte, el efecto fiscal, continúa siendo desfavorable para la empresa, sin embargo se ha reducido ligeramente la presión fiscal que ésta soporta. En la Figura [26] podemos comprobar que ambas rentabilidades siguen una tendencia decreciente desde 2015.

Fig26. Evolución de las rentabilidades de Anticipa.



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

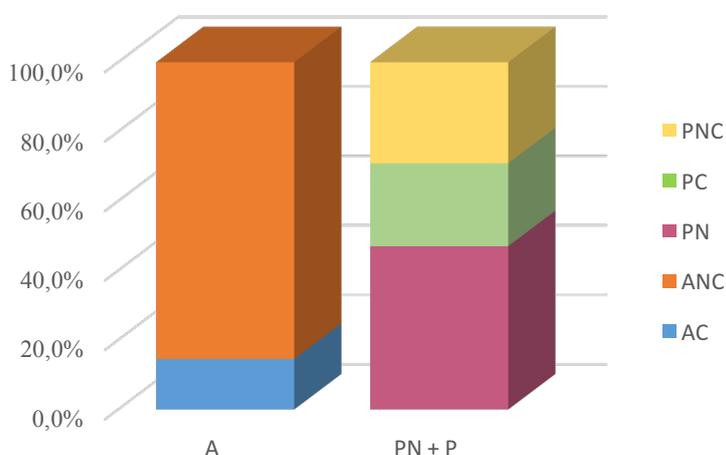
4.1.4. Aliseda

Aliseda Servicios de Gestión Inmobiliaria S.L es una empresa constituida en 2013 y dedicada a los servicios inmobiliarios. Se encuentra calificada por el CNAE según el código 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Aliseda tiene una cuota de mercado del 15%, se formó como servicer del Banco Popular y actualmente se encuentra gestionada en un 49% por el Banco Santander y en un 51% por el fondo de inversión BlackStone.

Para comenzar con el análisis económico-financiero se presenta a continuación la Figura [27] en la que se puede observar el peso de cada una de las masas.

Fig27. Balance de situación de Aliseda.



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

Aliseda cuenta con activos por un valor monetario de 584 millones de euros, sin embargo esta cifra se ha visto reducida desde su constitución, siendo esta disminución en el último año de un 10%.

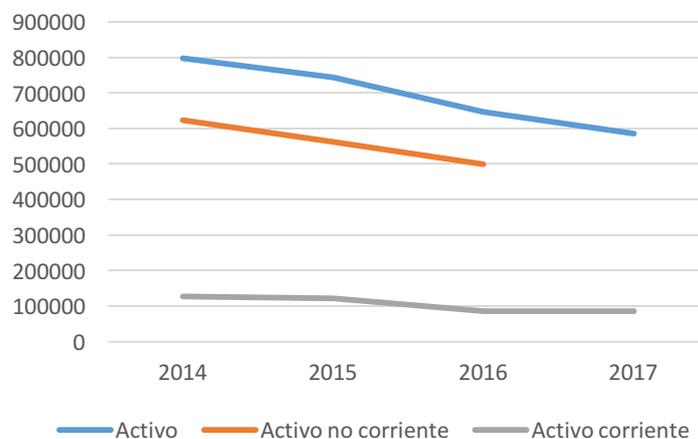
Analizando en primer lugar la estructura económica de la empresa, ésta está formada en un 85,5% por activo no corriente. Dicha partida se encuentra constituida casi en su totalidad por inmovilizado inmaterial, tal y como ocurre en la mayoría de empresas del sector y en una baja proporción por inmovilizado material y otros activos fijos como inversiones inmobiliarias, inversiones en empresas del grupo o financieras, o activos por impuesto diferido.

Respecto a la partida de activo corriente, ésta tiene un peso del 14,6% sobre el total de activo, y se encuentra constituida en un 62% por tesorería, en un 36% por deudores y en un 2% por otros activos líquidos como inversiones financieras, inversiones en empresas del grupo o asociadas a corto plazo o periodificaciones a corto plazo.

Tal y como se observa en la figura [28], el activo no corriente siempre ha sido la masa predominante en una proporción entorno al 85%. En el último año, como se había visto, el

activo se ha reducido en un 10%, lo que ha sido debido a la reducción del inmovilizado inmaterial, ya que la partida de activo circulante no ha variado su valor absoluto y por lo tanto, ha aumentado su peso relativo.

Fig28. Evolución de las partidas de activo de Aliseda.



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

Pasando a analizar la estructura financiera de la empresa, en la Figura [27] se observa que ésta está constituida en un 47% por patrimonio neto y en un 53% por pasivo, lo que indica que la política llevada a cabo por la empresa en cuanto a financiación no será ni muy arriesgada ni muy conservadora, ya que la empresa utiliza casi por igual financiación propia y financiación ajena, a pesar de ser el valor de esta última algo mayor.

En la partida de fondos propios, se encuentra aproximadamente 1 millón de euros de capital suscrito, cifra que se ha mantenido constante durante todos los años, y el resto corresponde a otros fondos propios como pueden ser reservas, resultados del ejercicio o de ejercicios anteriores, aportaciones de socios o dividendos a cuenta, los cuales han aumentado un 4% en el último año.

Respecto a la deuda, ésta se encuentra casi por igual repartida entre deuda a largo plazo y deuda a corto plazo, lo que llama la atención ya que el activo no corriente es mucho mayor, y por tanto se esperaría un peso bastante mayor del pasivo no corriente, lo que indica que probablemente la empresa tendrá dificultades para hacer frente a sus deudas a más corto plazo al no ser suficiente su activo corriente.

Por una parte, el pasivo fijo constituye un 55% del total de la deuda y se encuentra formado únicamente por acreedores a largo plazo. Por otra parte, el pasivo líquido constituye un 45% del total de la deuda y en dicha partida se puede encontrar deudas financieras y otros pasivos líquidos como provisiones, pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta o periodificaciones a corto plazo.

Durante los últimos ejercicios, el valor absoluto de los fondos propios ha aumentado ligeramente, mientras que el valor de la deuda ha ido disminuyendo, lo que indica que la empresa ha preferido una financiación propia e ir disminuyendo principalmente el valor de los acreedores a largo plazo.

Una vez realizado el análisis de la estructura económica y financiera de la empresa, se ha calculado el fondo de maniobra. Éste se sitúa en -54 millones, ya que el activo corriente es mucho menor al pasivo corriente como anteriormente se había previsto, lo que indica que no existe equilibrio económico-financiero en la empresa y que consecuentemente habrán problemas de liquidez, encontrándose Aliseda en una situación de suspensión de pagos técnica. Llama la atención que durante los últimos ejercicios este problema no se ha solventado y el fondo de maniobra cada vez tiene un valor más negativo. Sería conveniente que Aliseda aumentase sus activos corrientes o bien disminuyese sus pasivos a corto plazo.

A continuación, se hará uso de una serie de ratios con el objetivo de profundizar en el análisis de la liquidez y de la calidad y cantidad de la deuda, así como del peso que suponen los gastos financieros. Se estudiarán también el ratio de rotación de activos y el periodo medio de cobro y de pago de la entidad.

Analizando en primer lugar la liquidez de Aliseda, se comprueba que el ratio de liquidez tiene un valor de 0,61, un valor muy bajo que corrobora el problema para hacer frente a las deudas más inmediatas que ya indicaba el fondo de maniobra negativo. A su vez, el ratio de tesorería también tiene un valor muy bajo, que sigue corroborando la posible suspensión de pagos técnica de la empresa. El ratio de disponibilidad, por su parte, si proporciona un valor adecuado, ya que el efectivo supone una de las partidas principales que constituyen el activo circulante. Tras este análisis, se puede concluir que la liquidez de la entidad dependerá mayoritariamente de la capacidad de obtener el dinero depositado en cajas y bancos.

Analizando a continuación el endeudamiento y centrándonos en primer lugar en la cantidad de deuda, se ha hecho uso del ratio de endeudamiento. Éste tiene un valor de 0,52, lo que indica que la empresa se sitúa en niveles de deuda adecuados, ya que, tal y como se había visto en el análisis patrimonial, la empresa tiene un peso similar de financiación propia y financiación ajena, lo que comporta que el ratio de autonomía se sitúe también en valores adecuados. Desde 2015, la entidad ha ido reduciendo su endeudamiento, encontrándose en el ejercicio actual en valores óptimos de deuda. Cabe destacar, que a pesar de tener problemas de liquidez, su ratio de solvencia es de 1,88, lo que indica que la empresa podrá hacer frente al total de sus deudas ya que dispone de activos por 1,88 veces dicho valor.

Respecto a la calidad de la deuda, dicho ratio tiene un valor ajustado, ya que ésta se encuentra por casi por igual repartida entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo, aunque al ser un poco mayor la deuda a largo plazo, constituida únicamente por acreedores, y por tanto considerada deuda sin coste, se puede suponer que ésta es de buena calidad. Tal y como se ha visto previamente, el valor del pasivo fijo ha ido disminuyendo en los últimos años, mientras que el pasivo líquido se ha mantenido estable, por lo que la empresa ha optado por reducir su deuda a largo plazo, y consecuentemente este ratio ha aumentado, indicando que la deuda es ahora de una peor calidad al llevar asociada una serie de intereses.

Respecto a la carga financiera de la entidad, los gastos financieros se han ido disminuyendo en los últimos ejercicios, al haber ido aumentando el valor relativo de la financiación propia, y actualmente suponen un 8% del total de las ventas, por lo que se puede considerar que la empresa todavía tiene una gran carga financiera que convendría reducir. Por otra parte, el coste de la deuda se ha ido disminuyendo durante los últimos ejercicios, ya que los gastos financieros se han reducido en mayor proporción que los pasivos financieros con coste.

Terminando el análisis de la carga financiera, y haciendo para ello uso del ratio de cobertura de los gastos financieros, se ha comprobado que éste es de 2,39, lo que indica que a pesar de ser un tanto excesivos como previamente se ha visto, la empresa tendrá capacidad suficiente para afrontarlos en su cuenta de pérdidas de ganancias. Este ratio, ha disminuido casi a la mitad en el último año, ya que los gastos financieros se han reducido en mucha menor proporción que el resultado de explotación.

El ratio de rotación de activos es de 0,32, este valor se ha mantenido más o menos estable en el último año, ya que el valor monetario de los activos ha aumentado en una proporción muy similar a la cifra de ventas, por lo que se puede decir que la productividad de los activos se ha mantenido estable en el último ejercicio.

El periodo de cobro, se sitúa en 61 días, un valor adecuado que no ha variado en el último año. Por otra parte, el periodo de crédito, y en línea con las empresas ya analizadas, se sitúa en cero días, es decir, la empresa paga inmediatamente a sus proveedores mientras que a sus clientes les financia durante dos meses, por lo que se puede decir que al igual que el resto de servicios no se beneficia de la financiación gratuita de sus proveedores.

En la siguiente Tabla [5] se muestra un resumen del valor de los diferentes ratios analizados y de su evolución durante los últimos ejercicios.

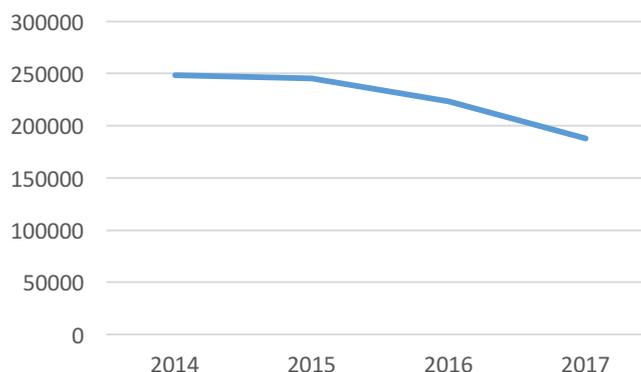
Tabla5. Evolución de los ratios de Aliseda.

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	0,98	0,62	0,69	0,61
TESORERÍA	0,98	0,62	0,69	0,61
DISPONIBILIDAD	0,4	0,26	0,42	0,37
ENDEUDAMIENTO	0,64	0,71	0,59	0,53
AUTONOMÍA	0,56	0,4	0,69	0,88
SOLVENCIA	1,56	1,4	1,69	1,88
CALIDAD DEUDA	0,25	0,37	0,32	0,45
GTO F° / VENTAS	0,17	0,166	0,084	0,084
COSTE DE LA DEUDA	0,33	0,21	0,15	0,11
COBERTURA GTO F°	0,3	0,34	0,217	0,418
ROTACIÓN ACTIVO	0,311	0,329	0,345	0,32
PERIODO COBRO	125	128	61	61
PERIODO PAGO	0	0	0	0

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

Analizando más en profundidad la cuenta de pérdidas y ganancias, y observando la Figura [29] se puede comprobar que la cifra de ventas ha ido disminuyendo a lo largo de los años, siendo esta disminución en el último año de un 16% y situándose en 187 millones de euros en el último ejercicio.

Fig29. Evolución de la cifra de ventas de Aliseda.

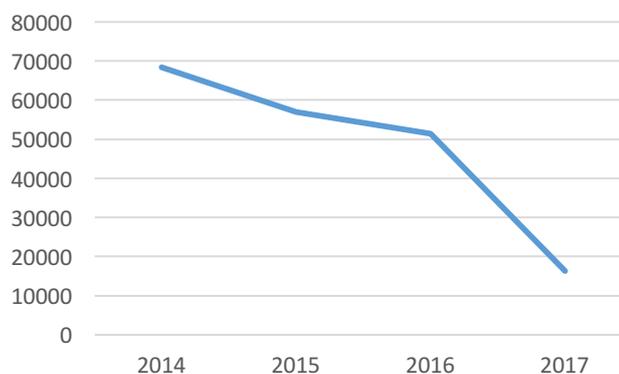


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

En la cuenta de pérdidas y ganancias, no se ha encontrado información disponible sobre los costes de materiales, y los costes fijos se encuentran repartidos entre gastos de personal, los cuales suponen un 18% de las ventas y otros gastos de operación, que suponen el 28%, ambos han aumentado ligeramente en el último ejercicio debido en parte a un aumento del número de empleados. Dada la reducción de la cifra de ventas y el aumento de los gastos durante los últimos ejercicios, el EBITDA también ha ido disminuyendo, situándose en 101 millones de euros. Las dotaciones para amortización del inmovilizado no han variado apenas en el último ejercicio, por lo que el EBIT se ha visto reducido en un 56,5%, situándose en 37,9 millones de euros. El valor de los gastos financieros ha disminuido ligeramente, obteniéndose un BAI de 22 millones de euros, un 32% menos que en el ejercicio anterior y el impuesto de sociedades, en concordancia con esta disminución, se ha visto también reducido.

Respecto al resultado del ejercicio, y en línea con el resto de partidas analizadas, ha disminuido fuertemente en el último año, situándose en 16,3 millones de euros, un 68,2% menos que en el año anterior, como se puede observar en la Figura [30]. Dicha reducción, se asocia principalmente a la disminución del resultado de explotación, que ligeramente se contrarresta con la disminución del impuesto de sociedades y de los gastos financieros. Consecuentemente, el beneficio por empleado se ha reducido en un 34% en el último ejercicio y el margen de beneficio ha caído hasta situarse en un 11,75, un 61% menos que en el 2016.

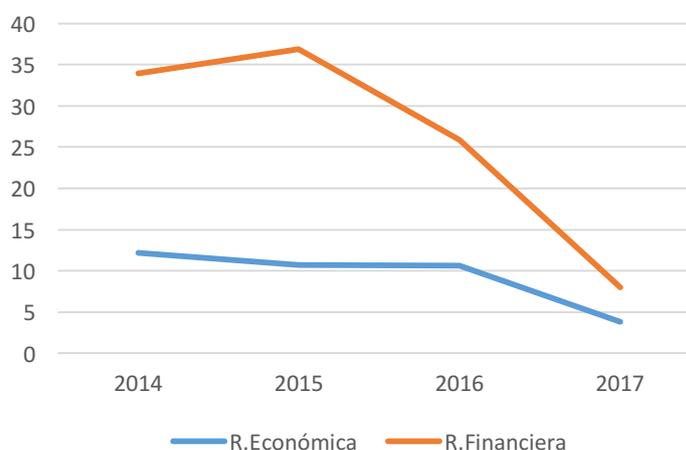
Fig30.Evolución del resultado del ejercicio de Aliseda.



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

Por último, en la Figura [31], analizando las rentabilidades de la empresa, se puede comprobar que la rentabilidad económica ha disminuido un 61% en el último año, lo que se asocia a una reducción del BAI en mayor proporción que la reducción del activo total. Por otra parte, la rentabilidad financiera ha caído fuertemente en los últimos dos años, siendo esta disminución en el último ejercicio de casi un 70%, lo que se debe a la reducción del resultado final de la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que los fondos propios se han mantenido en un valor más o menos estable durante los últimos años. Cabe destacar, que el apalancamiento financiero se ha reducido, sin embargo, éste continúa siendo mayor a 1, lo que indica que la deuda sigue siendo conveniente para mejorar la rentabilidad financiera. El efecto fiscal se ha mantenido estable, por lo que el impuesto de sociedades continúa siendo desfavorable, concluyendo que Aliseda tiene una elevada presión fiscal.

Fig31.Evolución de las rentabilidades de Aliseda.



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

Para terminar con su análisis, cabe destacar que Aliseda se encuentra colaborada con Anticipa, empresa anteriormente analizada, dado que ambas pertenecen al fondo de inversión estadounidense Blackstone, de manera que entre las dos gestionan aproximadamente un 19% del mercado siendo mayor el control que ejerce sobre el mercado Aliseda dado su elevado volumen de activos y cifra de ventas.

A pesar de tratarse de sociedades colaboradas, se ha realizado un análisis individual de cada una de ellas ya que, tal y como se ha visto, mantienen estructuras tanto económicas como financieras muy diferentes por lo que se ha considerado más adecuado realizar un análisis independiente, pues no sería correcto haber realizado un análisis agregado de ambas ya que de tal manera también se debería haber aplicado un análisis agregado para los servicers Haya Real Estate y Divarian por estar gestionadas por el mismo fondo de inversión, en este caso Cerberus.

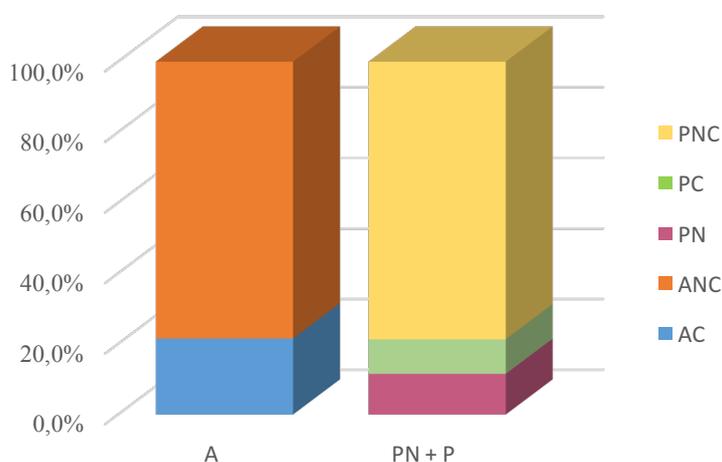
4.1.5. Haya Real Estate

Haya Real Estate S.A.U es una empresa constituida en 2013 dedicada a la prestación de servicios inmobiliarios y calificada por el CNAE según el código 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Haya tiene una cuota de mercado del 19% y surgió como servicer de Bankia, pero actualmente se ha independizado del sector bancario y se encuentra gestionada por el fondo de inversión Cerberus.

Para comenzar el análisis económico-financiero de la sociedad, se comenzará estudiando la estructura del balance de situación de la empresa, por lo que con objeto de facilitar su estudio se representa en la Figura [32] el peso que supone cada partida en el balance.

Fig32. Balance de situación de Haya Real Estate.



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

El total del activo de la empresa está valorado en 589 millones de euros, un 23,8% más que el año anterior, siguiendo con la tendencia creciente que caracteriza al activo desde su constitución.

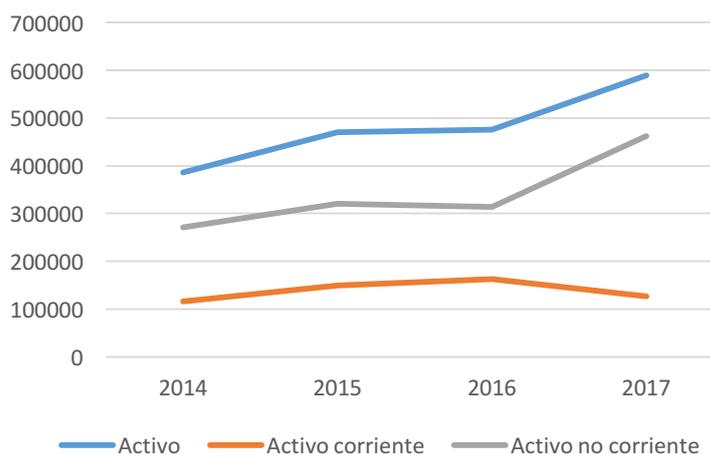
Analizando en primer lugar la estructura económica de la empresa, podemos observar que la mayoría del activo es no corriente, al igual que ocurría en Altamira y Aliseda. Éste supone el 78,4% del activo total y comprende mayoritariamente el inmovilizado inmaterial, donde se incluye el fondo de comercio, las patentes, marcas, licencias o aplicaciones informáticas, resulta destacable también la partida de otros activos fijos, la cual es posible suponer que estará formada por inversiones inmobiliarias, inversiones financieras, inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, y activos por impuesto diferido.

Por otra parte, el activo corriente tiene un peso del 21,6% y se constituye en un 71% por deudores, aunque también en un 27,5% por tesorería, siendo la partida restante otros activos líquidos como inversiones financieras, inversiones en empresas del grupo o asociadas a corto plazo o periodificaciones a corto plazo.

Es posible comprobar en la Figura [33] que el activo no corriente ha aumentado un 47,5% en el último año, principalmente la partida de otros activos fijos, en detrimento del activo corriente, el cual ha disminuido un 21,9% debido a la tesorería y otros activos líquidos, ya que la partida de deudores ha aumentado.

Cabe destacar, que la estructura económica se ha mantenido constante durante los últimos ejercicios, caracterizada siempre por un elevado peso del activo no corriente en comparación con el activo circulante.

Fig33.Evolución de las partidas de activo de Haya Real Estate.



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

Analizando a continuación la estructura financiera de la empresa, vemos que el patrimonio neto tiene un peso de únicamente el 11,5%, por lo que se puede decir que Haya Real Estate sigue una política arriesgada en cuanto a financiación. Desde 2016, el valor absoluto de la partida de fondos propios se ha visto disminuido en aproximadamente un 40%, perdiendo también peso relativo en relación con el total de la estructura financiera, por lo que la empresa se ha descapitalizado apostando en el último año en mayor medida por una financiación ajena.

En las partidas de pasivo de la empresa, se encuentra principalmente pasivo no corriente, pues éste tiene un peso del 88,9% del total de deuda de la empresa, lo que indica que las deudas son principalmente a largo plazo. Dicha partida se encuentra compuesta por acreedores a largo plazo casi en su totalidad y concuerda con su estructura económica previamente analizada y caracterizada por un elevado peso del inmovilizado.

En la partida de pasivo líquido, llama la atención que las deudas financieras a corto plazo se han reducido en su totalidad desde el año anterior, lo que se puede asociar a la disminución del activo corriente. Dicha partida se encuentra constituida por otros pasivos líquidos como serían pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta, provisiones a corto plazo, o periodificaciones a corto plazo.

La estructura del pasivo en el último año ha variado significativamente, pues el pasivo no corriente ha pasado de representar el 70% de la deuda total a representar casi el 90%, mientras que el pasivo líquido ha disminuido casi a la mitad, en concordancia con la variación de la

estructura económica vista previamente. Por lo tanto, la empresa ha aumentado su financiación ajena como se ha visto anteriormente, pero únicamente su financiación a largo plazo.

Una vez analizada la estructura patrimonial de la empresa, se pasa a comprobar el valor del fondo de maniobra. Éste tiene un valor positivo de 69 millones de euros, lo que indica que la empresa se encuentra en una situación de posible ociosidad, pues tiene activos líquidos muy elevados en relación con la deuda a corto plazo dada la eliminación de la totalidad de las deudas financieras a corto plazo que ha llevado a cabo en el ejercicio. El fondo de maniobra ha aumentado un 32% respecto del año anterior, donde la situación se encontraba más equilibrada al tener un número mayor de activos líquidos y un número todavía mayor en proporción de pasivo corriente. Esta situación, nos obliga a analizar una posible ociosidad por parte de la empresa, y plantear la posibilidad de reducir o rentabilizar activos corrientes, por ejemplo, mediante una cartera de inversión.

A continuación, se hará uso de una serie de ratios que permitan profundizar en el análisis de la liquidez y del endeudamiento, centrándonos tanto en la calidad y cantidad de la deuda como en el peso de la carga financiera y comprobando la rotación de activos y el periodo de cobro y pago.

En primer lugar, se comprueba que el ratio de liquidez proporciona un valor de 2,2, algo elevado respecto del resto de empresas del sector y que además, ha aumentado un 47% respecto del año anterior, lo que indica una posible pérdida de rentabilidad al contar con activos ociosos tal y como indicaba el fondo de maniobra, pues al haber disminuido sus deudas a corto plazo, el activo corriente ha pasado a suponer más del doble del pasivo corriente. Por su parte, el ratio de tesorería también se sitúa en niveles elevados, al igual que ocurre con el ratio de disponibilidad, indicando una posible pérdida de rentabilidad del efectivo, ya que la partida de tesorería suponía un 28% del total del activo circulante. Por lo tanto, se puede suponer que la liquidez de la entidad dependerá en gran parte de la capacidad de cobro de los clientes así como también de la capacidad de la empresa de disponer del dinero depositado en cajas y bancos.

Por otra parte, pasando a analizar el endeudamiento de la empresa y centrándonos en primer lugar en la cantidad de deuda, se comprueba que el ratio de endeudamiento tiene un valor de 0,88, un 12,5% más que el año anterior, además de ser un valor bastante elevado en comparación con el resto de empresas del sector, lo que indica que se trata de una empresa descapitalizada como se había visto en el análisis del balance, y por tanto, con un bajo nivel de autonomía a la hora de tomar decisiones. Por otra parte, el ratio de solvencia, proporciona un valor de 1,13, lo que indica una situación de solvencia ajustada, es decir, contaría con activos suficientes pero limitados en comparación con el resto de empresas del sector para hacer frente a todas sus deudas.

Pasando a analizar la calidad de la deuda, se ha comprobado que el pasivo corriente representa únicamente un 11% de la deuda total, lo que indica que la mayoría de la deuda es a largo plazo, y por tanto, podemos calificarla como deuda de buena calidad ya que ésta se encuentra constituida únicamente por acreedores, lo que permite suponer que no llevará asociado un coste. Durante el último año, se ha visto aumentada la deuda a largo plazo, mientras que las deudas financieras a corto plazo han desaparecido, por lo que se puede decir que la calidad

de la deuda ha mejorado considerablemente en el último ejercicio, aunque como se ha visto ha afectado al equilibrio de la estructura económico-financiera de la empresa.

Por otra parte, los gastos financieros, tienen un peso del 8% sobre las ventas, por lo que podemos calificar éstos como excesivos, sin embargo, este ratio ha disminuido en el último año ya que ante un aumento de las ventas se han mantenido prácticamente constantes. Llama la atención que a pesar de eliminarse las deudas financieras, el coste de la deuda ha aumentado, esto es debido a que los pasivos con coste se han reducido en mucha mayor proporción que los gastos financieros, por lo que las deudas de la empresa se puede considerar que se han encarecido. El ratio de cobertura de los gastos financieros, proporciona un valor de 2,47, lo que indica que a pesar de ser excesivos, la empresa tendrá capacidad suficiente para afrontarlos en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Respecto al ratio de rotación de activos, éste se sitúa en 2017 en 0,38, un valor que se ha mantenido prácticamente constante respecto del ejercicio anterior, ya que la cifra de ventas y el valor monetario de los activos ha aumentado en una proporción similar, lo que indica que la productividad de los activos no ha variado.

Por otra parte, el periodo de cobro de clientes ha aumentado en el último año hasta los 144 días, una cifra muy elevada que puede ser la causa del elevado número de activos líquidos con los que cuenta la empresa, mientras que el periodo de crédito sigue siendo de 0 días, al igual que ocurre en la mayoría de empresas del sector, lo que indica que la empresa paga inmediatamente a sus proveedores mientras que a sus clientes los financia durante casi medio año, y por lo tanto, al igual que ocurre en el resto de empresas del sector, no se beneficia de la financiación gratuita que los proveedores ofrecen.

A continuación se ha detallado en la Tabla [6] el valor de los ratios analizados y su evolución.

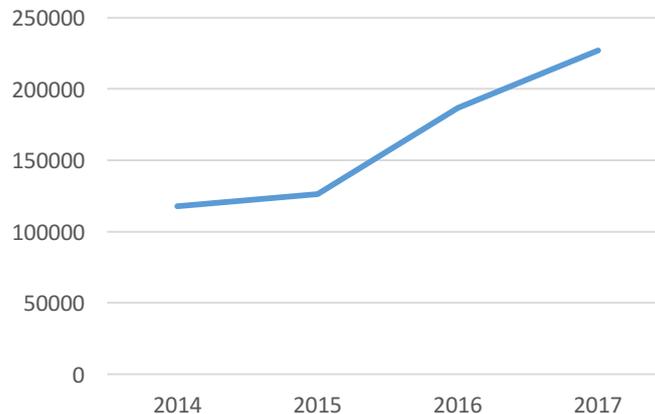
Tabla6.Evolución de los ratios de Haya Real Estate.

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	1,41	1,74	1,49	2,2
TESORERÍA	1,41	1,74	1,49	2,2
DISPONIBILIDAD	0,292	0,061	0,481	0,615
ENDEUDAMIENTO	0,734	0,845	0,778	0,88
AUTONOMÍA	0,362	0,183	0,286	0,13
SOLVENCIA	1,36	1,18	1,28	1,13
CALIDAD DEUDA	0,288	0,217	0,294	0,111
GTO F° / VENTAS	0,02	0,115	0,094	0,08
COSTE DE LA DEUDA	0,029	0,188	0,161	0,317
COBERTURA GTO F°	4,84	1,97	3,2	2,47
ROTACIÓN ACTIVOS	0,3	0,289	0,392	0,384
PERIODO COBRO	129	166	132	144
PERIODO PAGO	0	6	0	0

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

Una vez comprobado el valor de los ratios, se pasa a estudiar la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. En primer lugar, se comprueba la cifra de ventas y su evolución. Es posible observar en la Figura [34], que esta cifra ha aumentado un 21,45% en el último año, siguiendo con la tendencia creciente que la caracterizaba desde su constitución.

Fig34.Evolución de la cifra de ventas de Haya Real Estate.

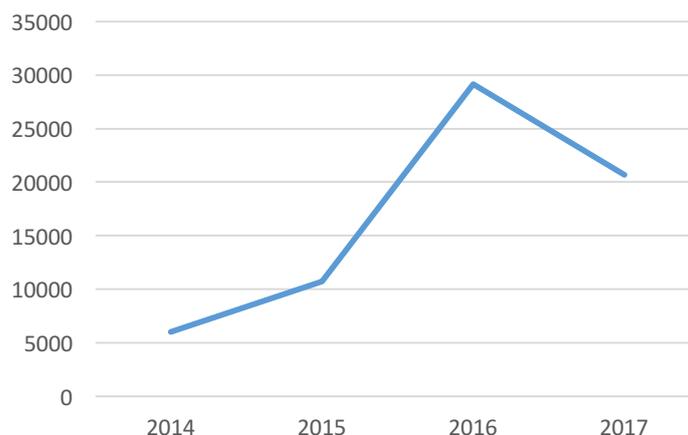


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

En la cuenta de pérdidas y ganancias, no se han encontrado disponibles los datos sobre los costes de material, sin embargo, se ha comprobado que los gastos de personal suponen un 21% del total de las ventas y que han aumentado en el último año dado el incremento del número de empleados. También se encuentra la partida de otros gastos de operación, que supone un 24% de las ventas y que también ha aumentado en el último año. A pesar del incremento de los gastos, el EBITDA ha aumentado un 36%, sin embargo, dado el gran aumento de las dotaciones para amortización del inmovilizado el EBIT de la empresa se sitúa en 45,3 millones de euros, un 20% menos que el año anterior. El resultado financiero se ha mantenido más o menos estable, pues como se ha visto, a pesar de haberse eliminado la totalidad de las deudas financieras a corto plazo los gastos financieros apenas habían disminuido, por lo que el BAI obtenido ha sido un 30% menor que en el 2016. Consecuentemente, el impuesto sobre sociedades también se ha reducido, al partir su cálculo de una base menor.

Analizando el resultado del ejercicio, se observa en la Figura [35] que éste se ha reducido en el último año en un 29%, situándose en 20 millones de euros, lo que resulta relevante dado el crecimiento continuado que se estaba produciendo en ejercicios anteriores y el aumento de la cifra de ventas. Dicha disminución se asocia principalmente al aumento de las dotaciones para amortización del inmovilizado. Como consecuencia de la disminución del resultado del ejercicio, el margen sobre beneficio se ha reducido en un 42%, situándose en 2017 en 12,13%. El beneficio por empleado se ha visto reducido en un 42% en el último ejercicio, dicha disminución se ha visto agravada por un aumento del número de empleados.

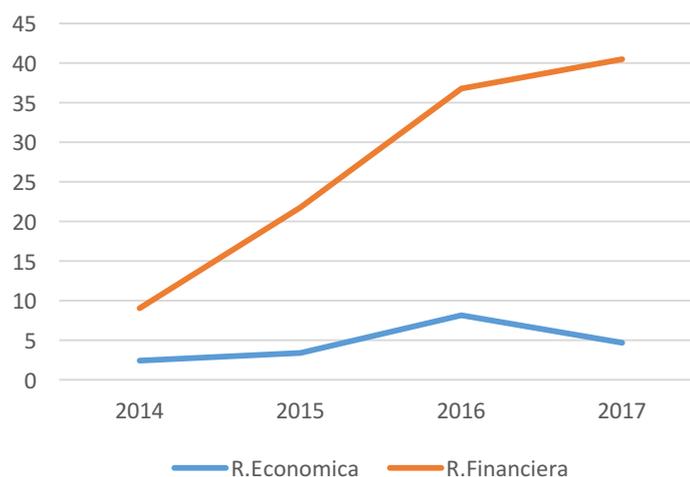
Fig35.Evolución del resultado del ejercicio de Haya Real Estate.



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

Por último, analizando la rentabilidad de la empresa, se observa en la Figura [36] como por una parte la rentabilidad económica ha disminuido en el último año, rompiendo con la tendencia creciente de los últimos ejercicios. Esta disminución ha sido de casi el 50% y se ha debido tanto al aumento del activo como a la disminución del BAI. Por otra parte, la rentabilidad financiera de la empresa ha continuado con la tendencia creciente que la caracterizaba, sin embargo, este aumento se ha visto frenado en el último año y ha sido de únicamente el 10%. Este aumento ha sido debido a la disminución del resultado del ejercicio en el último año en menor proporción que la reducción que los fondos propios y al aumento del apalancamiento financiero, el cual indica que la deuda es favorable para la mejora de la rentabilidad financiera empresa, ya que por otra parte la presión fiscal no ha mejorado.

Fig36.Evolución de las rentabilidades de Haya Real Estate.



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

4.1.6. Solvia

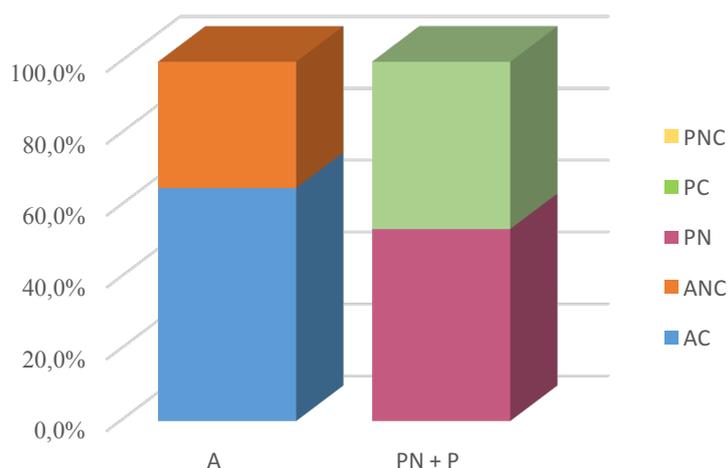
Solvia Servicios Inmobiliarios S.L es una empresa cuya actividad principal es la intermediación en el arrendamiento y en la compraventa de activos inmobiliarios, además de dedicarse a la prestación de servicios de administración, mantenimiento y gestión de bienes inmuebles así como de asistencia o asesoramiento a terceros en aspectos relacionados.

Solvia, con una cuota de mercado del 13%, surgió como servicer del Banco Sabadell, sin embargo, en Abril de 2019, se independizó parcialmente pasando a estar gestionada al 80% por el fondo de inversión Intrum.

Se encuentra calificada por el CNAE según el código 6831 – Agentes de la propiedad inmobiliaria, y con código secundario 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Para comenzar con el análisis económico-financiero, se estudiará la estructura del balance de la empresa, por lo que se presenta la Figura [37].

Fig37. Balance de situación de Solvia.



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

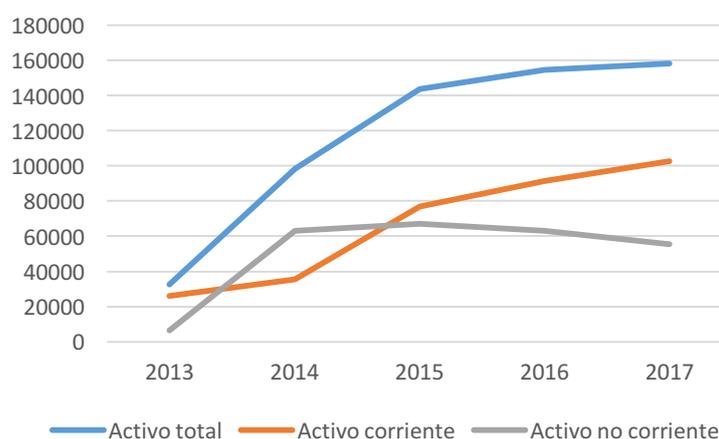
El activo de la entidad está valorado en 158 millones de euros, un 2,5% más que el año anterior siguiendo con la tendencia creciente de los últimos ejercicios.

Respecto a la estructura económica de la empresa, se puede observar que el activo corriente tiene un peso del 65%. Éste se encuentra constituido en un 69% por deudores y en un 12,7% por tesorería y en menor medida, por otros activos líquidos como serían inversiones tanto financieras como inversiones en empresas del grupo a corto plazo o periodificaciones.

En consecuencia, el activo no corriente supone únicamente el 35% del total de activo. Como podemos comprobar en la Figura [38], esta diferencia entre ambas masas patrimoniales ha aumentado respecto del ejercicio anterior en el que el peso del activo corriente era de un 59,2% y el del activo no corriente del 40,8%, lo que ha sido debido principalmente al aumento del número de deudores y disminución de activos fijos no detallados.

En la partida de activo no corriente, se encuentra un bajo número de inmovilizado material e inmaterial, y en consecuencia un elevado peso de la partida otros activos fijos, en los cuales se podrían incluir las inversiones inmobiliarias, inversiones financieras, inversiones en empresas del grupo a largo plazo o activos por impuesto diferido. Dicha constitución, llama la atención ya que tal y como se ha visto en los análisis previamente realizados para el resto de empresas del sector, la partida dominante siempre era el inmovilizado inmaterial.

Fig38. Evolución de las partidas de activo de Solvia.



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

Respecto a la estructura financiera de la empresa, el patrimonio neto supone el 53% del total, por lo que se asume que la empresa sigue una política conservadora y cuenta en su mayoría con financiación propia, a pesar de estar dicha estructura muy equilibrada.

En relación a la deuda, no se encuentran disponibles los datos para el pasivo no corriente, por lo que la totalidad de la deuda se encuentra registrada como deuda a corto plazo. En esta partida podemos encontrar acreedores comerciales, y en su mayoría otros pasivos líquidos como serían pasivos vinculados con activos no corrientes mantenidos para la venta provisiones a corto plazo o periodificaciones a corto plazo, ya que los datos para deudas financieras no se encuentran disponibles.

Durante el último año, la estructura patrimonial ha variado, los fondos propios han aumentado en un 53,6% manteniendo constante el valor del capital suscrito y siguiendo con la tendencia creciente que caracterizaba al patrimonio neto desde su constitución, en detrimento del pasivo corriente, el cual ha disminuido en un 25,89%. Por tanto, se puede concluir que la empresa ha optado por sustituir deuda a corto plazo por financiación propia calificada como otros fondos propios, partida en la que se podría encontrar reservas, resultado del ejercicio o de ejercicios anteriores o aportaciones de socios, y al igual que en el resto de servicers, la partida de capital suscrito supone un valor porcentual muy bajo.

Una vez analizada la estructura del balance de la empresa, cabe comprobar el valor del fondo de maniobra. Éste es de 28 millones de euros, por lo que se puede afirmar que la empresa tiene activos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones más inmediatas, y por tanto, se encuentra en una situación de equilibrio económico-financiero.

Resulta relevante destacar, que el fondo de maniobra el año anterior era negativo y que se ha visto recuperado gracias a la disminución de pasivo líquido y al aumento de la partida de deudores.

A continuación, se va a hacer uso de una serie de ratios que permitan estudiar la liquidez y cantidad y calidad del endeudamiento de la empresa, así como también el peso de los gastos financieros, la rotación de activos y los periodos medios de cobro y pago.

Haciendo uso del ratio de liquidez, se comprueba que éste tiene un valor de 1,39, lo que nos permite suponer que la empresa cuenta con una liquidez un tanto ajustada aunque podrá hacer frente a sus deudas más inmediatas encontrándose en una situación similar a la mayoría de empresas del sector del servicing. Éste ratio, ha aumentado un 51% respecto del año anterior, en el cual la empresa se encontraba en una situación de desequilibrio económico-financiero y por tanto, con graves problemas para afrontar sus deudas. El ratio de tesorería, por su parte, si proporciona un valor adecuado que indica que con el cobro de las deudas de clientes y la tesorería ya podrá hacer frente a las deudas más inmediatas. El ratio de disponibilidad, proporciona un valor un poco ajustado, a pesar de haber aumentado en el último año, por lo que sería conveniente aumentar el efectivo, ya que además, las empresas del sector se caracterizan por contar con un elevado volumen de tesorería, como se ha visto a lo largo de los análisis. Por lo tanto, se puede concluir, que la liquidez depende mayoritariamente del plazo de cobro de los clientes, por lo que conviene comprobar su valor.

A continuación, se va a analizar tanto la cantidad como la calidad de la deuda y el peso que suponen los gastos financieros para la entidad. En primer lugar, el ratio de endeudamiento de la empresa es de 0,46, se trata de un valor muy adecuado que indica que la empresa a priori no tendrá problemas de endeudamiento y contará con un elevado grado de autonomía financiera. Cabe destacar, que este ratio se ha reducido considerablemente durante los últimos años, en los cuales la deuda de la empresa era excesiva y apenas tenía autonomía a la hora de tomar decisiones, pues como se ha visto en el análisis de la estructura del balance, en los últimos años la empresa ha ido aumentando su activo corriente y sustituyendo su pasivo líquido por fondos propios al optar en mayor medida por una financiación propia. Respecto a la solvencia de la empresa, este ratio tiene un valor de 2,14, mayor a lo que cabría esperar en el sector, e indica que cuenta con más del doble de activos que unidades monetarias de deuda a las que debe hacer frente, por lo que se la puede calificar como una empresa muy solvente. Debido a la reducción del pasivo este ratio ha aumentado considerablemente respecto de año anterior, donde tenía un valor de 1,55, a pesar de que ya se podía afirmar que la empresa era solvente.

Respecto a la calidad de la deuda, como se ha visto anteriormente, no se encuentran datos disponibles para la partida de pasivo fijo, por lo que se ha asumido que el total de deudas de la empresa son a corto plazo, lo que hace que la deuda se califique como deuda de mala calidad, pues la partida de acreedores supone un valor porcentual muy bajo y a pesar de no haber datos disponibles para las deudas financieras, se consideran otros pasivos líquidos que también acarrear unos intereses.

Pasando a analizar la carga financiera de la entidad, es posible comprobar que los gastos financieros en los que Solvia incurre en relación con las ventas no son excesivos, pues este ratio proporciona un valor de 0,03. Además, dicho ratio apenas ha variado en el último año,

lo que llama la atención dada la reducción de deuda a corto plazo que ha llevado a cabo la entidad, y supone un valor menor al que se obtiene en empresas del mismo sector. Consecuentemente, el coste de la deuda ha aumentado, ya que los gastos financieros han aumentado ligeramente mientras que los pasivos con coste se han reducido en un 30%, por lo que se puede asumir que las deudas de la entidad son ahora más caras. El ratio de cobertura de gastos financieros proporciona un valor de 8,9, lo que indica que la empresa tendrá capacidad de sobra para hacer frente a los gastos financieros en su cuenta de pérdidas y ganancias.

El ratio de rotación de activos tiene un valor de 1,029 y se ha mantenido prácticamente constante en el último ejercicio, pues el valor monetario del activo y la cifra de ventas han aumentado en una proporción similar, entorno a un 3%.

El periodo de cobro ha aumentado hasta los 158 días, una cifra muy elevada pero que concuerda con el resto de empresas del sector ya analizadas. El periodo de pago, y siguiendo también en línea con las empresas del sector, se sitúa en 16 días, por lo que la empresa financia mucho más a sus clientes de lo que los proveedores la financian a ella.

A continuación se muestra una Tabla [7] en la que se describen los diferentes ratios analizados y su evolución durante los últimos cuatro ejercicios.

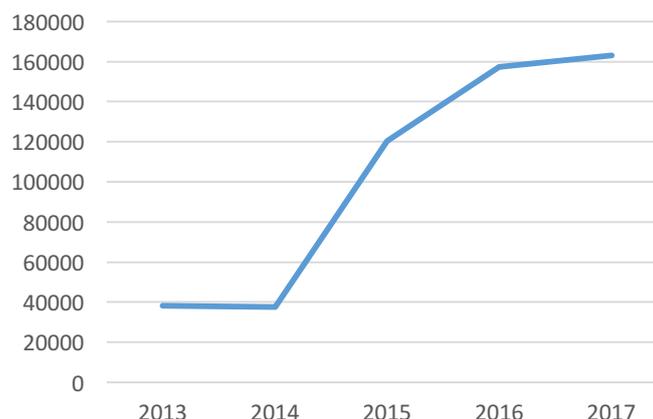
Tabla7. Evolución de los ratios de Solvia.

	2014	2015	2016	2017
LIQUIDEZ	0,34	0,6	0,92	1,39
TESORERÍA	0,34	0,6	0,92	1,39
DISPONIBILIDAD	0,071	0,128	0,147	0,184
ENDEUDAMIENTO	1	0,88	0,64	0,46
AUTONOMÍA	0	0,127	0,553	1,147
SOLVENCIA	1	1,127	1,553	2,147
CALIDAD DEUDA	1	1	1	1
GTO F° / VENTAS	0,006	0,042	0,029	0,03
COSTE DE LA DEUDA	0,002	0,042	0,049	0,074
COBERTURA GTO F°	-	5,74	11,98	8,93
ROTACIÓN ACTIVOS	0,38	0,83	1,018	1,029
PERIODO COBRO	76	118	137	158
PERIODO PAGO	10	18	10	16

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

Analizando la cifra de ventas, en la Figura [39] se puede comprobar que ésta se sitúa en 162 millones de euros, un 3,5% más que el año anterior. Este crecimiento es mucho menor que el incremento que caracterizaba la cifra de ventas desde 2014, por lo se puede decir que el crecimiento de las ventas se ha frenado en el último año.

Fig39. Evolución de la cifra de ventas de Solvia.

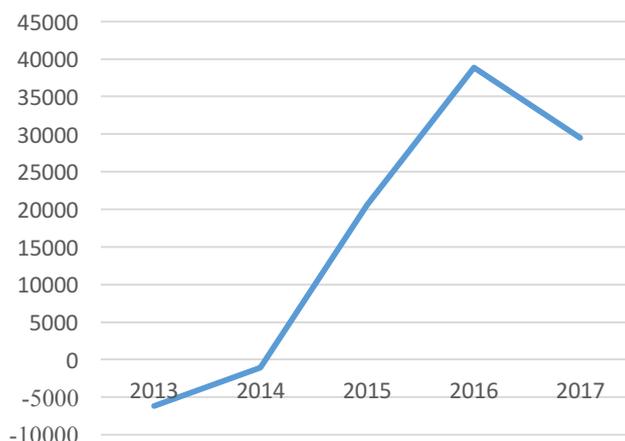


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

En la cuenta de pérdidas y ganancias, no se han encontrado disponibles los datos para los costes de materiales, por lo que se han considerado únicamente los gastos de personal, los cuales suponen un 23,4% del total de las ventas además de haber aumentado en el último año dado el incremento de la cifra de empleados, y otros gastos de operación, que suponen el 50% de la cifra de ventas. Respecto al EBITDA de la empresa, éste ha sido de 44,5 millones de euros, por lo que ha disminuido respecto del ejercicio anterior. La partida de dotaciones para amortización del inmovilizado tiene un valor muy bajo, sin embargo llama la atención que ha aumentado un 740% respecto del año anterior. Consecuentemente, el EBIT de la empresa se ha reducido en un 21,31%, sin embargo, en 2016 se había casi duplicado, por lo que no sigue una tendencia definida. Los gastos financieros se han mantenido más o menos constantes respecto del ejercicio anterior a pesar de haberse reducido el pasivo líquido al optar en mayor medida por una financiación propia, obteniendo un BAI de 42 millones de euros. El impuesto sobre sociedades, consecuentemente, se ha visto reducido al partir su cálculo de una base menor.

En la Figura [40], se comprueba que el resultado del ejercicio de la empresa ha ido en aumento desde su constitución, sin embargo, este último año ha disminuido por primera vez en un 24%, situándose en 29 millones de euros. Consecuentemente, el margen de beneficio ha disminuido en un 27%, siendo en el año actual de 25 millones de euros, y el beneficio por empleado ha disminuido casi a la mitad, pasando a situarse en 57 mil euros, aspecto que se puede asociar tanto a un incremento del número de empleados como a una disminución del beneficio.

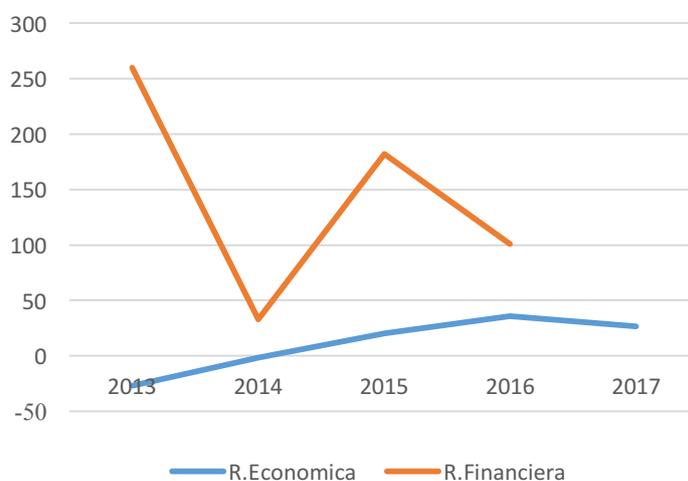
Fig40. Evolución del resultado del ejercicio de Solvia.



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

Pasando a analizar la rentabilidad de la empresa, podemos comprobar en la Figura [41] que tanto la rentabilidad económica como la financiera han disminuido. Por una parte, la rentabilidad económica se sitúa en 26,66%, un valor superior a la media del sector, sin embargo, este valor ha disminuido un 34,95% en el último año, a pesar de haber seguido una tendencia creciente durante los anteriores ejercicios, lo que ha sido debido a la disminución del resultado de explotación. Por otra parte, la rentabilidad financiera ha caído en el último año a casi la mitad, pasando a situarse en 49,90%, un valor también superior a la media de empresas del sector dado el aumento de los fondos propios en mayor proporción que el aumento del resultado final de la cuenta de pérdidas y ganancias. El apalancamiento financiero también se ha visto reducido debido al cambio en la estructura financiera a pesar de seguir siendo mayor a uno e indicar que la deuda es conveniente para la mejora de la rentabilidad financiera de la entidad, y la presión fiscal se ha mantenido estable, por lo que continúa siendo perjudicial para la empresa.

Fig41. Evolución de las rentabilidades de Solvia.



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

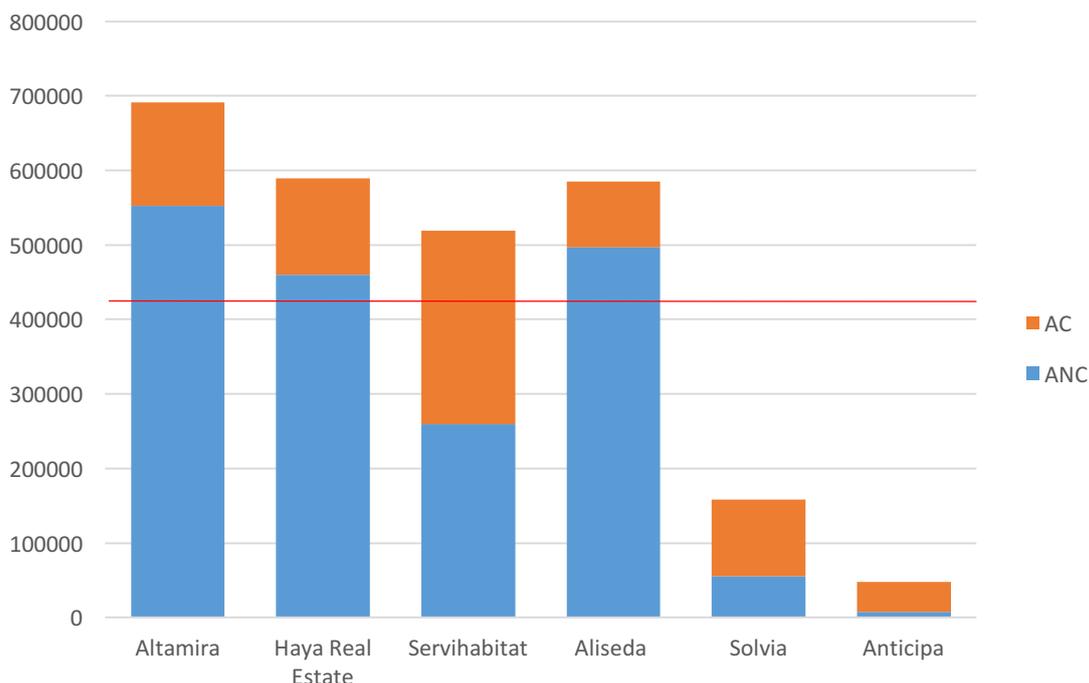
4.2 Análisis del sector del servicing

Como se ha ido indicando a lo largo del trabajo, en la actualidad es posible considerar que el sector del servicing se encuentra formado por unas quince entidades, sin embargo, únicamente las seis analizadas anteriormente concentran el 80% del mercado, por lo que es posible suponer que reflejan una imagen clara del mismo. A continuación, se ha realizado un análisis económico-financiero del sector del servicing, en el que cabe destacar que se ha limitado únicamente a dichas seis entidades a fin de facilitar su comparación y ya que para el resto de servicers la actividad principal que realizan según el CNAE no coincidía dada la diversificación de servicios con que cuentan en la actualidad. Los servicers analizados, se encuentran calificados según el CNAE por el código 683 – Actividades inmobiliarias por cuenta de terceros, en el cual se incluyen el código 6831 – Agentes de la propiedad inmobiliaria y el código 6832 – Gestión y administración de la propiedad inmobiliaria.

Realizando en primer lugar un análisis económico de dichas sociedades, se comprueba que la media del total de activo que tienen bajo su gestión es de 431 millones de euros, un valor que ha disminuido en un 2% en el último año. Cabe destacar, que no se encuentra una distribución patrimonial clara típica del sector, aunque tras la realización del análisis económico-financiero individual de cada una de las entidades se ha comprobado que en las empresas que concentran mayor volumen de activos, como es el caso de Altamira, Aliseda o Haya Real Estate, el activo predominante es el no corriente, principalmente el inmovilizado inmaterial, partida en la que se incluirían patentes, licencias, marcas, fondo de comercio o aplicaciones informáticas entre otros, tal y como se ha visto en el análisis de cada una de ellas. Por otra parte, en la estructura económica de Servihabitat, entidad que cuenta con un valor monetario de activos algo menor, el activo se reparte por igual entre activo fijo y activo corriente, y aquellas entidades que concentran el menor volumen de activos, como son Solvia y Anticipa, la estructura económica se caracteriza por un mayor peso del activo corriente. Cabe destacar, que para ninguna de ellas se han encontrado en el activo circulante datos relativos a las existencias, sin embargo prácticamente todas coinciden en las partidas dominantes, las cuales son los deudores y la tesorería.

A continuación, en la Figura [42] se representa el volumen de activo de cada una de las entidades así como la distribución de dicha partida a fin de facilitar la comparación, con la media total del mercado marcada en rojo.

Fig42. Valor monetario y composición de los activos de las empresas del sector del servicing.



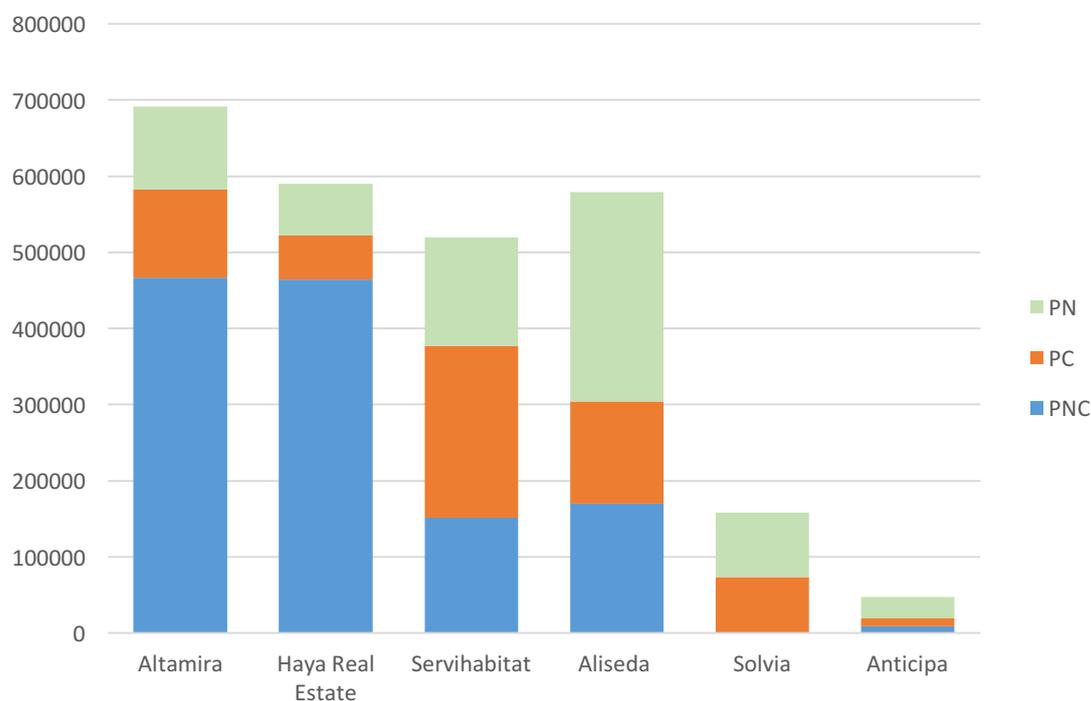
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

Respecto a la estructura financiera de dichas entidades, Altamira, Servihabitat y Haya Real Estate cuentan con una baja proporción de fondos propios en relación con el total de la estructura financiera, lo que permite calificarlas como entidades mayormente endeudadas o descapitalizadas. En cambio, en Aliseda, Anticipa y Solvia los fondos propios suponen el 50% de la estructura financiera aproximadamente, lo que indica que la entidad cuenta con un nivel de deuda adecuado y valora más la financiación propia.

Profundizando en el análisis del pasivo, entidades como Altamira y Haya Real Estate mayoritariamente cuentan con pasivo fijo, lo que concuerda con su estructura económica caracterizada por una mayoría de activo no corriente como previamente se ha visto. Llama la atención que en Aliseda, a pesar de que su estructura económica estaba compuesta por una mayoría de activo no corriente, su deuda se encuentra casi por igual repartida entre deuda a largo plazo y deuda a corto plazo, lo que hace que su fondo de maniobra sea negativo como posteriormente se verá. Por otra parte, en Servihabitat y Anticipa hay una ligera mayoría de deuda a corto plazo, lo que se puede calificar como deuda de peor calidad al estar constituida principalmente por deudas financieras, y en Solvia, cabe destacar que no se han encontrado disponibles los datos para el pasivo fijo, por lo que se ha considerado que su deuda se encuentra constituida por pasivo líquido.

A continuación se muestra en la Figura [43] la composición de la estructura financiera de cada una de las empresas del sector analizadas.

Fig43. Composición de la estructura financiera de las empresas del sector del servicing.



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

El fondo de maniobra es positivo en todas las sociedades excepto en Aliseda, lo que indica que en dicha entidad no existe un equilibrio económico-financiero en la estructura de la empresa y que por lo tanto podría tener problemas de liquidez al no tener activos corrientes suficientes para hacer frente a sus deudas más inmediatas, a diferencia del resto de servicers. Por otra parte, en Anticipa y Haya Real Estate, el fondo de maniobra tiene un valor muy elevado, indicando que dichas entidades tienen un volumen excesivo de activos corrientes en relación con las deudas a corto plazo y que por lo tanto, existe una situación de ociosidad en la que se está perdiendo rentabilidad del activo circulante, lo que se podría deber por ejemplo a financiar gratuitamente a los cliente. Tal y como se ha comentado anteriormente, se debería evaluar la posibilidad de reducir activos corrientes o de rentabilizarlos, por ejemplo, mediante una cartera de inversión.

Pasando a analizar los ratios característicos del sector, se comprueba en primer lugar que la media del ratio de liquidez se sitúa en 1,74, un valor adecuado aunque un tanto elevado que debería alertar sobre una posible pérdida de rentabilidad de los activos y que ha aumentado respecto del ejercicio 2016, donde se situaba en 1,53. Cabe destacar, que este ratio se ve fuertemente condicionado por el ratio de liquidez de Anticipa, el cual se sitúa un 3,84 indicando que cuenta con un elevado número de activos ociosos como ya indicaba su fondo de maniobra, al igual que ocurre en el caso de Haya Real Estate donde este ratio es de 2,2. Para el caso de Altamira, Servihabitat y Solvia, este ratio resulta bastante ajustado, lo que indica que podría haber problemas de liquidez, sin embargo, en el caso de Aliseda y tal como se preveía al obtener un fondo de maniobra negativo este ratio es excesivamente bajo y

advierde sobre una posible situación de suspensión de pagos técnica. Llama la atención el elevado valor del ratio de disponibilidad que se obtiene en la mayoría de entidades, alertando sobre la posible pérdida de rentabilidad del efectivo, sin embargo se considera una característica típica del sector, ya que la tesorería supone una de las partidas principales del activo corriente en todas las entidades. Tras haber realizado el análisis de los ratios de liquidez, tesorería y disponibilidad, se puede afirmar que se trata de un sector en el que el poder hacer frente a las deudas más inmediatas dependerá sobretodo de la capacidad de cobro de la empresa, así como también de la capacidad de disponer del dinero en cajas y bancos.

A continuación se analizará la cantidad y calidad del endeudamiento del sector, así como la carga financiera. En primer lugar, respecto al ratio de endeudamiento, éste tiene un valor medio de 0,64, lo que indica un exceso de deuda, a pesar de haber disminuido ligeramente en el último año, ya que en 2016 se situaba en una media de 0,69. Tal y como se esperaba, en Altamira, Servihabitat y Haya Real Estate en concordancia con el análisis financiero realizado anteriormente, donde se había comprobado que contaban con una mayor proporción de pasivo que de fondos propios, este ratio tiene valores muy elevados, lo que indica que se trata de sociedades descapitalizadas y por tanto, con baja autonomía. En cambio, en Aliseda, Anticipa y Solvia el ratio de endeudamiento se sitúa en valores adecuados, ya que su estructura el peso de los fondos propios era similar al de la financiación ajena y por tanto, su autonomía será mayor, lo que indica que las decisiones de las empresas se verán menos condicionadas por aquellos que las financian. El ratio de solvencia, es mayor a uno en todos los servicers, lo que indica que todas las entidades tendrán activos suficientes para hacer frente a la totalidad de sus deudas, sin embargo, tal y como se ha visto, en Anticipa y Solvia existe un mayor número de activos por el valor contable de las unidades monetarias que tienen que pagar, y por lo tanto, se pueden considerar más solventes en comparación con el resto de entidades que forman el sector.

Analizando a continuación la calidad de la deuda del sector, se ha comprobado que en las empresas que cuentan con un mayor volumen de activos, como son Altamira y Haya Real Estate, la deuda se puede considerar de buena calidad en cuanto a plazo se refiere, pues se trata en su mayoría de deuda a largo plazo en concordancia con su estructura económica caracterizada por un elevado peso del activo no corriente, como se ha visto previamente. Dicha deuda, se considera de buena calidad dado que está constituida por acreedores, y por tanto, se trata de un tipo de financiación sin coste. En cambio, en Servihabitat, Anticipa y Solvia y en concordancia con su estructura económica, la deuda es mayoritariamente a corto plazo, y por tanto este ratio tendrá un valor mayor indicando que se trata de deuda de peor calidad al estar constituida principalmente por deudas financieras y llevar asociada unos intereses.

Respecto a la carga financiera que caracteriza al sector, el ratio de gastos financieros en relación con las ventas proporciona un valor medio de 0,069, por lo que se pueden considerar que los gastos financieros son en media un tanto elevados. Llama la atención la elevada carga financiera que soporta Altamira, pues los gastos financieros suponen un 16,4% de las ventas a pesar de que como se había visto empleaba en mayor medida financiación ajena a largo plazo sin coste, en cambio, en Anticipa, y dado que emplea mayormente financiación propia, únicamente suponen un 0,4%. Respecto al coste de la deuda, éste es mayor en entidades mayormente endeudadas como Altamira o Haya, mientras que en Anticipa y Servihabitat éste

es mucho menor. Terminando con el análisis de la carga financiera, se ha comprobado que el ratio de cobertura de gastos financieros en media tiene un valor mayor a 1, lo que indica que en general las empresas del sector tienen capacidad suficiente para afrontar los gastos financieros en la cuenta de pérdidas y ganancias. Resulta relevante destacar, que Altamira es la única empresa donde este ratio tiene un valor menor a 1, lo que advierte sobre el resultado negativo del ejercicio que obtendrá.

Respecto al periodo medio de cobro, éste se sitúa en 131 días, un valor muy elevado pero que sin embargo se ha comprobado que es típico de las empresas del sector y que se ha concluido concuerda con el tiempo medio que se tarda en recibir el cobro del inmueble por parte de una entidad financiera teniendo en cuenta la burocracia. Destaca sobre todo el caso de Anticipa ya que éste es de 213 días, mientras que en el caso de Aliseda éste es de únicamente 61 días. Por otra parte, el periodo medio de pago a proveedores es de cero días en todas las empresas, menos en Solvia, donde éste es de 16 días y en Servihabitat, donde es de 56 días, por lo que resulta muy bajo en comparación con el periodo medio de cobro e indica que en general en el sector no se está recibiendo financiación gratuita por parte de los proveedores al pagarles prácticamente al momento, mientras que si se está financiando a sus clientes.

A continuación se presenta una Tabla [8] a modo resumen con el fin de facilitar la comparación de los ratios previamente analizados en cada una de las sociedades en el ejercicio 2017.

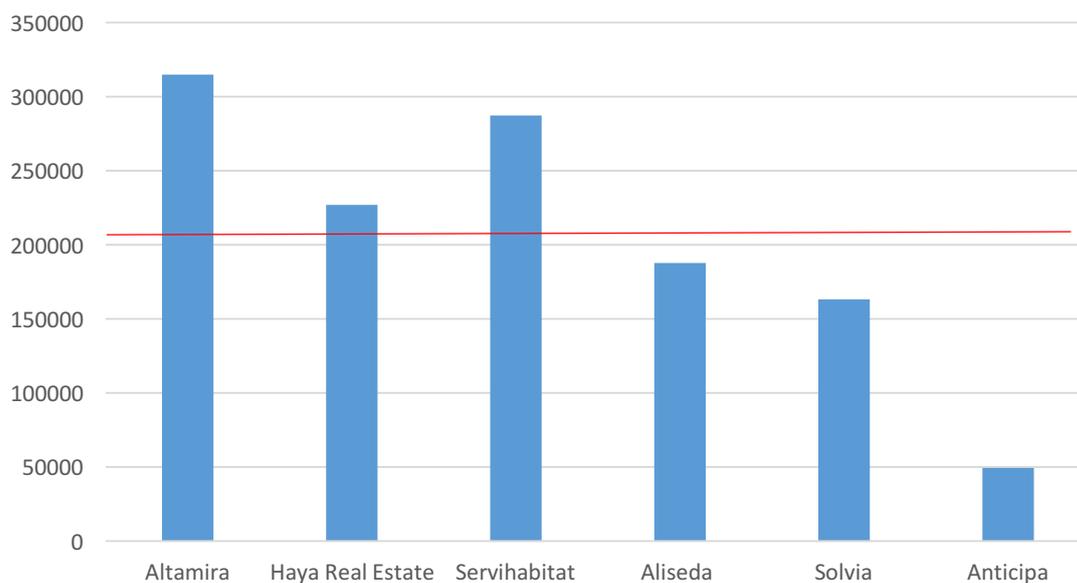
Tabla8. Comparación de los ratios de las empresas del sector del servicing.

	ALTAMIRA	SERVIHABITAT	ANTICIPA	ALISEDA	HAYA	SOLVIA	MEDIA SECTOR
LIQUIDEZ	1,2	1,17	3,84	0,61	2,2	1,39	1,74
TESORERÍA	1,2	1,17	3,84	0,61	2,2	1,39	1,74
DISPONIBILIDAD	0,54	0,61	0,125	0,37	0,615	0,184	0,41
ENDEUDAMIENTO	0,84	0,72	0,4	0,53	0,88	0,46	0,64
AUTONOMÍA	0,186	0,375	1,45	0,88	0,13	1,147	0,69
SOLVENCIA	1,187	1,37	2,45	1,885	1,13	2,147	1,69
CALIDAD DEUDA	0,198	0,598	0,546	0,451	0,111	1	0,48
GASTO Fº / VENTAS	0,16	0,051	0,0046	0,084	0,08	0,03	0,07
COSTE DE LA DEUDA	0,44	0,044	0,021	0,11	0,317	0,074	0,17
COBERTURA GASTOS Fº	0,95	6,8	16,07	0,418	2,47	8,93	5,94
ROTACIÓN ACTIVOS	0,455	0,55	1,038	0,32	0,384	1,029	0,63
PERIODO COBRO	80	137	213	61	141	158	131,67
PERIODO PAGO	0	56	0	0	0	16	12,00

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

Pasando a analizar la cifra de ventas del sector, éstas han aumentado ligeramente en el último año, situándose en media en 2017 en 204 millones de euros. A continuación, en la Figura [44] se puede observar la cifra de ventas de cada una de empresas y su relación con el resto de empresas del sector. Tal y como se había visto, no ocupan la misma posición en el sector según el valor de los activos bajo su gestión y según el valor de la cifra de ventas, aunque Altamira se posiciona como líder en el sector independientemente del criterio empleado.

Fig44. Cifra de ventas de las empresas del sector del servicing.

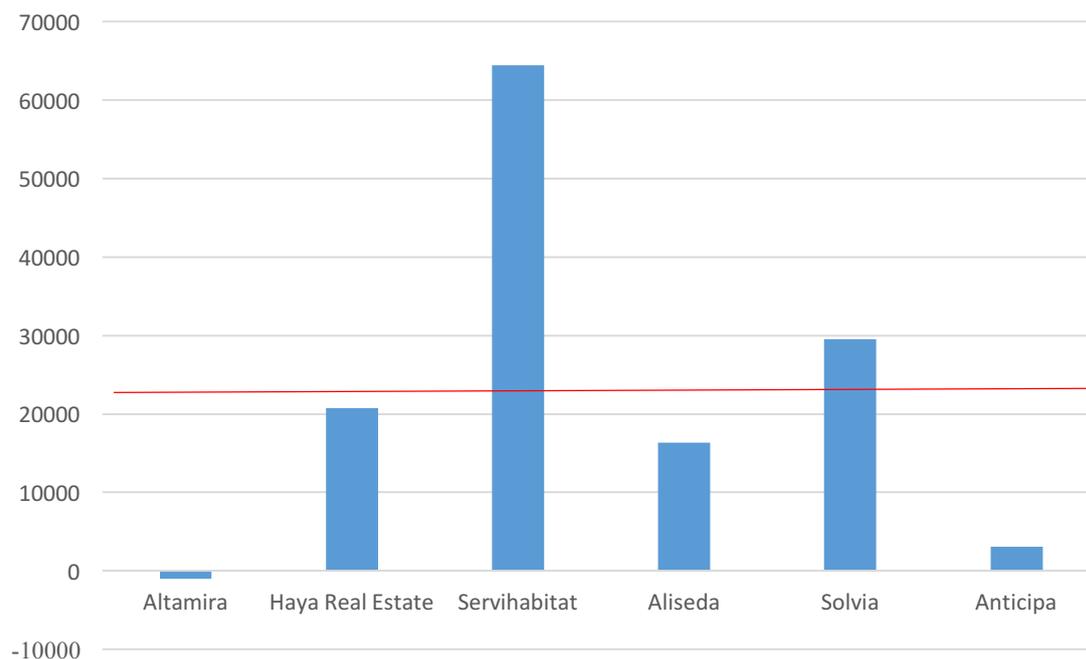


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del SABI.

En la mayoría de entidades del sector, no se han encontrado disponibles los datos para el coste de los materiales, por lo que no se han podido analizar éstos, mientras que los gastos de personal suponen en media un 23% del total de las ventas. Éstos resultan especialmente elevados en Anticipa, donde llegan a suponer el 50% de la cifra de ventas. Los gastos financieros, como previamente se ha visto, resultan especialmente elevados en Altamira, pues recordemos suponían el 16,4% del total de las ventas. Respecto al resultado del ejercicio de 2017, éste se sitúa en media en el sector en 22 millones de euros, por lo que ha disminuido ligeramente respecto del ejercicio anterior. Llama la atención, que todas las entidades cuentan con un resultado del ejercicio positivo, a excepción de Altamira, líder del sector, quien a pesar de haber mejorado su resultado en el último año sigue encontrándose en cifras negativas.

A continuación en la Figura [45] se puede observar el valor del resultado del ejercicio para cada uno de los servicers.

Fig45. Resultado del ejercicio de las empresas del sector del servicing.



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

Por último, analizando las rentabilidades del sector, se comprueba que la rentabilidad económica media tiene un valor de 9,77%, mientras que la rentabilidad financiera tiene un valor de 28,17%, a pesar de que ambas han disminuido en el último año. A excepción de Altamira, quien se había visto tenía un resultado del ejercicio negativo y por tanto no permite hablar de rentabilidades, todas las demás tienen valores de rentabilidades positivos, destacando principalmente los elevados valores de rentabilidad de Solvia. Cabe destacar, que el apalancamiento financiero proporciona valores mayores a uno en todas las entidades excepto en Altamira dado su resultado negativo, indicado que la deuda es conveniente para mejorar la rentabilidad financiera. Por otra parte, ha resultado interesante comprobar la presión fiscal soportada, pues a pesar de esperar obtener valores muy bajos dado que se trataba de sociedades surgidas para sanear el sistema financiero y por lo tanto de las cuales se podía esperar recibiesen algún tipo de ayuda, se ha comprobado que todas ellas soportan una presión fiscal elevada, siendo el impuesto de sociedades desfavorable, a excepción de Altamira ya que su resultado del ejercicio era negativo.

Capítulo 5

Tendencias en el mercado de los servicers

5.1 Concentración e internacionalización

Tal y como se ha visto en capítulos anteriores, desde sus orígenes como empresas dedicadas a dar salida a los activos tóxicos procedentes del proceso de reestructuración bancaria, el sector de los servicers ha cambiado significativamente. Por una parte, ha cambiado su gestión al independizarse de las entidades bancarias y pasar a cobrar gran importancia los fondos de inversión como Cerberus, Blackstone, Apollo, DoBank o Lone Star al haber apostado por una profesionalización del servicio, pero además, también ha cambiado su actividad principal y han aumentado sus clientes debido a la constante evolución y crecimiento del sector inmobiliario en España.

Es posible decir, que los servicers suponen un nuevo actor en el mercado, y que a pesar de presentar diferencias entre ellos en cuanto a objetivos principales o a estructura patrimonial todos han nacido de antiguas entidades bancarias con un mismo objetivo, gestionar y optimizar carteras inmobiliarias.

Sin embargo, la reducción de los márgenes y la alta competencia que existe en el mercado inmobiliario en la actualidad ha obligado a plantearse una redefinición del modelo de los servicers. Como se ha visto, estas entidades han ido modificando tanto sus servicios como su gestión, apostando por una mayor especialización y profesionalización, pero a pesar de ello, y dada la continúa evolución de dicho sector en la actualidad, se debe estar sometido a una planificación continúa de las estrategias de actuación a seguir.

Según el informe realizado en 2019 por la consultora Axis Corporate, el sector de los servicers está constituido por unas quince entidades, sin embargo, actualmente se ha comprobado que según la cifra de ventas y los activos bajo gestión que cada una controla, son seis las entidades

que dirigen el mercado. Dichas entidades, controlan aproximadamente el 80% de los activos existentes, entre éstas se encuentran Altamira, Servihabitat, Haya Real Estate, Aliseda – Anticipa y Solvia. Para los próximos años, y con objeto de seguir logrando una mayor profesionalización y crecimiento del mercado, se prevé una concentración todavía mayor del sector pasando a estar formado por únicamente tres o cuatro entidades. Mediante esta tendencia hacia el establecimiento de fusiones, las entidades pretenden no solo abaratar sus costes, sino además, conseguir un aumento del crecimiento del negocio gracias a la complementariedad que la unión de diversas sociedades comporta, ya que tal y como señala José Masip, socio director de la consultora Axis Corporate, *“Si un servicer es fuerte en una zona geográfica concreta y otro lo es en otra área, sus negocios son complementarios”*.

Un claro y reciente ejemplo de esta tendencia hacia la concentración de entidades, es el de la empresa noruega especializada en gestionar créditos fallidos y recobro Lindorff, la cual ha adquirido Aktua, servicer del antiguo Banesto. El club inmobiliario Esade Alumni, pronostica que se llevarán a cabo más operaciones entre servicers en los próximos años, y que además, grandes bancos venderán sus servicers. Por lo tanto y tras un proceso de concentración desde el club Esade Alumni se prevé queden únicamente cuatro entidades, entre ellas Servihabitat y Solvia como empresas de servicios integrales y Neinor Homes y Anticipa como inmobiliarias.

Según explica un portavoz de Altamira, *“La consolidación es absolutamente necesaria. Pero no hay que entenderla como un fin en si mismo, sino que debe responder a la necesidad de disponer de tamaño necesario y la capacidad de generación de recursos para seguir invirtiendo”*.

Entre las previsiones de evolución, no solo se encuentra una concentración del sector, si no también una internacionalización hacia mercados potenciales como son el italiano, el griego o el portugués. De hecho, algunas sociedades como Altamira ya incluyen en su catálogo inmuebles fuera de España, además dicha sociedad ha abierto una oficina en Grecia, ha adquirido la gestora de activos de Banif en Portugal y tiene una alianza con el segundo banco de Chipre, el *Cooperative Central Bank (CCB)*.

5.2 Estrategias de diferenciación

Además de una concentración de las entidades y una internacionalización de los servicios, en el corto plazo se prevé se produzca una diferenciación en las estrategias llevadas a cabo para aportar un valor añadido al cliente. Según José Masip, *“Estas estrategias pueden ir desde la especialización en la gestión de alquileres, la explotación de una red comercial propia, la innovación frente a canales tradicionales, la apuesta por la internacionalización en la gestión de los activos o el desarrollo del suelo y actividad promotora”*.

Un ejemplo de estas estrategias de diferenciación es el nuevo portal que Anticipa Real Estate ofrece, en el cual se permite realizar una visita de manera virtual al inmueble, además también permite realizar de manera digital la firma del contrato y el pago de los primeros recibos, facilitando así todo el proceso de compra.

También se podrían encontrar otro tipo de estrategias de diferenciación como es la de Altamira, quien el año pasado incorporó un banner publicitario dentro del portal de comercio electrónico de Amazon. Se trata de una página que recibe millones de visitas diarias, y la implementación de dicho banner permite acceder directamente a la página web del portal de Altamira.

En relación con el mundo digital e internet, las estrategias están creciendo fuertemente. Además de la introducción de banners publicitarios como hemos visto en el ejemplo anterior, los servicers están aumentando su publicidad mediante portales inmobiliarios como Fotocasa o Idealista, en los cuales actualmente es posible encontrar y comprar sus inmuebles.

Por tanto, la tecnología supone un factor indispensable para hacer crecer el negocio, por lo que las inversiones son cada vez más potentes. Tal y como indica Eduardo Álvarez, director de Marketing y Desarrollo de Negocio de Haya Real Estate *“En cuatro años hemos invertido 30 millones de euros dirigidos a mejorar nuestros sistemas”*, cifra que no difiere del resto de servicers y que resulta de gran importancia para mantener la competitividad del negocio.

Sin embargo, no solo resulta relevante la gran inversión en tecnología, si no también la contratación de personal con un perfil óptimo que permita la adaptación a los constantes cambios que el sector está sufriendo, tal y como destaca Álvaro Martín, director ejecutivo de Desarrollo Corporativo de Haya Real Estate *“ Hemos captado perfiles especialmente del mundo digital para mejorar así el negocio”* o como indica Eduardo Álvarez *“Se han incorporado equipos de personas especializadas en el buen posicionamiento de la compañía en Google y en portales inmobiliarios, con el fin de acercarnos a más compradores”*.

A su vez, desde Axis Corporate Josep Masip indica que *“La transformación de los servicers inmobiliarios se caracteriza por el incremento de su inversión en tecnología, para ganar eficiencia en sus procesos comerciales. Conscientes del poder de los canales digitales también han buscado su apoyo para potenciar su capacidad de venta y segmentar bien a su público”*.

Estos son solo algunos ejemplos de las estrategias de diferenciación que los servicers están llevando a cabo en la actualidad y que van a determinar el futuro de muchos de ellos, pues aspectos como el mundo digital y la evolución en tecnología van a permitir aumentar la profesionalización de dichas entidades y el crecimiento de la cuota de mercado, y por tanto, garantizar la continuidad en un sector tan dinámico como es el del servicing.

Sin embargo, no se han dejado de lado otro tipo de estrategias de diferenciación relacionadas con el acercamiento al cliente. Por ejemplo, el desarrollo de una red de oficinas propias, estrategia por la que han apostado ciertos servicers como Solvia con el objetivo de acercar el producto al cliente y facilitar así el proceso de compra.

Durante la semana del 30 de Mayo de 2019, se ha celebrado en Ifema Madrid una nueva edición del Salón Inmobiliario Internacional (SIMA). Se trata de un encuentro en el que se reúnen grandes empresas de la industria inmobiliaria y en el que se comercializan alrededor de 35.000 viviendas. En dicho encuentro, se reúnen principalmente promotoras, pero también comercializadoras, consultoras globales, portales inmobiliarios y servicers, quienes dado el cambio de modelo que se está produciendo y la necesidad de adopción de estrategias de diferenciación no han dudado en acudir para tratar así de acercar el producto al cliente y reforzar su imagen en el mercado.

Por último, cabe destacar, que tal y como indican expertos de Haya Real Estate, los servicers se han convertido en un actor esencial en el mercado al haber ayudado a la recuperación del sector inmobiliario español tras el periodo de crisis vivido, por lo que se espera que su papel se consolide todavía más en los próximos años. Sin embargo, para ello deben jugar un papel fundamental las estrategias de diferenciación aportando soluciones que abarquen desde la gestión del crédito hasta la comercialización del inmueble, y sobretodo, contar con personal capaz de asesorar y ayudar a los propietarios de los inmuebles.

5.3 Proyecto Esparta

Como bien se ha indicado desde el inicio del trabajo, el sector del servicing es considerado uno de los principales actores en el mercado inmobiliario, pero no solo eso, si no también constituye uno de los actores que más recientemente han surgido, y por lo tanto que más rápidamente evolucionan en la actualidad. Como consecuencia de ello, durante el desarrollo del presente trabajo ha sido necesario llevar a cabo un frecuente control mediante la revisión constante de las noticias publicadas.

Entre las últimas noticias destacadas sobre dicho sector, se encuentra un cambio estratégico por parte del SAREB. A principios de año, se anunciaba que durante 2019 el SAREB iba a recortar los contratos con Haya, Solvia, Servihabitat y Altamira, recuperando así parte de las atribuciones cedidas a dichas entidades, lo que implicaría una reducción de las comisiones que se les paga a dichas compañías. Cabe destacar, que el contrato con Haya Real Estate vence en el presente año, por lo que ha sido la primera entidad en comenzar con la negociación, a diferencia de los contratos de Altamira, Solvia y Servihabitat que tienen como fecha de rescisión el 2021 y que por lo tanto no tienen la obligación de renegociar el acuerdo, aunque se espera pacten para aumentar la duración de sus contratos. Por su parte, Haya Real Estate cuenta con la mayor cartera en gestión del SAREB y se prevé su salida a Bolsa durante este año, lo que indica que la negociación de dicho contrato debe ser inminente.

Tal y como se preveía, en Mayo de 2019, se daba a conocer que el SAREB lanzaría el proyecto Esparta, mediante el cual se renegociarían los contratos con sus servicers dando así un vuelco a su negocio tratando de recuperar los servicios cedidos a dichas entidades, entre las que se encuentran Haya, Solvia, Servihabitat y Altamira. Sin embargo, mediante el lanzamiento de dicho proyecto no se pretende únicamente recuperar los servicios cedidos a los servicers, si no también crear carteras para clasificar sus activos, retrasar las ventas y asumir el stock de activos para generar valor añadido, crear centros territoriales y dotarse de infraestructura tecnológica propia.

El proyecto Esparta ha nacido de la necesidad de decidir entre alargar la vida del SAREB más allá del 2027, fecha en que estaba prevista su liquidación, o venderla, ya que además de los malos resultados obtenidos en 2018 y previstos para 2019, su principal problema es la imposibilidad de vender todos los activos antes del 2027, el cual era su objetivo principal. Tal y como indica Jaime Echegoyen, presidente del SAREB, *“La empresa se ha deshecho en cinco años del 27% de su cartera inmobiliaria”*, sin embargo, y con objetivo de dar salida a todo su stock restante compuesto en un 32% por inmuebles y en un 68% por préstamos a morosos, resulta necesario alargar su plazo de liquidación más allá de la fecha prevista, lo que implicaría una modificación de sus estatutos sociales.

Paralelamente, el SAREB está negociando con algunas promotoras como Aedas y Aelca para la creación de una sociedad conjunta para el negocio residencial en la que el SAREB cedería 800 millones en suelos y la promotora escogida aproximadamente la misma cantidad en capital.

Por último, y aprovechando la renegociación de los contratos, en Junio de 2019 se anunciaba que el SAREB solo pagaría a los servicers Haya Real Estate, Solvia, Altamira y Servihabitat en función de los pisos que vendiesen, sin tener una comisión fija como ocurría hasta ahora con el objetivo de reducir los costes, ya que éstos ascendieron a más de 200 millones el año pasado. Además, los directivos del SAREB también buscarán eliminar de los contratos la gestión judicial o el mantenimiento pasando a estar estas actividades bajo mano de especialistas que permitan aumentar la calidad del servicio. Tal y como afirmó Jaime Echegoyen “*Queremos buscar servicers más especializados como por ejemplo, firmas que gestionen muy bien el mantenimiento de los inmuebles y se encarguen de los gastos de las comunidades de propietarios*”. Por lo tanto, tal y como se ha visto a lo largo de trabajo, se trata de un mercado muy dinámico en el que los acuerdos son constantes, por lo que de momento se puede afirmar que se barajan todas las opciones e incluso que no sorprendería la ruptura anticipada del contrato con alguno de los servicers, a pesar de que ello conlleve una penalización.

Capítulo 6

Conclusiones

El sector inmobiliario Español representa a día de hoy uno de los mercados más importantes para la economía, desde su formación, y dada su constante evolución, han ido surgiendo nuevos agentes tales como Socimis, fondos de inversión, o servicers. Durante el presente trabajo, se ha tratado de aumentar los conocimientos sobre el sector del servicing, ya que dichas sociedades controlan aproximadamente un 28% del stock del mercado inmobiliario, por lo que resultan de gran importancia para la economía.

Tal y como se ha visto al comienzo del trabajo, es posible definir el término servicer como aquellas sociedades gestoras de activos financieros e inmobiliarios que surgieron a partir de las inmobiliarias de las entidades bancarias y cuyo objetivo reside en ordenar, controlar y optimizar carteras.

Por una parte, y tras haber analizado el periodo de crisis vivido en España desde 2008 y el estallido de la consiguiente burbuja inmobiliaria y financiera que se formó y que obligó a adoptar un plan de reestructuración del sistema, se ha logrado entender que el origen de los servicers radicaba en dar salida a los activos tóxicos con los que contaba la banca procedentes de impagos y con el objetivo de sanear el sistema.

Sin embargo, analizando el sector del servicing en la actualidad, se ha comprobado que éste ha sufrido diversos cambios, pues estas sociedades han aumentado sus ventas, han diversificado su cartera y han cambiado el rumbo de su actividad principal al pasar a gestionar activos procedentes no únicamente de los bancos, si no también de otro tipo de agentes como promotores o el SAREB. Además, dichas entidades han apostado por una profesionalización del sector mediante la venta de su gestión a fondos de inversión, entre los cuales destacan BlackStone, Cerberus o LoneStar, independizando así a dichas sociedades de las entidades bancarias.

Basándonos en el informe realizado por la consultora Axis Corporate, en la actualidad podemos considerar que el sector del servicing está constituido por unas quince entidades,

sin embargo, dada la elevada cuota de mercado de algunas de ellas, es posible considerar que son únicamente seis las que controlan dicho mercado. Entre ellas destacan Altamira, Haya Real Estate, Servihabitat, Solvia, Aliseda y Anticipa, y se encuentran en segundo plano entidades como Divarian (hasta 2018 conocido como Anida), Liberbank, Ibercaja, Abanca, Copernicus, Neinor Homes, Hispana, Aktua, Hipoges o Finsolutia, cuya cuota de mercado es menor.

Durante el presente trabajo, se ha realizado un análisis económico-financiero comparativo del sector del servicing analizando para ello cada una de las seis principales entidades, comprobándose que se trata de sociedades cuya estructura patrimonial difiere entre unas y otras. Cabe destacar, que aquellas sociedades cuyo valor monetario de los activos es elevado en comparación con el resto, como es el caso de Altamira, Aliseda o Haya Real Estate, cuentan en su mayoría con activo no corriente, destacando la partida de inmovilizado inmaterial, y en concordancia con esta estructura económica, su financiación es principalmente externa y a largo plazo. Sin embargo, entidades de menor tamaño como Anticipa y Solvia, cuentan en mayor medida con activo corriente y apuestan más por la financiación propia contando con una proporción similar entre financiación ajena a largo y a corto plazo. Servihabitat, por su parte, está constituida por una proporción similar entre activos corrientes y no corrientes, sin embargo apuesta más por una financiación ajena.

Se trata de empresas en las que dado su fondo de maniobra se puede afirmar que existe equilibrio económico-financiero, exceptuando el caso de Aliseda, donde podría darse una situación de suspensión de pagos técnica.

Por otra parte, el ratio de liquidez es en general un tanto ajustado, a excepción de Anticipa y Haya, las cuales deberían valorar la pérdida de rentabilidad por la existencia de activos ociosos. Se trata de un sector en el que la liquidez depende principalmente de la capacidad de cobro de clientes así como también de la capacidad de disponer del dinero depositado en cajas y bancos.

Respecto al endeudamiento, Solvia y Anticipa, apuestan en mayor medida por una financiación propia por lo que constituyen empresas mayormente capitalizadas, mientras que Altamira, Servihabitat y Haya constituyen empresas mayormente endeudadas, sin embargo se puede afirmar que todas ellas son empresas solventes.

Los gastos financieros, son en general un tanto elevados, destaca el bajo peso que tienen sobre las ventas en Anticipa y el elevado peso que suponen en Altamira y que provocan que no puedan cubrirse en la cuenta de pérdidas y ganancias.

El periodo medio de cobro medio en el sector es de 131 días, un valor muy elevado pero que concuerda con lo que se tarda en recibir el cobro del inmueble por parte de una entidad financiera teniendo en cuenta la burocracia. Llama la atención el periodo de pago, ya que en la mayoría de entidades es de 0 días, lo que indica que se trata de empresas que financian mucho a sus clientes, mientras que no se benefician de la financiación gratuita de sus proveedores.

La cifra de ventas del sector ha aumentado ligeramente en el último año, situándose Altamira como líder del sector según su cuota de mercado, sin embargo llama la atención que es la

única entidad que cuenta con un resultado del ejercicio negativo, a pesar de haberlo mejorado fuertemente en el último año, lo que hace que sea también la única entidad donde no se pueda hablar de rentabilidad económica ni financiera.

Cabe destacar que excepto en Altamira, dado que su resultado del ejercicio es negativo, el apalancamiento financiero es mayor a 1 en todas las entidades, indicando que la deuda es beneficiosa para su rentabilidad financiera. Llama la atención que se esperaba se tratase de sociedades con baja presión fiscal dado que se su origen radicaba en el saneamiento del sistema financiero y por lo tanto de las cuales se podía esperar recibiesen algún tipo de ayuda, sin embargo, se ha comprobado que todas ellas soportan una presión fiscal elevada y perjudicial.

Por último, se ha investigado sobre las tendencias que se esperan para el sector del servicing en los próximos años, destacando entre ellas la internalización del sector, al pasar a controlar mercados fuera de España y la concentración de entidades, pues según expertos se prevé que dado el aumento de la competitividad el sector quede únicamente formado por tres o cuatro entidades.

Además, a corto plazo, se prevé se lleven a cabo estrategias de diferenciación para aportar valor añadido, cobrando gran importancia el mundo digital y la publicidad, ya sea mediante portales inmobiliarios como Fotocasa o Idealista, o mediante la agregación de banners publicitarios entre otros, tratando de acercar así el producto al cliente y facilitando y agilizando todo el proceso de compra. También destacan estrategias como el desarrollo de una red propia de oficinas, o su presencia en ferias como SIMA que permitan mejorar y consolidar su posición en el mercado.

Para poner fin al trabajo, y teniendo en cuenta que se trata de un sector muy dinámico en el que continuamente se ha tenido que estar ateniendo a la publicación de nuevas noticias, se ha conocido que con el objetivo de alargar la vida del SAREB se ha lanzado el Plan Esparta, basado en recuperar los servicios cedidos a Haya, Solvia, Servihabitat y Altamira dando así un vuelco a su modelo de negocio.

Capítulo 7

Bibliografía

“¿Qué son los servicers inmobiliarios?”. *Stoneweg Living*.
<https://www.stonewegliving.com/los-servicers-inmobiliarios/>

YouTube. “Bancarrota”.
<https://www.youtube.com/watch?v=og8xYGQi798>

(18 de Octubre de 2018). “Los servicers inmobiliarios y su proceso de concentración”.
Inmoley.
<https://www.inmoley.com/NOTICIAS/1812345/2018-2-inmobiliario-urbanismo-vivienda/010-18-inmobiliario-018-20.html>

(20 de Febrero de 2017). “Los servicers inmobiliarios, actores clave en el sector”.
Inmoking Real Estate.
<https://www.inmoking.com/los-servicers-inmobiliarios-actores-claves-sector/>

(26 de Octubre de 2018). “El futuro es de los servicers”. *Haya Real Estate*.
<https://blog.haya.es/index.php/futuro-los-servicers/>

MASIP, J. (2019). “*Assets Under Managment*”. Axis Corporate 3º Edición.
<https://www.metros2.com/wp-content/uploads/2018/03/Informe-AUM-Axis-Corporate.pdf>

RUIZ, C. (21 de Diciembre de 2018). “ Esto es lo que le espera al mercado inmobiliario en 2019”. *El mundo*.

<https://www.elmundo.es/economia/2018/12/21/5c1bd277fc6c831d488b45ba.html>

CABRERA, D. (25 de Mayo de 2019). “Solvia deja las oficinas de Sabadell y se traslada al edificio de Intrum”. *Vozpopuli*.

https://www.vozpopuli.com/economia-y-finanzas/Solvia-oficinas-Sabadell-Cristalia-Intrum-Madrid_0_1248175730.html

CONTRERAS, E. (14 de Junio de 2018). “BBVA y Cerberus acuñan Divarian como marca para la macroalianza inmobiliaria”. *La información*.

<https://www.lainformacion.com/empresas/banca/bbva-cerberus-divarian-marca-alianza-inmobiliaria/6350277/>

E.M (29 de Mayo de 2019). “ El mayor escaparate para encontrar una vivienda”. *El mundo*.

<https://www.elmundo.es/extras/ifema/2019/05/29/5ced113efdddff09788b483a.html>

FERRER, P. (17 de Mayo de 2019). “El gran fracaso de la SAREB: o posponen la liquidación de la sociedad o la venden”. *Hispanidad*.

https://www.hispanidad.com/confidencial/el-gran-fracaso-de-la-sareb-o-alargan-la-liquidacion-de-la-sociedad-o-la-venden_12009917_102.html

GÓMEZ SERRANILLOS, M.J. (23 de Noviembre de 2018). “Estos son los nuevos negocios de los servicers inmobiliarios” . *El mundo*.

<https://www.elmundo.es/economia/vivienda/2018/11/23/5bf6f309e2704e53088b464f.html>

Informe sobre la crisis financiera y bancaria en España, 2008-2014. Banco de España.

https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/OtrasPublicaciones/Fich/InformeCrisis_Completo_web.pdf

LANDER, R y ARANCIBIA, S. (4 de Junio de 2019). “ SAREB solo pagará a los comercializadores en función de los pisos que vendan ”. *Expansión*.

<http://www.expansion.com/empresas/banca/2019/06/04/5cf603e4e5fdea24728b46af.html>

MAGALLÓN, E. (14 de Diciembre de 2018). “Banc Sabadell vende un 80% de Solvia a Intrum por unos 300 millones de euros”. *La Vanguardia*.
<https://www.lavanguardia.com/economia/20181214/453538916734/banco-sabadell-vende-80-solvia-intrum-300-millones.html>

MAGALLÓN, E. (24 de Abril de 2019). “Banc Sabadell completa la venta del 80% de su inmobiliaria a Intrum por 241 millones”. *La Vanguardia*.
<https://www.lavanguardia.com/economia/20190424/461838509020/sabadell-solvia-intrum-inmobiliaria-venta.html>

MASIP, J. “Tendencias en el mercado del servicing 2018”. *Axis Corporate*.
<https://axiscorporate.com/es/infographic/tendencias-en-el-mercado-del-servicing-2018/>

PARODI, C. (25 de Enero de 2013). “Burbujas especulativas (Parte I)”. *Gestión*.
<https://gestion.pe/blog/economiaparatodos/2013/01/burbujas-especulativas-parte-1.html>

SIMÓN RUIZ, A. (3 de Abril de 2017). “Quiénes son los dueños del nuevo inmobiliario en España”. *Cinco Días*.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/03/31/companias/1490990786_071607.html

SOBRINO, R. (17 de Mayo de 2019). “SAREB lanza el proyecto Esparta para dar un vuelco a su modelo de negocio”. *Cinco días*.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/05/16/companias/1558033984_969176.html

STIGLITZ, J. (1990), “Symposium on Bubbles”, en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, N°2, p.13
<http://web.econ.ku.dk/okocg/Students%20Seminars%20kon-Øvelser/Øvelse%202007/artikler/Stiglitz-Bubbles-JEP-1990.pdf>