



cutting through complexity

REAL ESTATE

**2015, AÑO CERO
PARA EL INICIO DE LA
RECUPERACIÓN DEL
SECTOR INMOBILIARIO
EN ESPAÑA**

kpmg.es



Índice

Prólogo por John M.Scott, presidente de KPMG en España	3
Sobre este informe	4
Las claves del sector inmobiliario en España para 2015	6
Creación de valor. El propósito del sector inmobiliario para 2015. Por Javier López Torres, socio responsable de Real Estate de KPMG en España	8
1/ Inmobiliarias que renacen y bancos que se transforman. La nueva realidad del sector tras el periodo de refinanciaciones	14
2/ Refinanciaciones vs concursos. ¿Qué ha preservado valor?	18
3/ El despertar de la banca y la llegada del direct lending. Hacia un modelo de financiación más diversificado	22
4/ Valor añadido, oportunistas y conservadores. El nuevo cóctel del mercado de transacciones	26
5/ Los años dorados de las socimis. Hacia un modelo de inversión indirecta	30
6/ Rotación de auditores y cambios en el reconocimiento de ingresos. Novedades que impactan al sector	34
7/ Más allá de los tipos. Los cambios sustanciales que traerá la reforma fiscal al sector inmobiliario	38
8/ Los retos del sector público. Flexibilidad y empatía para una gestión exitosa de su patrimonio	42
9/ Alquileres y reformas. Las soluciones de la Administración para garantizar el acceso a la vivienda	46
Encuesta	54
Contacto	54



Prólogo

El informe “2015, año cero para el inicio de la recuperación del sector inmobiliario en España”, que tengo el placer de presentar, recorre el presente y proyecta el futuro de un mercado que está afrontando su redefinición. El equipo de expertos en Real Estate de KPMG en España analiza los retos a los que se enfrenta este sector, desde su profundo conocimiento multidisciplinar de la realidad económica, regulatoria y financiera en la que se enmarca su necesaria recuperación.

Tras el desplome del peso de la actividad inmobiliaria en la economía española durante la crisis, 2015 puede ser el año en el que comience a recobrar el pulso, estimulado también por la mejoría general del entorno macroeconómico y la creciente confianza de los inversores internacionales. Sin embargo, esto no significa una vuelta al origen. Siguiendo el ritmo veloz al que se transforman los mercados, el sector inmobiliario está evolucionando en los últimos años hacia un modelo muy diferente, con distintos actores, productos más heterogéneos y nuevos enfoques de gestión y financiación.

Espero que encuentre en este informe las claves del escenario futuro del sector y que el punto de vista de nuestros expertos le aporte valor en su toma de decisiones.

John M. Scott, *presidente de KPMG en España*



Sobre este informe

La realización de este informe ha sido posible gracias a la involucración de más de 100 expertos en Real Estate de diversas disciplinas de KPMG, que han analizado los aspectos que consideran que van a condicionar el futuro inmobiliario en España.

Para ello se ha realizado una encuesta a más de 150 expertos inmobiliarios de los seis principales grupos de protagonistas del sector, compañías inmobiliarias, compañías no inmobiliarias con implicación en Real Estate, entidades financieras, inversores, Sareb y el sector público.

Este informe completo y su versión en inglés puede descargarse en kpmg.com/es/RealEstate

Para extraer el máximo valor de las conclusiones de la encuesta y debatir acerca del presente y el futuro del sector, se han celebrado diez mesas redondas. En cada una de ellas, coordinada por un socio de KPMG experto en el tema, se ha profundizado en uno de los aspectos clave recogidos en este informe. En estas mesas han participado, junto con diferentes especialistas de KPMG en España, más de 50 altos directivos de algunas de las más destacadas compañías y entidades de los diferentes grupos de protagonistas y expertos en el sector.

Este informe recoge las claves extraídas a partir de este análisis en profundidad. //

// AGRADECIMIENTOS

El equipo de Real Estate de KPMG en España queremos mostrar nuestro agradecimiento a los más de 200 directivos de las principales compañías

y entidades vinculadas al sector inmobiliario, tanto públicas como privadas, que han compartido con nosotros su conocimiento y su visión

del presente y del futuro del sector en este momento clave, sin cuya participación no habría sido posible la realización de este informe. //



Pedro Montoya Gómez-Comino, Director de Deal Advisory, Real Estate.
Coordinador para la realización del informe.



Claves del sector inmobiliario en España para 2015

// ESCENARIO

01. Transformación del modelo de negocio

Hacia uno basado en la creación de valor y en la demanda real, alineando capital + financiación + gestión: estableciendo sinergias entre los sumandos y evitando que funcionen de manera independiente para que garanticen un crecimiento sostenible en los próximos años

02. Profesionalización

Mayor nivel de profesionalización del sector a través de la especialización por tipos de producto y localización

03. Nuevos protagonistas con estrategias y visiones heterogéneas

Se han de favorecer puntos de relación que permitan acompañar la inversión con la economía y la demanda real

04. Mercado inmobiliario atractivo

Por presentar oportunidades de inversión ventajosas frente a otros países en términos de *capital values*, y las variables país y tiempo

05. Inversor de valor añadido

El perfil de inversor de valor añadido (value added) es el que está ganando más protagonismo

06. Hacia un modelo de inversión indirecta

El mercado inmobiliario se moverá basculando de un modelo de inversión directa hacia otro de inversión indirecta

07. Reactivación moderada de la financiación

Centrada en el crédito bancario, manteniendo un exhaustivo control de riesgos, procesos y buscando nuevas alternativas que permitan diversificar las fuentes

08. Direct Lending

La financiación proveniente de entidades no bancarias se convertirá en una alternativa de financiación fuerte junto a la bancaria que seguirá siendo fundamental

09. Socimis

Serán un vehículo de inversión en bolsa interesante para minoristas. Se encuentran en proceso de especialización

10. Cambios en la legislación fiscal y concursal

Se están produciendo cambios que potencian el interés de inversores internacionales, e impactan positivamente en refinanciaciones (se facilita la adopción de acuerdos), reestructuraciones y concursos (se fomenta la viabilidad de las empresas)

11. Escasez de activos *prime*

Escasez de activos de mejor calidad, por lo que los valores transaccionales empiezan a superar las expectativas y las rentabilidades para el inversor descienden

12. Rehabilitación urbana

Adquirirá mayor repercusión positiva en la calidad de vida de los ciudadanos y en el coste de mantenimiento de las viviendas

// PROTAGONISTAS DEL SECTOR

- // Las compañías con actividad inmobiliaria han finalizado en su mayoría los procesos de refinanciación. Éstas han disminuido en número y volumen.
- // Las no inmobiliarias han aislado la actividad inmobiliaria, centrándose en su negocio principal (core).
- // Cambio de tendencia en las medidas adoptadas ante problemas de viabilidad: anticipación de soluciones y reestructuración (incremento de acuerdos y fomento de consecución de convenios) vs concurso.
- // Apertura a vías alternativas de financiación.

- // Las entidades financieras posiblemente elegirán entre dos opciones para los activos inmobiliarios:
 - Operaciones de corte financiero (a corto plazo)
 - Estrategias inmobiliarias (a largo plazo)

Compañías inmobiliarias

CI

Compañías no inmobiliarias

NI

Entidades financieras

EF



IN

Inversores

SA

Sareb

SP

Sector público

- // Los inversores mantendrán prudencia en la gestión de una economía aún fría y con un capital con mucha presión para invertir.
- // Nuevos actores dispuestos a invertir por lo que la competencia crece en intensidad, en paralelo a los precios.

- // Sareb seguirá teniendo un papel protagonista por el volumen de activos a desinvertir en los próximos 13 años.

- // El sector público está dando pasos para acabar con la complejidad normativa, lo que facilitará la inversión privada.
- // Para favorecer el acceso a los inversores, especialmente a los internacionales, los procesos de desinversión de sus activos inmobiliarios necesitan cambios para ser más flexibles e impulsarse con agilidad desde una perspectiva práctica.
- // Existe un margen de mejora en el uso del patrimonio inmobiliario público, avanzando en un modelo mixto de alquiler y venta.

CREACIÓN DE VALOR

EL PROPÓSITO DEL SECTOR INMOBILIARIO PARA 2015

// POR JAVIER LÓPEZ TORRES
SOCIO RESPONSABLE DE
REAL ESTATE DE KPMG
EN ESPAÑA



Los datos indican que 2015 será el año cero para la recuperación del sector inmobiliario en España, preparado para redefinirse tras el derrumbe sufrido a lo largo de los cerca de ocho años de una crisis económica y financiera que ha afectado con especial virulencia a este sector.

En el comienzo de 2015, la situación económica despega. El PIB creció en el cuarto trimestre de 2014 un 2% en términos interanuales, impulsado por la demanda nacional, que avanza en los últimos meses a un ritmo de en torno al 2%, y un sector exterior que se mantiene tras haber actuado como motor económico durante los años de crisis. La caída en el número de desempleados en 2014 (el descenso fue de 253.627 personas) fue la mayor registrada desde 1998 y la evolución

90%

Según casi un 90% de los encuestados, el modelo de negocio inmobiliario actual debe cambiar

en el Índice de Confianza del Consumidor muestra un creciente optimismo. Las cifras relativas al sector inmobiliario recogen también esta tendencia: el número de transacciones inmobiliarias de viviendas alcanzó las 253.000 en los tres primeros trimestres del 2014, que llegan a representar un 22% más de las realizadas en ese periodo del 2013, según datos del Ministerio de Fomento, y los precios de la vivienda se estabilizaron, tras haber registrado un descenso acumulado del 32% respecto a máximos de 2007, según el Colegio de Registradores de España.

Los datos son positivos, pero las previsiones, cautas. El peso del sector constructor e inmobiliario en la economía nacional irá avanzando, pero no volverá a los máximos registrados en la época del *boom*. Cuatro de cada cinco encuestados para este informe esperan que el sector se recupere antes de dos años. Y, aunque señalan que el peso del sector constructor en el PIB se incrementará en los próximos cinco años, no prevén una vuelta a cifras como las registradas en 2007.



La recuperación, entendida como “una vuelta a un estado de normalidad”, llegará; pero a ritmos distintos según el ámbito en el que se ponga el foco. Mientras que los encuestados calculan que la recuperación de la demanda y la normalización de la financiación se producirá en un plazo de 12 a 24 meses, para la absorción de la oferta no se fija un horizonte cercano; no obstante, la heterogeneidad de los activos inmobiliarios en el mercado dificulta la realización de una previsión conjunta.

/ LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS

Para realizar un diagnóstico de la situación del sector de Real Estate es necesario contemplar la oferta inmobiliaria como mucho más que el conjunto de unidades de inmuebles terminados y, sobre todo, teniendo en cuenta que será necesario, como una de las claves para la reactivación, conseguir un mayor nivel de profesionalización a través de la especialización por tipos de producto y localización que permita dar valor añadido a los activos sustentado en atender a la demanda real.

Segmentando las grandes tipologías de activos, se encuentra el producto terminado residencial, donde la creación de valor está muy limitada, ya que su absorción está totalmente ligada a precio, localización y demanda. Las nuevas promociones que se desarrollen deberán basarse en unos planes de negocio prudentes con márgenes ajustados y, en su caso, con unas condiciones de financiación acordes a las que la demanda real quiere y puede. En el segmento de los activos patrimoniales, donde existe alta gama de tipologías muy heterogéneas, en cuanto al tipo de negocio, es donde hasta la fecha existe mayor apetito inversor, sobre todo en determinados productos y localizaciones, y donde se puede apreciar mucho recorrido para dar valor añadido a través de su adecuación, cambios de usos y mejoras de rentabilidades a través de ajustes de costes y aumento de ocupaciones.

El segmento de suelo es quizás el principal problema del sector inmobiliario, donde hay mucho que trabajar y el nivel de profesionalización debe crecer y donde actualmente el apetito inversor es

EL 2015 OFRECE LA OPORTUNIDAD DE CONSTRUIR LOS CIMIENTOS DE UN MODELO SOSTENIBLE, DONDE LAS RELACIONES ENTRE CAPITAL, FINANCIACIÓN Y GESTIÓN PROFESIONALIZADA PERMITAN, A TRAVÉS DE LA CREACIÓN DE VALOR, CONTRIBUIR AL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL

aún escaso. Si bien es cierto que existen oportunidades en el mercado en localizaciones concretas y ajustadas en precio, por el contrario existen suelos, en muchos casos con alto grado de apalancamiento, en los que no veremos su desarrollo para el fin para el que sus aprovechamientos fueron aprobados en su día con las expectativas de demanda de ese momento. Por ello, siendo selectivos, habría que invertir en creatividad e imaginación para adaptar estos suelos a situaciones de futuro, creando por tanto valor, apoyados por las Administraciones actuantes de forma que el producto final pueda llegar a atender a una demanda real.

LOS PROTAGONISTAS

El periodo de recesión económica también ha provocado un vuelco en los actores que hoy protagonizan las operaciones en el mercado inmobiliario español. Los dos protagonistas tradicionales del mercado español, las compañías inmobiliarias y las no inmobiliarias con actividad en este sector, han dado paso a un panorama con un complejo elenco de protagonistas que, de alguna manera, han llegado de forma desordenada al mercado y con razones muy diversas detrás: ya sean los fuertes procesos de refinanciaciones y concursales, el elevado apalancamiento, la reestructuración del sector financiero, la necesidad de incrementar los ingresos públicos o la bajada de precios en los activos inmobiliarios.

Ello lleva actualmente a ubicar en el tablero de juego del sector inmobiliario

los siguientes grandes protagonistas: entidades financieras, Sareb, compañías inmobiliarias, no inmobiliarias y sector público, por un lado, cada uno de ellos con sus características, estrategias y visiones, y por otro lado los inversores de muy distinta tipología: desde el inversor final hasta oportunistas, pasando por los de valor añadido.

Aún hoy, las entidades financieras acumulan en sus balances importantes volúmenes de activos inmobiliarios, consecuencia del elevado apalancamiento que atenazaba a los sectores constructor e inmobiliario y del estallido de la burbuja. Las estrategias para trasladar estos activos al mercado están siendo heterogéneas, aunque hasta el momento se enfocan en el corto y medio plazo. Como consecuencia de esta necesidad surgida entre las entidades bancarias de deshacerse de los activos inmobiliarios de peor calidad se creó en diciembre de 2012 la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb).

En paralelo, los inversores internacionales, aunque también los de ámbito nacional, han fijado su mirada sobre España y se espera que su actividad se sostenga en el tiempo. Hoy conviven, ante una oferta heterogénea de activos, inversores más oportunistas, los primeros en llegar durante la crisis, otros de valor añadido que se espera que ayuden en la recuperación del sector inmobiliario en los próximos años y, en algunos casos, incluso inversores conservadores más largoplacistas. A este tablero de juego se ha unido, asimismo, el sector público ante la necesidad creciente de aumentar sus ingresos. En los últimos meses, se aprecian, en este sentido, movimientos destinados a impulsar las desinversiones inmobiliarias y la reanudación de operaciones paralizadas por la crisis, aunque con criterios heterogéneos a la hora de ponerlos en marcha.

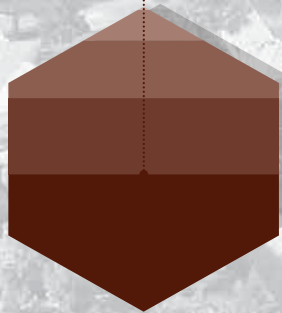
Mientras, los jugadores históricos del mercado optan por estrategias divergentes para sostener su actividad en el complejo panorama actual. Por un lado, las compañías no inmobiliarias prefieren liquidar la parte inmobiliaria de su negocio para centrarse en sus actividades

¿Cuándo prevé la recuperación del sector?*

— Demanda

- No sabe—1%
- Ya—10%
- Más de 24 meses—19%
- Antes de 12 meses—25%

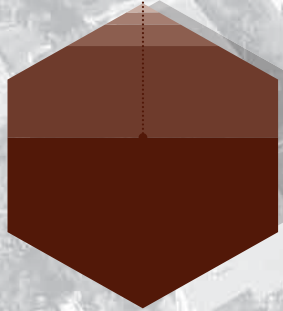
Entre 12 y 24 meses—45%



— Absorción de la oferta

- Ya—3%
- No sabe—4%
- Antes de 12 meses—7%
- Entre 12 y 24 meses—30%

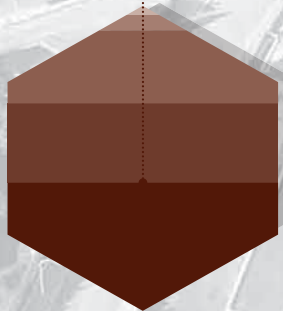
Más de 24 meses—56%



— Normalización de la financiación

- No sabe—3%
- Ya—5%
- Más de 24 meses—24%
- Antes de 12 meses—26%

Entre 12 y 24 meses—42%

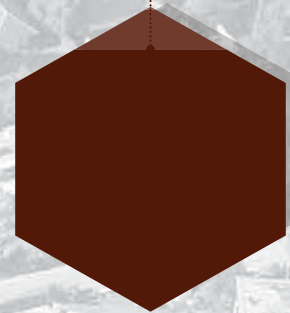


¿Cree necesario un cambio del modelo de negocio inmobiliario actual?*

— Gestión

- No sabe—1%
- No—13%

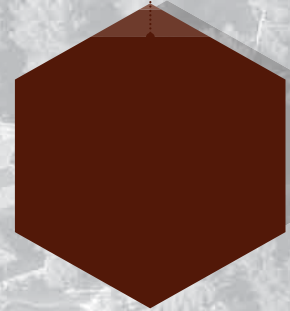
Sí—86%



— Financiación

- No sabe—2%
- No—9%

Sí—89%



*Para ver los resultados detallados por grupos consultar el documento 'Encuesta: 2015, año cero para el inicio de la recuperación del sector inmobiliario en España'.

54%

Del total de encuestados opina que el sector inmobiliario en España está poco profesionalizado.

principales (*core*). Por otro, las empresas inmobiliarias, ya con una mayoría de deuda sostenible en sus balances aunque con poca liquidez fundamentada en rentas patrimoniales, están reiniciando su actividad e incluso comenzando nuevas promociones desde cero en determinadas localizaciones. En estos grandes grupos de actores, será conveniente y necesario implantar determinados procesos de *turnaround*, desarrollados ampliamente en otros países de nuestro entorno, para la mejora en las rentabilidades de las empresas en funcionamiento. El 58% de los encuestados afirma conocer estos procesos de *turnaround* y casi el mismo porcentaje los considera convenientes y/o necesarios.

Con todo ello, las relaciones entre estos grandes protagonistas con los inversores deberán ser fundamentales para la reactivación del sector, que, unidas a una gestión especializada y un mayor nivel de profesionalización, permitan confluir en la economía real y trabajar en aspectos esenciales como la creación de valor así como impulsar la demanda real, cuestionable actualmente en determinados productos y localizaciones.

NECESIDAD DE TRANSFORMACIÓN HACIA UN MODELO SOSTENIBLE DE NEGOCIO

La llegada de este año cero para el inicio de la recuperación del sector inmobiliario en España ha de entenderse como una oportunidad para la reflexión, ya que el modelo de negocio, ahora reinventándose, debe cambiar, según casi un 90% de los encuestados. Tres son los elementos que, mediante una ecuación de sumandos, deberían tenerse en cuenta de forma conjunta para alcanzar un modelo sostenible basado en la creación de valor: capital + financiación + gestión. Esta ecuación deberá estar alineada, estableciéndose sinergias entre los sumandos, evitando que funcionen de manera independiente.

El capital toma la forma de los nuevos inversores que han desembarcado en el mercado español. Ahora el reto es mantener la presencia de aquellos capitales con mayor valor añadido que ayuden a la recuperación del sector. La financiación, centrada en el crédito bancario, ya está recuperándose, pero

ahora la meta es mantener un exhaustivo control de riesgos y procesos, y buscar nuevas alternativas que permitan diversificar las fuentes. La gestión debería cerrar el ciclo, para ayudar a generar valor en los activos de forma proactiva. En este aspecto, el objetivo es alcanzar un alto grado de profesionalidad, asunto en el que, según más de un 50% de los encuestados, debería mejorarse.

Aunque algunos protagonistas cuentan ya con la fortaleza y la capacidad de impulsar la recuperación del sector inmobiliario, solo una alianza entre inversores que apuesten por el valor añadido, equipos de gestión profesionalizados, y entidades financieras que devuelvan su apoyo y que ofrezcan financiación prudente podrá ayudar al sector inmobiliario a recuperar la senda de la sostenibilidad, y su contribución al desarrollo económico y social. Todos ellos deberían unirse en la búsqueda de una visión seria de la demanda real, presente y futura, para cada una de las tipologías de inmuebles, con el objetivo de desarrollar nuevos proyectos o de impulsar aquellos más complicados de absorber por el mercado mediante la creación de valor. 2015 ofrece, por tanto, la oportunidad de construir los cimientos sólidos de un nuevo modelo en el sector inmobiliario que garantice su desarrollo paulatino en los próximos años. //

LAS CLAVES DEL SECTOR INMOBILIARIO

El equipo de Real Estate de KPMG en España hemos analizado la situación del mercado inmobiliario a partir de nuestro conocimiento y experiencia con el fin de compartir los aspectos clave para el inicio de la recuperación del sector. Los siguientes nueve capítulos exponen y profundizan en cada una de estas claves, tomando como referencia la encuesta realizada y la reflexión posterior llevada a cabo en diez mesas redondas con algunos de los principales directivos de algunas de las compañías más relevantes y entidades vinculadas al sector. //

// IMPRESCINDIBLE:



ESTE MOMENTO NOS OFRECE UNA OPORTUNIDAD DE REFLEXIÓN PARA LA TRANSFORMACIÓN DEL MODELO DE NEGOCIO HACIA UNO BASADO EN LA CREACIÓN DE VALOR Y EN LA DEMANDA REAL, ALINEANDO CAPITAL + FINANCIACIÓN + GESTIÓN, ESTABLECIENDO SINERGIAS ENTRE LOS SUMANDOS, EVITANDO QUE FUNCIONEN DE MANERA INDEPENDIENTE PARA QUE GARANTICEN UN CRECIMIENTO SOSTENIBLE EN LOS PRÓXIMOS AÑOS.

DEBERÍA DARSE UN MAYOR NIVEL DE PROFESIONALIZACIÓN DEL SECTOR A TRAVÉS DE LA ESPECIALIZACIÓN POR TIPOS DE PRODUCTO Y LOCALIZACIÓN, QUE PERMITA DAR VALOR AÑADIDO A LOS ACTIVOS SUSTENTADO EN ATENDER A LA DEMANDA REAL.

LOS DOS PROTAGONISTAS TRADICIONALES DEL MERCADO ESPAÑOL, LAS COMPAÑÍAS INMOBILIARIAS Y LAS NO INMOBILIARIAS PERO CON PRESENCIA EN EL SECTOR, HAN DADO PASO A UN COMPLEJO ELENCO DE PROTAGONISTAS QUE HAN LLEGADO DE FORMA DESORDENADA AL MERCADO Y POR RAZONES MUY DIVERSAS.

AUNQUE ALGUNOS PROTAGONISTAS CUENTAN YA CON LA FORTALEZA Y LA CAPACIDAD DE IMPULSAR LA RECUPERACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO, SOLO UNA ALIANZA ENTRE INVERSORES QUE APUESTEN POR EL VALOR AÑADIDO, EQUIPOS DE GESTIÓN PROFESIONALIZADOS Y ENTIDADES FINANCIERAS QUE OFREZCAN FINANCIACIÓN PRUDENTE PODRÁ AYUDAR AL SECTOR INMOBILIARIO A RECUPERAR LA SENDA DE LA SOSTENIBILIDAD Y SU CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL.

1 INMOBILIARIAS QUE RENACEN Y BANCOS QUE SE TRANSFORMAN

LA NUEVA REALIDAD DEL SECTOR TRAS EL PERIODO DE REFINANCIACIONES

57%

De los encuestados del sector financiero cree que el grueso de las reestructuraciones del sector ya ha concluido

En 2007 el sector inmobiliario en España alcanzó la cima tras aproximadamente diez años de escalada. A partir de ahí, también inició un descenso que arrastró consigo a gran parte del empleo y el crecimiento del país.

Desde 1997, el número de empresas dedicadas a la promoción, compraventa, alquiler o administración de inmuebles se fue incrementando alentado por el buen comportamiento macroeconómico de España, el crecimiento demográfico y la disponibilidad de liquidez y crédito a bajos tipos de interés. El precio de la vivienda aumentó, según el Banco de España, alrededor de un 150% en términos nominales hasta 2007, año en el que las empresas del sector facturaron más de 105.000 millones de euros.

La radiografía del sector que se hace hoy es bien distinta. Las compañías inmobiliarias tradicionales han visto reducida su cifra de negocio a casi a la mitad y las entidades financieras, a su vez, se han convertido en un protagonista del mercado al haber tenido que asumir en sus balances buena parte de los activos de compañías con dificultades para hacer frente a sus deudas.

En estos siete años, el sector inmobiliario no solo ha recibido el impacto de la crisis económica y del pinchazo

de la burbuja, sino que también ha vivido un complicado proceso de refinanciaciones que le ha llevado a un nuevo punto de partida. Una compleja reestructuración del sector que podría resumirse en tres fases que parten de la mirada confiada del principio de la crisis y que acaban en la asunción de una realidad concluyente (Fig. 1).

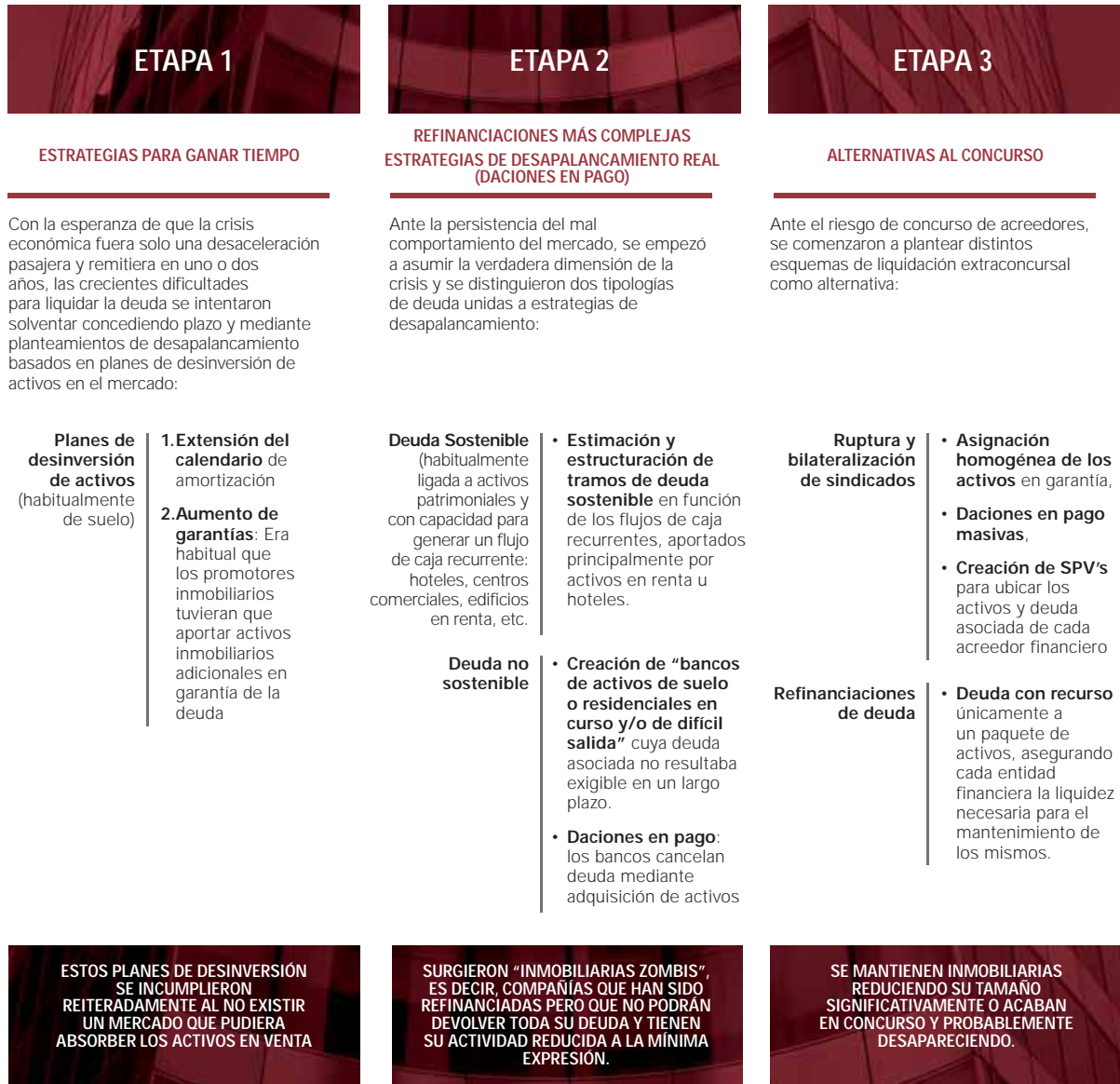
ESTRATEGIA DE FUTURO

En 2015 parece que el panorama en el sector inmobiliario está despejándose. El grueso de las empresas ya han convivido entre la segunda y la tercera fase de reestructuración del sector, fundamentalmente en la tercera o bien se encuentran inmersas en un concurso de acreedores que, según apuntan las estadísticas, les llevará probablemente a su desintegración (el 95% de las empresas en concurso de acreedores en 2013 en España acabó en liquidación), o adelgazadas al máximo tras experimentar liquidaciones extraconcursoales que han reducido sus balances.

Los bancos, por otra parte, están enlazando estrategias novedosas con otras recogidas de crisis anteriores y han concentrado sus esfuerzos en potenciar o vender sus plataformas de ventas de activos y recuperación de deuda, así como sus carteras de deuda con garantía hotelera y de préstamos promotores (deuda secured).

FIGURA 1. ETAPAS DE LA REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO EN ESPAÑA

De la mirada confiada del principio de la crisis a la asunción de una realidad concluyente



// IMPRESCINDIBLE:

Han finalizado la mayoría de los procesos de refinanciaciones en los que estaban insertas la mayoría de compañías inmobiliarias.

El sector financiero tendrá que escoger entre dos estrategias:

- Operaciones de corte financiero orientadas a maximizar caja y resultados en el corto plazo.
- Estrategias inmobiliarias: recuperación del valor en el largo plazo.

En ese punto nos encontramos. De cara a 2015, la mayoría de los encuestados (77%) para este informe considera que aún queda mucho por hacer en cuanto a refinanciaciones; sin embargo, si observamos las respuestas específicas de los encuestados del sector financiero, testigos en primera fila de los procesos, observamos que no comparten el diagnóstico: casi seis de cada diez encuestados creen que el grueso de estos procesos en el sector está concluyendo. Ahora las inmobiliarias que renacen y los bancos que se transforman deberán escoger las estrategias que marcarán el paso del mercado en los próximos años. //

LA CIFRA DE NEGOCIO DE LAS COMPAÑÍAS INMOBILIARIAS TRADICIONALES SE REDUJO CASI A LA MITAD ENTRE 2007 Y 2012¹

¹Instituto Nacional de Estadística

// LAS CLAVES del experto



El nuevo panorama del sector inmobiliario se definirá en los próximos años en base a las estrategias que escojan dos de los principales jugadores del mercado actualmente. Por un lado, las empresas inmobiliarias supervivientes, que se enfrentan al reto de convertirse en las sólidas inmobiliarias del futuro. Sus nuevos planes estratégicos tendrán que adaptarse a un mercado que ha cambiado y en el que los precios, en determinados activos y localizaciones, no acaban de despegar.

Por su parte, el sector financiero, convertido involuntariamente en un gigante inmobiliario, aún se encuentra en el proceso de decidir qué tipo de estrategia seguirá para rentabilizar los activos en sus

balances. Las opciones son fundamentalmente dos y ya se están dejando entrever en el mercado:

- Algunas entidades están optando por monetizar en el corto plazo el gran volumen de activos inmobiliarios que atesoran en sus balances. El objetivo, en este caso, es generar liquidez y/o un resultado positivo en el corto plazo mediante operaciones de corte financiero con la venta de paquetes de deuda o activos, sobre todo, a fondos de inversión.
- Otras están más dispuestas a aguantar los activos en sus balances el tiempo que sea necesario con el fin de maximizar su valor y están comenzando a desarrollar estrategias pura-

mente inmobiliarias enfocadas en el largo plazo. Los equipos encargados de estos proyectos, que han de estar formados por profesionales del Real Estate, tendrán la misión de analizar en profundidad la cartera de activos disponible y buscar la mejor estrategia para cada uno de ellos, incluyendo el desarrollo de nuevas promociones o el arrendamiento. Las entidades que opten por esta segunda opción podrían asociarse con promotores inmobiliarios locales y que gocen de su confianza, por su solvencia financiera y capacidad demostrada de gestión, para poner en valor activos de suelo y ejecutar nuevos desarrollos inmobiliarios. //

Por Luis García Laynez, socio de Deal Advisory, Restructuring de KPMG en España.

En términos de refinanciación, ¿queda aún mucho por hacer en el sector inmobiliario?

- No sabe—3%
- No—26%

Sí—71%

Resultados por sector

- No sabe—3%
- No—20%
- Sí—77%

- No—19%
- Sí—81%

- No sabe—9%
- No—18%
- Sí—73%

- No—51%
- Sí—49%

- Sí—100%



CI

Compañías
inmobiliarias



NI

Compañías
no inmobiliarias



IN

Inversores



EF SA

Entidades financieras
+ Sareb



SP

Sector público

2/ REFINANCIACIONES VS CONCURSOS

¿QUÉ HA PRESERVADO VALOR?

El sector inmobiliario ha sido destinatario casi en exclusiva de las medidas adoptadas por los poderes públicos en los últimos dos años, pero no antes, para aliviar la carga financiera de las empresas y hacer fluir de nuevo el crédito. Ya en 2012, las primeras acciones legislativas acometieron reformas en materia de deuda hipotecaria, vivienda, reestructuración de deuda y alquiler social, en respuesta al crecimiento exponencial de las ejecuciones hipotecarias desde el comienzo de la crisis.

Las siguientes reformas buscaron el apoyo a emprendedores y empresarios, estableciendo mecanismos de negociación extrajudicial de deudas ("segunda oportunidad" - "fresh start") que anticipaban las reformas en materia pre-concursal y concursal de 2014.

Y es que 2013 registró una cifra récord de concursos de acreedores declarados cercana a los 10.000, de los que un 25% correspondía a empresas relacionadas con el sector inmobiliario. Ese año, la tasa de concursos concluidos en liquidación alcanzó el 95%, lo que evidenciaba la falta de eficacia de la normativa concursal como medio para dar continuidad a las empresas en crisis. El tercer gran grupo de medidas

62%

De los encuestados opina que la Ley Concursal no ha sido un mecanismo útil para la viabilidad empresarial

legislativas se destinaron a la reestructuración de la deuda empresarial para contribuir al saneamiento de empresas que, aunque muy "apalancadas", eran consideradas como "productivas".

Lo cierto es que la realidad del sector inmobiliario no tiene mucho que ver con la productividad, sino con las posibilidades de puesta en valor de los activos para su venta, con compradores, y con el acceso a la financiación para afrontar dichas compras. La falta de compradores, de visibilidad sobre la duración de la crisis, de liquidez y financiación, y la diferencia en la percepción del precio de los activos entre comprador y vendedor hicieron que más del 80% de las empresas del sector inmobiliario declaradas en concurso en 2013 terminaran en liquidación.

A pesar del altísimo número de concursos declarados en los últimos años la tasa de insolvencias en España, de acuerdo con los datos del Banco de España, sigue siendo reducida en comparación con los países de nuestro entorno. Ello se debe, en parte, a que tradicionalmente los acreedores han escogido soluciones alternativas como son el concurso, las ejecuciones de garantías principalmente hipotecarias, y la renegociación de sus deudas. Una voluntad de

LA FALTA DE COMPRADORES, DE LIQUIDEZ Y DE VISIBILIDAD SOBRE LA DURACIÓN DE LA CRISIS, ENTRE OTROS FACTORES, HICIERON QUE MÁS DEL 80% DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR INMOBILIARIO DECLARADAS EN CONCURSO EN EL AÑO 2013 TERMINARAN EN LIQUIDACIÓN

acuerdo que, no obstante, se ha topado con la rigidez de la normativa y con ciertas indefiniciones legales.

/ SEGURIDAD JURÍDICA Y REFORMA CONCURSAL

Para dotar de seguridad jurídica y dar respaldo legal integral a los procedimientos de reestructuración empresarial, el RDL 4/2014 introdujo mecanismos como el blindaje de los acuerdos de refinanciación, la posibilidad de “arrastré” de acreedores disidentes y la homologación judicial de los acuerdos alcanzados, así como del refuerzo de los beneficios relativos al “fresh money”; medidas que fueron replicadas en sede de concurso a través de la reforma operada por el

Real Decreto 11/2014. En cuanto a la potenciación de soluciones traslativas del concurso a través de la venta de las unidades productivas de empresas insolventes, la Ley Concursal vuelve a recoger la práctica judicial e incorpora soluciones legales a los vacíos normativos existentes. El nuevo régimen legal busca dotar las ventas de unidades productivas de seguridad jurídica y flexibilizar su consecución, para no desincentivarlas. El interés de los inversores se ha evidenciado en concursos tan recientes como, por ejemplo el del Grupo Blanco o el del Grupo Neoelectra, procedimientos en los que KPMG ha actuado como Administrador Concursal. //

// IMPRESCINDIBLE:

Incremento de acuerdos entre empresas deudoras y entidades financieras para alcanzar soluciones alternativas al concurso.

Las distintas reformas legislativas operadas en el año 2014 dotan de mayor seguridad jurídica y eliminan la rigidez normativa que hasta la fecha dificultaba la adopción de los acuerdos de refinanciación.

En sede concursal, se fomenta la consecución de convenios y soluciones traslativas, que fomentan la viabilidad de empresas insolventes, creando escenarios de gran interés económico para nuevos actores (ej. fondos de inversión), sin embargo, las especiales características del sector inmobiliario hacen que estos procesos le sean poco aplicables.

// LAS CLAVES del experto



Cuando se habla del sector inmobiliario hay que distinguir entre activos patrimoniales, residenciales y suelos. La financiación asociada a dichos activos puede ser bilateral por activo y/o, en el caso de sociedades inmobiliarias que adquirieron otras sociedades inmobiliarias, financiación sindicada corporativa con garantía de activos.

Un activo patrimonial (oficinas, centros comerciales, etc.) genera rentas, por lo que las variables de ocupación y precio de alquiler son determinantes en la generación de caja y, por tanto, en las posibilidades de repago de la deuda asociada. El tiempo y la evolución positiva de variables macro (consumo, empleo, etc.), afectan a la mejora de sus flujos de caja y por tanto al valor de los activos, por lo que son activos refinanciables y con gran interés para inversores.

Desde el punto de vista del promotor o tenedor de los activos residenciales, la liquidez de éstos ha estado ligada al precio del producto final y a la necesidad de financiación de los compradores. La mejora de la economía, la reactivación del crédito hipotecario, el *equity* de los compradores, y la adaptación al mercado del precio y del importe de la hipoteca subrogada han permitido su venta, poco a poco, durante estos años. Esta venta se ha realizado en muchos casos a través de la red de oficinas del acreedor bancario que previamente había adquirido los inmuebles al promotor o se los

había adjudicado en pago de deuda. Tanto los activos patrimoniales como los residenciales podrían no haber necesitado procesos concursales y la realidad es que, en los primeros años de la crisis, muchos de estos activos terminaron en el balance de las entidades financiadoras, mediante negociaciones entre deudor y acreedor, más rápidas y menos lesivas para ambos. Desde el punto de vista del comprador de vivienda, por el contrario, sí ha sido clave el ordenamiento jurídico, aunque quizá tardío, en materia de deuda hipotecaria, vivienda, reestructuración de deuda y alquiler social.

El principal problema del sector radica en los suelos financiados a precios crecientes en los años anteriores a la crisis. El exceso de oferta de vivienda en relación con la demanda, la necesidad de invertir en los suelos para continuar su desarrollo y la falta de financiación, el retraso en la promoción de dichos suelos que debería ir ligada a la demanda real, y el precio último de la vivienda han afectado a la valoración de los suelos y por tanto de su deuda asociada. Los inversores son pocos y los procesos concursales de sociedades tenedoras de suelos van abocados a una liquidación que, si fuera posible, debería ser ordenada porque los procesos de liquidación en subasta, dado que no existe realmente precio para estos activos, solo tienen un efecto perverso para deudor y acreedor, con recuperaciones mínimas para estos últimos.

Mi conclusión es que los procesos concursales en el sector, desde el punto de vista empresarial, no han sido efectivos para la recuperación del mismo. Sin embargo, en los casos en que las sociedades han acudido con tiempo al concurso por un problema de no generación de caja de los activos y de incapacidad para atender gastos fijos directamente ligados a la actividad (IBIS, nóminas, seguridad, etc.), éste ha permitido evitar, en muchos casos, responsabilidades personales de directivos y ha favorecido un cierto orden para la adjudicación y compra de activos con garantía para los acreedores.

Los acuerdos extra-concursales, la creación de sociedades inmobiliarias tenedoras de activos adjudicados por parte de las entidades financieras, la lenta puesta en valor de activos residenciales mediante el alquiler con opción a compra, la creación de Sareb y de socimis están siendo el motor de la dinamización de sector impulsado por la recuperación y las políticas de liquidez del BCE.

En todo caso, a la luz de nuestra experiencia en procesos relevantes concursales y de refinanciación del sector, entendemos que en todo este proceso de saneamiento cobra un papel esencial el asesoramiento profesional y especializado, independiente y objetivo sobre los valores y la capacidad de generación de caja de los activos. //

Por **Ángel Martín**, socio de Deal Advisory responsable de Restructuring de KPMG en España, Europa, Oriente Medio y África (EMA).

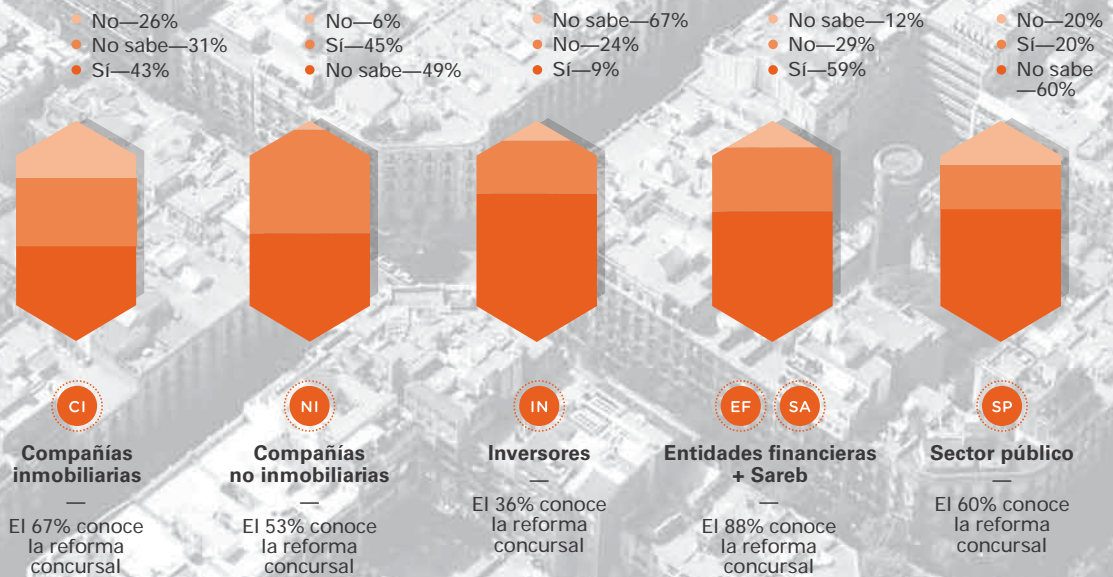
Respecto a la Reforma concursal Real Decreto-Ley 11/2014 de 5 de septiembre de Medidas Urgentes en Materia Concursal, ¿piensa que favorecerá la continuidad de mayor número de sociedades con actividad inmobiliaria viables?

- No—20%
- No sabe—41%

Sí—39%



Resultados por sector



3 EL DESPERTAR DE LA BANCA Y LA LLEGADA DEL DIRECT LENDING

HACIA UN MODELO DE FINANCIACIÓN MÁS DIVERSIFICADO

+27%

La financiación alternativa a la bancaria representa en España el 27% sobre el total, frente a mercados como el francés en el que supone el 55% de la financiación

La financiación bancaria ha sido, tradicionalmente, la fuente que ha nutrido de crédito al tejido empresarial español. En los años previos a la crisis, con tipos de interés muy bajos y gran cantidad de liquidez accesible, todos los sectores, y especialmente el inmobiliario y el constructor, apoyaron su crecimiento sobre este tipo de financiación: según datos de un reciente informe de BBVA Research¹, los créditos relacionados con estas actividades (crédito vivienda, crédito a la construcción y crédito a promotores inmobiliarios) llegaron a suponer en 2008 el 60% del total del crédito a OSR (sector privado) en España.

Sin embargo, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los principios tradicionales en la concesión de crédito se resquebrajaron y el sistema financiero español tuvo que hacer frente a un fuerte proceso de reestructuración que, sumado a las altas tasas de morosidad y a los nuevos requerimientos de capital, obligó a las entidades a revisar sus políticas y a desarrollar mecanismos de crédito más restrictivos y selectivos. Así, los

préstamos bancarios a compañías no financieras descendieron un 56% pasando de los más de 900.000 en 2008 a menos de 400.000 en 2013-2014.

Ante la menor disponibilidad de crédito bancario, las compañías inmobiliarias se vieron obligadas a diversificar sus fuentes de financiación y a buscar vías alternativas, un proceso en el que, en el caso de las empresas de menor tamaño, aún siguen insertas. Esta transformación forma parte de un proceso natural de desbancarización, espoleado por la gran crisis financiera, que podría traducirse a medio plazo en un incremento notable de las fuentes alternativas de financiación desde el 27% sobre el total actual hasta cifras más similares a las de mercados como el francés en el que representa el 55% de la financiación.

En este sentido, y aunque a lo largo de este proceso la financiación bancaria continuará siendo fundamental para el desarrollo del sector inmobiliario en España, existen otras opciones que están ganando peso como alternativas. Como ejemplos, fondos interesados bien

¹Zurita, Jaime; La reforma del sector bancario español hasta la recuperación de los flujos de crédito, mayo de 2014.



en compañías en *distressed*, bien en situación de normalidad (tanto en *equity* como en deuda) o fondos de *direct lending* o financiación directa a empresas.

Desde abril de 2013 y, tras la mejoría de la percepción de España y la recuperación de la confianza por parte del mercado exterior, los fondos internacionales han comenzado a protagonizar

EL 100% DE LOS ENCUESTADOS PARA ESTE INFORME HA SEÑALADO QUE PARA REIMPULSAR LA ACTIVIDAD DEL SECTOR HARÁN FALTA EL DIRECT LENDING, LA INVERSIÓN DE FONDOS Y LA FINANCIACIÓN BANCARIA

// IMPRESCINDIBLE:

La financiación bancaria continuará siendo relevante para el desarrollo del sector inmobiliario en España. El reto es que los proyectos viables encuentren financiación mientras los riesgos se mantienen acotados.

Las compañías inmobiliarias tienen margen para abrirse a vías alternativas de financiación. El *direct lending* se convertirá en una alternativa interesante en el futuro.

operaciones en España y se han sumado así a los principales actores nacionales, prueba de su voluntad de posicionarse en un mercado que consideran atractivo.

Las ventajas del *direct lending* radican en su flexibilidad, puesto que adaptan el crédito al caso concreto de la empresa y el sector, en su disponibilidad para entrar en proyectos con relación préstamo-valor (loan to values o LTV, parte que cubre como garantía el préstamo) más elevados y un pago único al finalizar la operación. En contrapartida,

sus precios son más elevados que los bancarios y las cláusulas legales más restrictivas en caso de que se incumpla el plan de pagos estimado en la financiación.

Las Administraciones Públicas, además, suman esfuerzos para empujar el funcionamiento de estas vías alternativas de financiación a través de normativas como la recientemente aprobada Ley de Sociedades de Capital Riesgo, que, en particular, se centra en la regulación de la inversión colectiva y el capital-riesgo. //

// LAS CLAVES del experto



El sector bancario continuará el despertar de su letargo inmobiliario en 2015 durante el que su actividad se centrará, como ya ha empezado a observarse en 2014, en activos en renta, fundamentalmente centros comerciales y oficinas, así como en promoción, aunque en menor medida. No obstante, las entidades financieras deberán tener en cuenta su pasado a la hora de afrontar el futuro.

Tras años en los que era práctica habitual financiar con *loan to values* muy elevados e incluso aportar fondos para la adquisición de suelos, el reto es volver a un sistema en el que los proyectos viables y solventes encuentren el capital necesario para su desarrollo mientras los riesgos se mantienen acotados. Para esta nueva etapa sería

deseable recuperar las viejas prácticas en las que el suelo era aportado por el promotor y el crédito se concedía únicamente para la construcción. A esto habría que añadir un análisis exhaustivo del proyecto, cierto grado previo de comercialización, y el respaldo de un empresario profesional y con cierto recorrido.

Además de la financiación bancaria tradicional, que comienza a estar disponible, los empresarios deben conocer otras alternativas que les permitan desarrollar proyectos que, por su estructura, riesgos, apalancamiento o flexibilidad, sean más adecuados para otros perfiles inversores. Antes de decantarse por una u otra opción, las compañías han de valorar sus ventajas e inconvenientes, como la flexibilidad o el margen de negociación

cuando surgen dificultades con los pagos. Los fondos de *direct lending* también han de hacer sus deberes si quieren convertirse en una alternativa fuerte y real, desarrollando productos que aporten ventajas añadidas y que justifiquen el pago de retornos superiores.

Por otro lado, aunque la recuperación ya ha llegado a los activos inmobiliarios más consolidados, ahora el desafío es que alcance al conjunto del sector mediante el desarrollo de proyectos con valor añadido. Para ello, es necesario potenciar acuerdos entre los diferentes actores del mercado: los bancos, que vuelven a financiar proyectos; los fondos, que están aquí para aportar capital, y los gestores, que den el valor añadido que permita atender a la demanda. //

Por Gonzalo Montes, socio de Deal Advisory, Restructuring de KPMG en España.

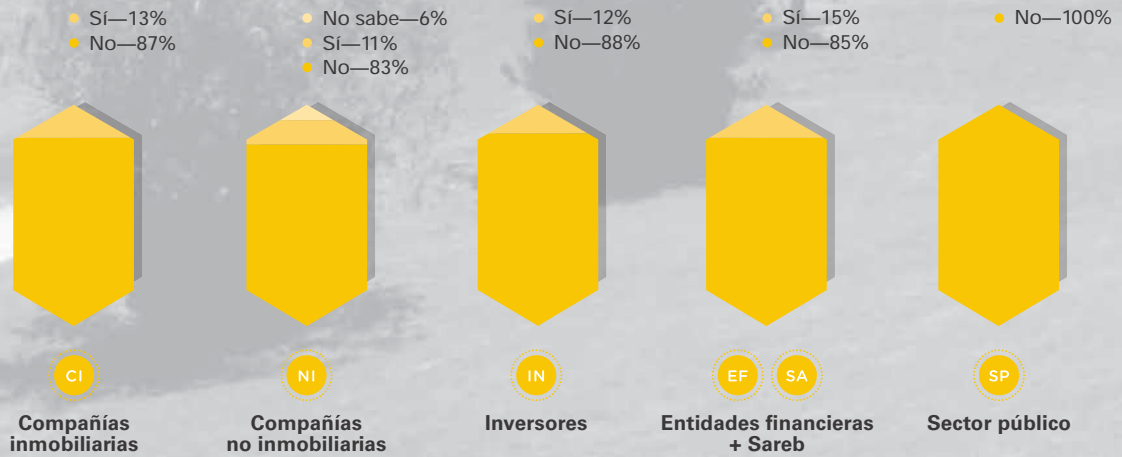
¿Sería repetible un modelo de financiación del negocio inmobiliario altamente apalancado similar al de los años anteriores a la crisis?

- No sabe—2%
- Sí—12%

No—86%



Resultados por sector





4 VALOR AÑADIDO, OPORTUNISTAS Y CONSERVADORES

EL NUEVO CÓCTEL DEL MERCADO DE TRANSACCIONES

El inmobiliario fue el sector escogido por dos de los mayores fondos de inversión internacionales en el verano de 2013 para inaugurar una nueva era en el mercado transaccional español. A pesar de que un año atrás España caminaba al borde del rescate, con una prima de riesgo en máximos históricos, la desaparición del peligro de abandonar el euro o de una posible intervención, la progresiva estabilización macroeconómica, un marco legal y fiscal con cierta seguridad y la sensación de que los precios estaban cerca de niveles mínimos de ciclos anteriores y, por lo tanto, tocando suelo, devolvieron a los mercados internacionales la confianza en las posibilidades del país que, desde entonces, ha consolidado su atractivo para la inversión mundial. Las altas rentabilidades en los productos de inversión comparadas con algunos de los principales mercados europeos como Londres, París o Berlín,

8.500

La inversión inmobiliaria en activos en rentabilidad se dobló entre 2013 (3.756 millones de euros) y 2014 (8.500 millones de euros)

unidas a una baja rentabilidad en los mercados de renta fija, provocaron un "efecto llamada" que arrancó un huracán inversor que hoy sigue girando en estas latitudes.

España se ha convertido así en el país de la oportunidad (por lugar y por tiempo): un 94% de los encuestados para este informe aseguran que España es un país atractivo para las inversiones inmobiliarias y los datos son concluyentes. Mientras que en 2012 el mercado transaccional inmobiliario español se vio menguado hasta reducirse a un 20% de lo que fue en sus máximos, la tendencia se ha revertido. Y lo que es mejor: los inversores internacionales siguen apostando por España. Para 2015 se prevé un mercado desordenado en el que múltiples actores de distintos perfiles de inversión desarrollen operaciones de calado con el objetivo de posicionarse en sus activos de preferencia.

UN CRECIENTE NÚMERO DE COMPETIDORES SE ESTÁN VIENDO OBLIGADOS A BUSCAR NUEVOS ÁNGULOS DE NEGOCIO INMOBILIARIO FOCALIZÁNDOSE EN ESTRATEGIAS DE CREACIÓN DE VALOR

/ DIVERSIDAD DE INVERSORES Y ESTRATEGIAS

Con el riesgo país controlado y un aparentemente excelente binomio riesgo retorno comparado con otros países europeos, España podría seguir siendo un mercado de oportunidad del que "nadie quiere quedarse fuera".

Los fondos oportunistas fueron los primeros en llegar sobre la premisa de que los precios podrían estar tocando fondo, aunque tras casi dos años activos están comenzando a sondear otros países como Italia. Los fondos de valor añadido son las caras nuevas que han llegado para quedarse. El 71% de los encuestados opina que este tipo de capitales inversores son los que mayor protagonismo acapararán en el mercado y un 83% asegura que ahora es el mejor momento para su desem-

barco en España. Conocidos así porque están dispuestos a realizar cambios de uso en los inmuebles e invertir con el objetivo de añadir valor a los activos, sus estrategias, más largoplacistas, pueden contribuir determinadamente a la recuperación del sector durante los próximos siete u ocho años.

En paralelo, los inversores core tradicionales –fundamentalmente capital privado nacional y extranjero procedente sobre todo de Latinoamérica y Asia, mutualidades y compañías de seguros - que han ido protagonizado operaciones de inversión selectivas durante los años de crisis cuando los fondos extranjeros se encontraban en una posición de "esperar y ver", siguen sondeando el mercado en busca de productos de corte conservador,

// IMPRESCINDIBLE:

El mercado español continuará siendo atractivo para los inversores nacionales e internacionales por *capital values* atractivos y variables país y tiempo. Los fondos de inversión internacionales deberán buscar nuevas estrategias de valor, dado el tamaño del mercado y la escasez de activos *prime*. Entrará capital de perfil de inversión de valor añadido.

Especialización de los vehículos de inversión (principalmente socimis).

Operaciones complejas, de gran volumen y con un gran componente de deuda.

Prudencia en la gestión de una economía aún fría y un capital con mucha presión para invertir.

sacrificando rentabilidad a cambio de seguridad en la transacción.

El panorama ha dado un vuelco: con nuevos actores dispuestos a invertir, la competencia por adquirir los activos de mayor calidad está garantizada y crece en intensidad, en paralelo a los precios. Según los encuestados, las viviendas terminadas para primera residencia bien localizadas en zonas con demanda real, las oficinas en *zona prime* y los locales comerciales en calles principales serán los que

mayor incremento registrarán tanto en el número de transacciones como en su capital value en los próximos cinco años.

El interés se centra, pues, en los activos más *prime*; pero, ante la evidencia de que España es un mercado mediano y que los verdaderos activos premium son escasos, los valores transaccionales empiezan a superar las expectativas. En contrapartida, las rentabilidades descienden. ¿Cuál será la reacción de estos nuevos actores? //

// LAS CLAVES del experto



A pesar de las buenas perspectivas en cuanto a la consolidación de la recuperación de las operaciones transaccionales inmobiliarias, persisten riesgos en España que aún es necesario atajar. Entre las principales preocupaciones que manifiestan los inversores, se encuentra la incertidumbre política y regulatoria, a la que se suma una economía real que despegue muy lentamente y que sigue reteniendo el desarrollo de una demanda real sostenible. Solo una estrategia coordinada como país que consiga enmendar estas inquietudes podrá salvar el riesgo de que los inversores no consigan los retornos esperados y que giren su mirada hacia nuevos horizontes.

Otro asunto es el cambio de estrategia que deberán asumir los principales inversores si quieren consolidar y aumentar sus inversiones en España. El atractivo del mercado continúa siendo indudable, pero nos encontramos ante

un mercado de tamaño pequeño; de ahí que muchos inversores se vean obligados a seguir estrategias multiproducto, con un número limitado de activos de mayor calidad para adaptarse a esta nueva realidad. En ella, un creciente número de competidores se están viendo obligados a buscar nuevos ángulos de negocio inmobiliario para obtener retornos atractivos, centrándose en estrategias de creación de valor y fabricando su propio producto principal para que después, y en base a su planificación de salida, estos activos puedan ser vendidos a *yield buyers* o inversores *core*.

Se prevé que tendrán que transcurrir entre 5 y 8 años para que se recuperen los valores capital. Este es el principal atractivo para los fondos puramente inmobiliarios que están entrando en España, los cuales están aplicando estrategias de valor añadido, y una de cuyas principales razones para invertir es

buscar localizaciones con demanda real actual y potencial que cuenten con valores capital en mínimos históricos de mercado. El margen de equivocación manejando bien estas dos variables es muy reducido y el *upside* es defendible.

La reactivación del mercado aún es volátil y hay que ser prudentes. El volumen alto de operaciones es real pero la compresión de *yields* que se están viendo atiende más a una falta de alternativas (producto) que a una mejora de los fundamentales de la demanda y de la economía.

El mercado español es pequeño y el flujo de capital está apostando claramente por dos variables: país y *timing*, con una recuperación de la demanda real que aún no acompaña. ¿Cómo gestionar bien estas tres variables? Probablemente la clave está en la prudencia. Ese debe ser nuestro reto a corto y medio plazo. //

Por Ignacio Faus, socio responsable de Deal Advisory de KPMG en España.

¿Qué perfil de inversor ganará más protagonismo en el mercado de inversión inmobiliaria español?

- No sabe—3%
- Conservador—6%
- Oportunista—20%

De valor añadido—71%



Resultados por sector

- Conservador—8%
- Oportunista—10%
- De valor añadido—82%



CI

Compañías inmobiliarias

- No sabe—4%
- Oportunista—30%
- De valor añadido—66%



NI

Compañías no inmobiliarias

- Conservador—15%
- Oportunista—24%
- De valor añadido—61%



IN

Inversores

- No sabe—5%
- Conservador—5%
- Oportunista—16%
- De valor añadido—74%



EF SA

Entidades financieras + Sareb

- De valor añadido—100%



SP

Sector público

5/ LOS AÑOS DORADOS DE LAS SOCIMIS

HACIA UN MODELO DE INVERSIÓN INDIRECTA

9

De cada 10 encuestados aseguran que en 2015 seguirá llegando nuevo equity a las sociedades de vehículos inmobiliarios

La inversión directa ha "colocado", tradicionalmente, la mayoría del capital que circulaba en torno al sector inmobiliario en España. Pero desde hace cinco años el sistema cuenta con una nueva figura jurídica que está revolucionando el panorama inmobiliario y que ha empezado a atraer fondos hacia una inversión indirecta que va ganando en atractivo para ciertos perfiles de inversor. Atrás quedan estructuras como las entidades dedicadas al arrendamiento de viviendas o los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria que pierden fuelle respecto a la alternativa de moda.

En 2009 nació en España el régimen de socimi (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) con objetivos como impulsar el mercado del alquiler en España elevando su

profesionalización, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria, incrementar la competitividad en los mercados de valores españoles y dinamizar el mercado inmobiliario. La idea era, sin duda, atractiva en la teoría, pero en la práctica su acogida fue tímida. La enmienda del Gobierno llegó tres años después: la revisión normativa realizada en 2012 consiguió flexibilizar los requisitos de constitución y permitió la cotización de estas sociedades no solo en el Mercado Continuo, sino también en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que ofrece unas condiciones de acceso más flexibles. Este fue el inicio de los que podrían considerarse los años dorados de las socimis.

Sus ventajas son variadas, pero se concretan en un régimen fiscal favorable

que les exige de pagar el Impuesto sobre Sociedades. A cambio, han de cumplir unos requisitos legales pensados para garantizar la función que se les otorga: fomentar el alquiler y favorecer la inversión a largo plazo. Así, el 80% de sus ingresos han de provenir del alquiler de los activos que gestionan, unos inmuebles que están obligadas a mantener en cartera al menos tres años. Además, el reparto de dividendos ha de ser de, al menos, el 80% de los beneficios obtenidos.

En España, se espera que a corto plazo ya sean diez las socimis cotizando. Y las previsiones apuntan a que estos vehículos continuarán ganando peso: la mayoría de los encuestados para este informe se muestra convencido de que las socimis serán en los próximos cinco años uno de los dos principales actores del mercado; además de que nueve de cada diez aseguran que, en 2015, seguirá llegando nuevo *equity* a las sociedades de vehículos inmobiliarios. En el último año, desde grandes entidades financieras, pasando por fondos de inversión y familias con patrimonio

inmobiliario, han expresado su deseo de aglutinar sus activos bajo el paraguas de una socimi: a la existencia de carteras de activos atractivas para la compra y la posibilidad de captar fondos para realizar desarrollos inmobiliarios, se suma la fiscalidad ventajosa que aportan.

El imparable avance que han sufrido en la última década los Real Estate Investment Trusts (REITs), la figura internacional semejante a las socimis,

LAS OPERACIONES CADA VEZ TIENEN UN COMPONENTE MÁS FINANCIERO Y SON MÁS COMPLEJAS LO QUE ESTÁ PROVOCANDO LA ENTRADA DE NUEVOS PROTAGONISTAS

// IMPRESCINDIBLE:

España se moverá basculando de un mercado basado en un modelo de inversión directa a otro más basado en la inversión indirecta.

El imparable avance que han sufrido en la última década los REITs, la figura internacional semejante a las socimis, avala la tesis de que, en España, a estas figuras aún les queda mucho recorrido.

ava la tesis de que, en España, a estas figuras aún les queda mucho recorrido. Nacieron en Estados Unidos en la década de los 60 y, desde entonces, se han expandido alrededor del mundo. Según la European Public Real Estate Association (EPRA), 37 países contemplan hoy en sus legislaciones figuras similares a los REIT, y, en mercados como Francia, aun habiéndolos comenzado a regular en la década de los 2000 como España, el número de estas sociedades cotizando ya supera

la treintena. La EPRA, en su boletín de noviembre, ya reconoce el importante impulso que está tomando el mercado de REITs en España.

La experiencia internacional también apunta a que los inversores minoristas serán los próximos en beneficiarse de sus ventajas: su rentabilidad es bastante previsible, al conocerse con antelación los activos que gestionan, y el mercado del alquiler español se ha caracterizado, hasta ahora, por su estabilidad. //

// LAS CLAVES *del experto*



El mercado inmobiliario español está evolucionando de un modelo basado en la inversión directa a otro en el que gana importancia la inversión indirecta. La mayor estabilidad económica en España así como el cambio legislativo de 2012 impulsaron la creación de socimis y, ahora, ante el volumen de los fondos levantados en los últimos meses, se espera que su papel crezca en relevancia en los próximos años.

Además, comparativamente con la crisis anterior, estamos asistiendo en los últimos meses a un mercado más complejo e innovador en el que el componente más financiero, normalmente derivado del protagonismo de la deuda, está haciendo que entren nuevos actores. Esto se está traduciendo en prácticas casi inusitadas en nuestro mercado: toma de control y desinversión de los antiguos FII (Fondos de Inversión Inmobiliaria), venta masiva de sus plataformas de gestión tanto de activos como de deuda, venta de deuda garantizada tanto con promociones inmobiliarias como con activos de

terciario (hotelero, CC, etc.), compañías aseguradoras prestando dinero a través de los bancos, etc.

Ante este nuevo mercado nos encontramos, en el otro lado, a los grandes fondos o private equity globales que están operando directamente y a las nuevas socimis que albergan, en algunos casos, a esta misma tipología y, en otros, a inversores institucionales. En paralelo al aumento del número de socimis, está comenzando a producirse una especialización y profesionalización del sector similar a lo ya acontecido en otros países y a la evolución vivida en los fondos de inversión. Así, en el futuro, las socimis mutarán sus características: su tamaño será mayor y se especializarán en la gestión de determinados activos, como viviendas, oficinas o centros comerciales.

En España las socimis ya han tenido un papel protagonista en el mercado de inversión inmobiliario español del año 2014, habiendo supuesto más del 25% de las compras realizadas.

Estas cifras, sin embargo, contrastan con el volumen los activos de terciario en sus balances respecto al parque total que en estos momentos puede rondar el 2,5%.

Por ponerlo en perspectiva, nuestros colegas británicos y franceses poseen a través de estos vehículos cotizados cerca del 20% y del 9,8% del parque total respectivamente. Cifras muy elevadas con respecto a las existentes en Italia y Alemania, que rondan el 0,63% y el 1,59% respectivamente.

La experiencia internacional también apunta a que los inversores minoristas serán los próximos en beneficiarse de las ventajas de su rentabilidad. Precisamente la entrada masiva o no de éstos va a determinar el crecimiento de dichos vehículos en España.

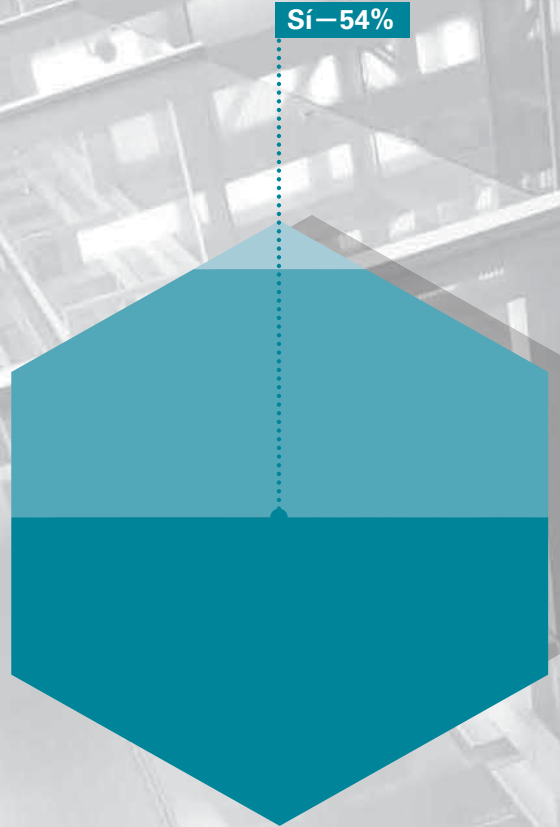
Dicho esto, es previsible que las inversiones de pequeñas compañías pierdan peso en el ámbito español ante la existencia de vehículos tan fuertes de inversión indirecta. //

Emilio Miravet, socio Deal Advisory, Corporate Finance, Real Estate de KPMG en España.

¿Cree que, en términos generales, las socimis van a ser un vehículo de inversión en bolsa interesante para minoristas?

- No sabe—8%
- No—38%

Sí—54%



Resultados por sector

- No sabe—10%
- No—44%
- Sí—46%



CI

Compañías inmobiliarias

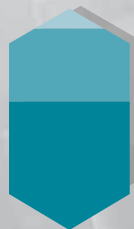
- No sabe—11%
- No—30%
- Sí—59%



NI

Compañías no inmobiliarias

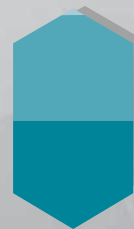
- No sabe—9%
- No—33%
- Sí—58%



IN

Inversores

- No sabe—3%
- Sí—48%
- No—49%



EF SA

Entidades financieras + Sareb

- No—40%
- Sí—60%



SP

Sector público



6/ ROTACIÓN DE AUDITORES Y CAMBIOS EN EL RECONOCIMIENTO DE INGRESOS

NOVEDADES QUE IMPACTAN AL SECTOR

Las demandas de mayor transparencia y responsabilidad en las actuaciones de las empresas son cada vez más fuertes por parte de la sociedad, reguladores y grupos de interés. En este sentido, las autoridades europeas aprovecharon el periodo de reflexión abierto tras la crisis para aprobar una reforma del mercado de auditoría en la Unión Europea que, según palabras de Michel Barnier, ex-comisario europeo de mercado interior, pretende “reestablecer la confianza de los inversores a través de

2016

Antes del 17 de junio de 2016 deberá producirse la aplicación efectiva del nuevo marco regulatorio

la información financiera, un ingrediente esencial para el crecimiento de las inversiones y la economía en Europa”.

El nuevo marco regulatorio aprobado en abril de 2014 consta de una Directiva -que deben trasponer los Estados miembros- y un Reglamento cuya aplicación efectiva deberá producirse antes del 17 de junio de 2016. La normativa afectará a las Entidades de Interés Público (PIEs, por sus siglas en inglés o EIP en castellano), que



incluye, entre otras, a las empresas que tengan valores cotizados en un mercado regulado.

En España, el Consejo de Ministros aprobó el 26 de diciembre el Anteproyecto de Ley de Auditoría de Cuentas que, además de trasponer la Directiva, regula las distintas opciones que

permite la normativa comunitaria. Esta propuesta normativa está previsto que se tramite en el Parlamento durante el primer semestre de este año. Entre sus novedades, se establece la rotación obligatoria de los auditores de cuentas de las EIP cada diez años, con un periodo transitorio en función de la antigüedad del actual auditor. También

// IMPRESCINDIBLE:

Las compañías tendrán que replantearse los servicios que contratan con las firmas de servicios profesionales, ante la llegada de una nueva Ley de Auditoría.

La NIIF 15 implica un gran cambio en cómo y cuándo se reconocen los ingresos, con importante impacto en el sector inmobiliario y de la construcción.

LA NIIF 15, QUE REGULA CÓMO Y CUÁNDO RECONOCER UN INGRESO, ENTRARÁ EN VIGOR EN ENERO DE 2017

aumentan las restricciones ya existentes en cuanto a los servicios distintos de la auditoría que el auditor puede prestar, y se limitan los honorarios por estos servicios distintos de la auditoría, que no podrán superar el 70% de los obtenidos por la auditoría legal. También refuerza el protagonismo de la comisión de auditoría de las EIP, que deberán contar de forma obligatoria con esta comisión o una similar que asuma las funciones que se establecen legalmente en la normativa sobre Sociedades de Capital.

// NUEVA NIIF15

Por otro lado, en el ámbito de la información financiera, una nueva norma sobre reconocimiento de ingresos

ordinarios, la NIIF 15, entrará en vigor en enero de 2017. La mayoría de los encuestados (54%) aseguraba no conocerla, ni el impacto que tendrá en el sector inmobiliario, pero su influencia llegará en forma de cambios en el reconocimiento, registro y desglose de las obligaciones contractuales y su adecuada identificación en los contratos formalizados por terceros para la entrega de bienes y servicios, y en el reconocimiento de los costes para la obtención de contratos y su cumplimiento.

La NIIF 15, publicada a mediados de 2014 por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB, por sus siglas en inglés) y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera de Estados Unidos (FASB, por sus siglas en inglés), regula, de forma general, cómo y cuándo reconocer un ingreso, y además proporciona criterios de aplicación práctica en diferentes situaciones, como por ejemplo en los casos de reconocimiento de ingresos en contratos de construcción basados en el grado de avance del proyecto, relevante en el sector inmobiliario. //

// LAS CLAVES *del experto*



El nuevo marco regulatorio de auditoría en la UE tendrá un amplio alcance en Europa y su desarrollo en España afectará a las empresas de interés público y a las firmas que presten servicios profesionales. Los cambios dirigidos a reforzar la calidad de las auditorías, fortalecer el gobierno corporativo e incrementar la transparencia y contenido de la información financiera que utilizan los mercados son positivos, aunque el nuevo marco aprobado abre bastantes opciones

y margen de aplicación a cada Estado miembro, por lo que existe el riesgo de que se genere un complejo mosaico normativo en Europa ante el que las compañías inmobiliarias deben estar atentas para evitar incumplimientos.

En materia de información financiera, todas las compañías se verán afectadas por la nueva NIIF 15 sobre ingresos ordinarios, y tendrá especial relevancia en los sectores inmobiliario y de la construcción por ser habitual realizar

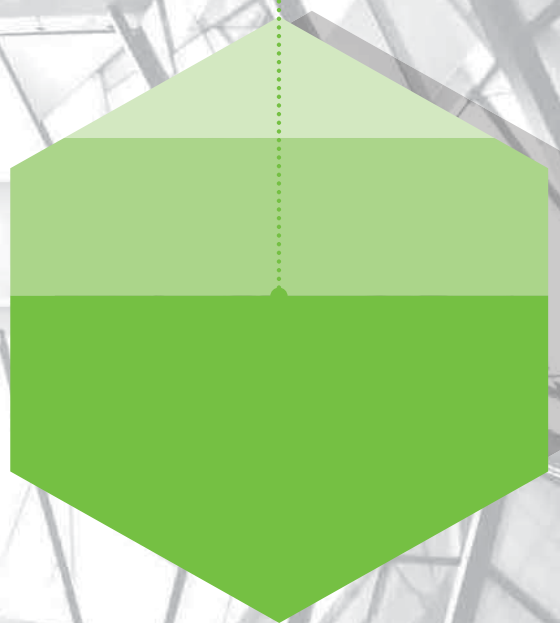
operaciones de venta de productos y servicios de una forma combinada o participar en proyectos a largo plazo. Su impacto no se limita al ámbito contable sino que es mucho más amplio y alcanza diferentes niveles en la organización: desde el ámbito fiscal, pasando por las comunicaciones con los mercados financieros, los controles internos o la gestión de proyectos. Por eso, es importante que las compañías inmobiliarias realicen una correcta evaluación de su impacto. //

Tomás López de la Torre, socio responsable de Real Estate en el área de Auditoría de KPMG en España.

Próximamente entrará en vigor la nueva Norma sobre Reconocimiento de Ingresos, ¿conoce usted las implicaciones para su organización?

- No—20%
- Sí—26%

No conoce la norma—54%



Resultados por sector

- No—23%
- Sí—28%
- No conoce la norma—49%



CI

Compañías inmobiliarias

- No—15%
- Sí—36%
- No conoce la norma—49%



NI

Compañías no inmobiliarias

- Sí—18%
- No—27%
- No conoce la norma—55%



IN

Inversores

- No—15%
- Sí—20%
- No conoce la norma—65%



EF SA

Entidades financieras + Sareb

- No—20%
- Sí—20%
- No conoce la norma—60%



SP

Sector público

7 MÁS ALLÁ DE LOS TIPOS

LOS CAMBIOS SUSTANCIALES QUE TRAERÁ LA REFORMA FISCAL AL SECTOR INMOBILIARIO

43%

De los encuestados considera que el sistema soporta una presión fiscal superior a la de países del entorno

Una de las grandes reformas que ha llevado a cabo el Gobierno de España dentro de sus medidas de cambio estructural para la recuperación económica ha sido la reforma fiscal, en vigor desde el 1 de enero de 2015. La nueva legislación contempla cambios en cuatro impuestos fundamentales: el Impuesto de Valor Añadido (IVA), que principalmente ha sufrido retoques de carácter técnico y algunos otros de gran importancia (posible renuncia a la exención en supuestos de prorrata); el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), en el que, entre otras medidas, han variado los tipos y la tributación de algunas rentas correspondientes a activos antiguos (eliminación de coeficientes de abatimiento), aunque no su estructura básica; el Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR), que ha sufrido pocos cambios, aunque alguno de calado; y el Impuesto sobre Sociedades, el único que ha experimentado una remodelación total con la aprobación de una ley nueva.

Preguntados acerca de la fiscalidad que sostiene el sector inmobiliario, el 43% de los encuestados para este informe han afirmado que el sistema soporta una presión superior a la de países del entorno. Respecto al impacto potencial de la reforma fiscal, la valoración es positiva en relación al Impuesto sobre Sociedades, pues un 35% espera que

resulte beneficiosa, frente a un 21% que augura un impacto negativo; no sucede lo mismo con el resto de impuestos, ante los que un tercio vaticina que les afectarán negativamente.

Una de las principales novedades de la nueva Ley del Impuesto sobre Sociedades es la bajada del tipo impositivo, que se hará en dos fases: del 30% de 2014 al 28% en 2015 y hasta el 25% en 2016. El sector inmobiliario, como el conjunto de las compañías españolas, tendrá que adaptarse a este nuevo gravamen, pues solo las entidades de crédito seguirán sujetas al tipo anterior del 30% (algunas del sector de hidrocarburos reducirán su tipo del 35% al 30%).

Además, con la reforma surgen otras cuestiones relevantes que le afectarán. Por un lado, han entrado en vigor cambios en la consolidación fiscal, ya que sociedades españolas del mismo grupo pero participadas por sociedades extranjeras, así como filiales españolas de grupos españoles poseídas a través de otras extranjeras, también formarán parte de los grupos de consolidación en el Impuesto sobre Sociedades.

Por otro lado, se ha limitado la aplicación de bases imponibles negativas, que ya se había acotado en los últimos años, pero que ahora se establece en el 70%



a partir de 2017 (60% en 2016, siendo variable el porcentaje en 2015 en función de las circunstancias de cada sociedad). Así, a modo de ejemplo, si una empresa cuenta con un beneficio de 100 en 2017 solo va a poder compensar las bases imponibles negativas por el mayor entre un 70% y un millón de euros. A su vez, la reforma ha eliminado la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios: mientras que antes una compañía que vendía un activo fijo con una plusvalía y lo reinvertía pagaba un tipo efectivo del 18%, ahora tendrá que abonar el tipo general (28% este 2015).

EL CÁLCULO DE LA BASE IMPONIBLE SOBRE UNOS VALORES CATASTRALES QUE HOY SUPERAN EL VALOR DE VENTA IMPLICA EN LA PRÁCTICA QUE, EN OCASIONES, EL IMPORTE A PAGAR SUPERE AL DE LAS GANANCIAS ESPERADAS

// IMPRESCINDIBLE:

Cada sociedad deberá analizar el impacto de la nueva Ley del Impuesto sobre Sociedades, en función de sus características y condicionantes concretos.

Existen modificaciones en el sistema tributario que requerirán replanteamientos en las estrategias de algunos inversores internacionales.

La venta de una sociedad inmobiliaria, por el contrario, podrá estar exenta de tributación. Otro de los cambios que afectará al sector inmobiliario es que los deterioros de los activos fijos ya no van a ser deducibles en el momento de la dotación, con independencia de que pueda ser posteriormente deducible bien mediante amortización o por realización de la pérdida fuera del grupo.

En relación a las novedades en el IRNR, se han restringido los casos en los que es posible establecer un vehículo para

evitar el pago impositivo en España cuando una compañía abona un dividendo a una sociedad establecida en la Unión Europea.

Por último y, más allá de los impuestos mencionados, la reforma fiscal no ha entrado a modificar el sistema de impuestos autonómicos y municipales, que, en la práctica, supone que para desarrollos inmobiliarios similares se exijan tributos diferentes según el territorio en que, dentro de España, se lleva a cabo la actividad. //

// LAS CLAVES del experto



La reforma fiscal es un paso adelante respecto a las normas transitorias vigentes en los últimos años. Es verdad que la bajada en los tipos del Impuesto sobre Sociedades tendrá efectos positivos en el sector inmobiliario; no obstante, otras medidas como la ampliación de la base imponible (eliminación de la deducibilidad de deterioros) y la eliminación de la deducción por reinversión de beneficios extraordinarios impactarán también entre otras a empresas constructoras e inmobiliarias y han de llevar a una reflexión cuidadosa de su impacto. Es más, algunos inversores internacionales tendrán que replantear sus inversiones y el modo en el que las financian.

Los cambios en la consolidación fiscal podrán afectar a grupos nacionales o internacionales que, por motivos diversos (existencia de inversores minoritarios o interés por no mezclar negocios dispares como alquiler o compraventa, por ejemplo), hayan deseado hasta

ahora consolidar sólo algunas de sus sociedades presentes en España. También se asoma un problema de ámbito práctico: los grupos internacionales han de tener totalmente identificadas el conjunto de sociedades que, en caso de querer formar un grupo de consolidación fiscal, han de integrarse en él.

Por otra parte, la limitación en el uso de base imponible negativa podrá provocar situaciones en las que una compañía con elevadas pérdidas en ejercicios pasados se vea obligada a pagar impuestos por no poder compensarlas.

En cuanto a la aplazada reforma de la fiscalidad autonómica y municipal, el mercado demanda que, de forma urgente, se convierta en una prioridad para la Administración con el objetivo de unificar modelos y acotar interpretaciones subjetivas. Más inmediato si cabe es atajar las indeseadas consecuencias que, ante un gran cambio

en el escenario económico, está teniendo en ciertas operaciones inmobiliarias la interpretación que se aplica a la plusvalía municipal.

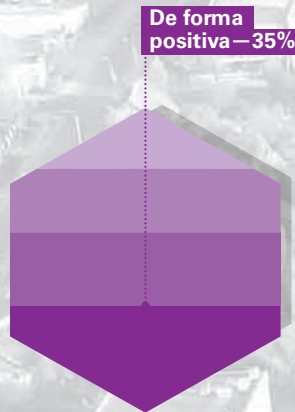
El hecho imponible de este tributo (el que ha de desencadenar su pago) es que se produzca un incremento de valor de los terrenos urbanos desde la fecha de compra, algo que, de facto, no se está produciendo actualmente en algunas transacciones. A esto se suma que el cálculo de la base imponible sobre unos valores catastrales que hoy superan el valor de venta implica en la práctica que, en ocasiones, el importe a pagar supere al de las ganancias esperadas. Las consecuencias de estas desviaciones no se han hecho esperar: ya se han frustrado operaciones ante tales expectativas y ya hay sentencias en los tribunales superiores de justicia que eximen del pago ante la inexistencia del hecho imponible por no existir incremento de valor. //

Alberto Estrelles, socio del Área Fiscal de KPMG Abogados responsable de Real Estate.

¿De qué forma cree que les va a impactar la reforma tributaria en los siguientes aspectos?

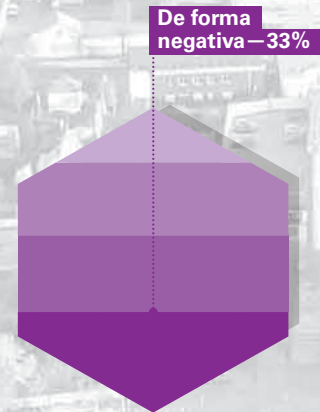
—La reforma del Impuesto sobre Sociedades

- No sabe—19%
- De forma negativa—21%
- Sin impacto significativo—25%



—La reforma del resto de Impuestos

- De forma positiva—18%
- Sin impacto significativo—24%
- No sabe—25%



Resultados por sector

- No sabe—5%
- De forma negativa—20%
- De forma positiva—31%
- Sin impacto significativo—44%



Compañías inmobiliarias

- No sabe—21%
- De forma negativa—21%
- Sin impacto significativo—22%
- De forma positiva—36%



Compañías no inmobiliarias

- Sin impacto significativo—15%
- No sabe—12%
- De forma negativa—30%
- De forma positiva—43%



Inversores

Resultados por sector

- No sabe—8%
- De forma positiva—10%
- De forma negativa—33%
- Sin impacto significativo—49%



Compañías inmobiliarias

- Sin impacto significativo—17%
- De forma positiva—19%
- No sabe—28%
- De forma negativa—36%



Compañías no inmobiliarias

- De forma positiva—18%
- Sin impacto significativo—18%
- No sabe—21%
- De forma negativa—43%



Inversores

- Sin impacto significativo—17%
- De forma negativa—17%
- De forma positiva—26%
- No sabe—40%



Entidades financieras + Sareb

- No sabe—20%
- Sin impacto significativo—20%
- De forma positiva—60%



Sector público

- Sin impacto significativo—11%
- De forma negativa—20%
- De forma positiva—20%
- No sabe—49%



Entidades financieras + Sareb

- Sin impacto significativo—20%
- De forma negativa—20%
- De forma positiva—60%



Sector público

8 / LOS RETOS DEL SECTOR PÚBLICO

FLEXIBILIDAD Y EMPATÍA PARA UNA GESTIÓN EXITOSA DE SU PATRIMONIO

6.500

En 2013 el Gobierno analizó 6.500 desarrollos legislativos y detectó que 2.700 de ellos estarían afectando a la unidad de mercado por obstaculizar el libre acceso y/o ejercicio de las actividades económicas

Entre 2013 y 2015, más de 15.000 inmuebles propiedad del Estado se habrán puesto en el mercado si se cumplen las previsiones del Programa para la puesta en valor de los activos inmobiliarios del Estado, aprobado por el Gobierno en junio de 2013. Los ingresos esperados en este periodo ascienden a 150 millones de euros, 50 millones por año, aunque el primer balance del programa estima que ya en 2013 no se alcanzaron los objetivos previstos: de los 2.922 inmuebles en venta, solo 1.381 lograron adjudicarse, por un importe total de poco más de 41 millones de euros, el 82% de los ingresos previstos, según datos de la Dirección General del Patrimonio del Estado.

Sirva esta iniciativa como ejemplo del esfuerzo que está realizando el Gobierno para mejorar la gestión del

patrimonio público; pero los encuestados para este informe reclaman ir más allá ante el excepcional momento que vive el mercado inmobiliario español. Tres cuartos de los consultados reconocen que existe margen de mejora significativo en la optimización del uso del patrimonio público y un 94% cree que las Administraciones Públicas deben adaptar sus procesos para llevar a cabo una desinversión exitosa de sus activos patrimoniales.

Esta adaptación que reclaman pasa por enfocarse en las exigencias de las inversiones en el sector, cuyas características han cambiado durante la crisis, así como del nuevo tipo de inversor que, en los últimos años, gana peso en España y seguirá ganando en el futuro: el extranjero. Según datos

LAS REFORMAS NORMATIVAS QUE FLEXIBILICEN Y AGILICEN PROCESOS Y PERMITAN CAMBIOS EN LOS USOS DEL SUELO A PETICIÓN DEL INVERSOR QUE VAYA A EFECTUAR EL DESARROLLO SON OTRAS DE LAS PRINCIPALES DEMANDAS

del Banco de España, la inversión extranjera en inmuebles alcanzó en 2013 su máximo nivel en nueve años (6.453 millones de euros), y las últimas estimaciones de DBK, filial de Informa D&B, señalaban que en 2014 se habría alcanzado la cifra de 7.000 millones, el doble que en 2009. Los encuestados para este informe señalan como los principales obstáculos en la enajenación del patrimonio público las barreras regulatorias y/o burocráticas (40%)

y los precios de salida alejados del mercado (33%).

Otra de las demandas unánimes del sector inmobiliario hacia las Administraciones Públicas es la necesidad de poner coto a la disparidad legislativa existente en España, que entorpece y ralentiza los procesos y que incide en el desarrollo inmobiliario a través de las diferentes normas estatales, autonómicas o locales, relativas no

// IMPRESCINDIBLE:

Convendría introducir cambios encaminados a flexibilizar los procesos de desinversión de los activos inmobiliarios públicos para facilitar el acceso de los inversores, especialmente de los internacionales.

Se están dando pasos para acabar con la complejidad normativa que rige en España, lo que facilitará la inversión privada. Resultará asimismo importante que el sector público impulse los procesos con agilidad desde una perspectiva práctica.

solo al urbanismo sino también a otros ámbitos como el medioambiental.

En este sentido, las Administraciones Públicas también se han puesto manos a la obra: en paralelo a la aprobación de la Ley de Garantía de Unidad de Mercado, que precisamente tiene como objetivos recuperar un mercado único español integrado en el mercado europeo y evitar la fragmentación del mercado nacional, en noviembre de 2013 el Gobierno impulsó un plan de racionalización normativa. Se analizaron 6.500 desarrollos legislativos, de los que 2.700 se consideró que estarían afectando a la unidad de mercado por obstaculizar el libre acceso y/o ejercicio de las actividades económicas, de las que aproximadamente un 30% eran estatales y un 70%

de rango autonómico. No obstante, aún hay margen para reducir la brecha entre la visión de las Administraciones Públicas y la del sector privado. Igualmente, la propia práctica administrativa tendría que evolucionar hacia una mayor agilidad y efectividad en las tramitaciones.

La crisis económica, como no podía ser de otra manera, también ha incidido en la forma en la que la regulación y la actuación administrativa impactan en el sector. De ahí que las reformas normativas que flexibilicen y agilicen procesos y, más concretamente, permitan cambios en los usos del suelo a petición del inversor que vaya a efectuar el desarrollo, sean otras de las principales demandas que se escuchan en los últimos tiempos. //

// LAS CLAVES del experto



En el mercado inmobiliario va calando en los últimos años la sensación, acrecentada por la necesidad de consolidación fiscal, de que aún existe un gran recorrido en la optimización de la gestión y enajenación del patrimonio público. Sin duda, existen inmuebles públicos atractivos para un mercado que se observa con gran interés. Sin embargo, se aprecia a veces una cierta falta de flexibilidad y preparación para evitar barreras burocráticas a fin de que la inversión resulte atractiva. Ello ha podido influir en que algunos procesos de desinversión no se hayan ejecutado o no lo hayan hecho con los resultados esperados. El nuevo perfil de inversión, fruto de la crisis económica, y el carácter internacional de buena parte de los inversores que hoy se intere-

san por el mercado inmobiliario español tienen, sin duda, mucho que ver en esto.

El sector público español no debe perder la oportunidad que presenta el atractivo inicial que tienen los activos inmobiliarios en España, especialmente para los grandes inversores internacionales. No obstante, es necesario un cambio de percepción y de actuación administrativa hacia una mayor comprensión de las necesidades de los inversores, sin por ello renunciar a la salvaguarda del interés público y de la libre competencia. Más bien al contrario. En las demandas de aquellos confluyen las tradicionales relativas al incremento de la certidumbre y la seguridad jurídica junto con otras de tipo más pedagógico. Se

trata de que el sector público se acerque a los inversores con el ánimo de despejar sus dudas y de acotar los riesgos que perciben, para realizar desinversiones patrimoniales exitosas.

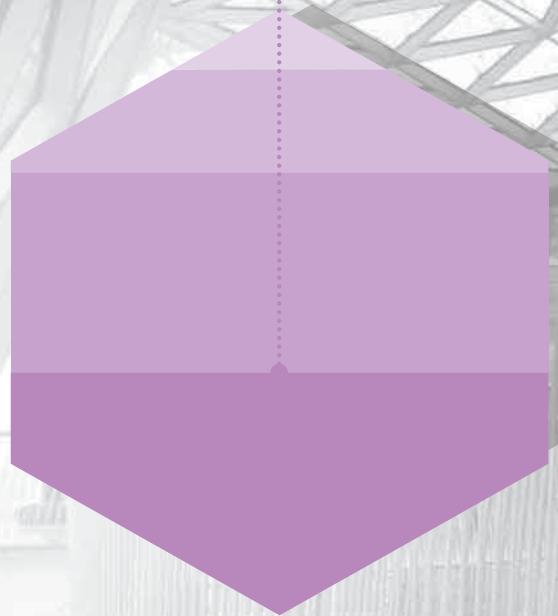
España cuenta, sin duda, con instrumentos legislativos adecuados para contribuir desde el lado público a la definitiva recuperación del sector inmobiliario. Ahora solo resta que las Administraciones impulsen los procesos con agilidad, flexibilidad, máximo rigor en el cumplimiento de trámites y plazos y, en definitiva, con una mayor sensibilidad hacia las necesidades comunes a todo tipo de inversores, contando con que estos lógicamente continúen contribuyendo a la recuperación del sector y de la economía en su conjunto. //

Jorge Aguirregomezcorta, socio del Área Legal de KPMG Abogados responsable de Derecho Urbanístico.

¿Cuál es a su juicio el motivo principal que dificulta los procesos de enajenación de inmuebles de propiedad pública excedentes?

- Otros— 10%
- Bajo atractivo de los activos— 17%
- Precios de salida alejados del mercado— 33%

Barreras regulatorias y/o burocráticas—40%



Resultados por sector

- Otros—5%
- Bajo atractivo de los activos—20%
- Barreras regulatorias y/o burocráticas—31%
- Precios de salida alejados del mercado—44%

- Bajo atractivo de los activos—8%
- Otros—13%
- Precios de salida alejados del mercado—19%
- Barreras regulatorias y/o burocráticas—60%

- Otros—15%
- Bajo atractivo de los activos—21%
- Precios de salida alejados del mercado—24%
- Barreras regulatorias y/o burocráticas—40%

- Otros—3%
- Bajo atractivo de los activos—17%
- Barreras regulatorias y/o burocráticas—31%
- Precios de salida alejados del mercado—49%

- Otros—20%
- Bajo atractivo de los activos—40%
- Precios de salida alejados del mercado—40%



CI

Compañías inmobiliarias



NI

Compañías no inmobiliarias



IN

Inversores



EF SA

Entidades financieras + Sareb



SP

Sector público

9 ALQUILERES Y REFORMAS

LAS SOLUCIONES DE LA ADMINISTRACIÓN PARA GARANTIZAR EL ACCESO A LA VIVIENDA

El derecho a una vivienda digna y adecuada se recoge en el artículo 47 de la Constitución española. Como parte de los denominados derechos económicos, tienen más el carácter de principios que de derechos propiamente dichos y su exigibilidad a las Administraciones Públicas está vinculada a lo que prescriba el ordenamiento jurídico. La Carta Magna recoge que "los poderes públicos promoverán las condiciones necesarias y establecerán las normas pertinentes para hacer efectivo este derecho".

Así, las administraciones con competencias en vivienda pública, principalmente ayuntamientos y comunidades autónomas, han ido desarrollando diferentes sistemas para llevar a la práctica este objetivo que les marca la Constitución. A través de Entidades Autonómicas o Municipales de Vivienda se ha procedido al desarrollo de viviendas con diferentes tipos de protección, edificadas sobre suelos con diferentes orígenes, pero siempre accesibles a un valor por debajo del de mercado.

En el origen de las políticas públicas de vivienda protegida, los beneficiarios fueron personas y familias con bajos recursos económicos. Pero, debido al

2013

Desde 2013, la reforma de las competencias de los ayuntamientos en materia de vivienda ha limitado sus actuaciones en la promoción de vivienda pública a aquellas que reúnan criterios de sostenibilidad financiera

exponencial aumento de los precios de la vivienda en los años de expansión económica, personas con rentas medias perdieron también la posibilidad de acceder al mercado de vivienda libre, de forma que se les empezó a dar cabida, mediante la introducción de diversos tipos de promoción con grados de protección variable, en estas políticas.

La llegada de la crisis económica obligó a un replanteamiento en las políticas de vivienda pública. El número de viviendas cuya construcción se inició en este período disminuyó de un modo muy significativo: según datos del Ministerio de Fomento, las viviendas protegidas iniciadas cayeron desde las 97.617 en 2006 hasta las 6.489 en 2013. Durante este período, los ingresos de derecho público de las Administraciones competentes, así como los ligados al ciclo de desarrollo del suelo, experimentaron una fuerte caída, dificultando la financiación ligada a las políticas de vivienda pública. No obstante, el precio de la vivienda libre se ha reducido durante los últimos años, estrechando la diferencia que le separaba de los precios de la protegida (el Ministerio de Fomento calcula que, en el año 2006, los precios de la vivienda protegida eran la mitad



de los de la vivienda libre, mientras que en 2013, aquellos llegaron a alcanzar el 75 % de estos), de modo que se introdujeron dudas sobre la posibilidad de comercialización de determinadas promociones de vivienda con bajo nivel de protección. Adicionalmente, desde 2013, la reforma de las competencias de los ayuntamientos en materia de vivienda ha limitado sus actuaciones en la promoción de vivienda pública a aquellas que reúnan criterios de sostenibilidad financiera.

Desde el lado de la demanda, amplios sectores de las clases medias han sufrido una disminución generalizada de su poder adquisitivo, que, en la práctica, al dificultar el acceso a la financiación bancaria, habría llevado a aumentar el censo de demandantes de vivienda protegida, aunque muchos de ellos llegan a carecer, incluso, de capacidad para conseguir financiación en condiciones favorables.

Así, las condiciones del mercado libre ya se han ajustado, pero, según el

// IMPRESCINDIBLE:

Las actuaciones del sector público para promover el acceso a la vivienda tendrán dos focos:

- Impulso del arrendamiento: tanto desde el fomento de un mercado eficiente del alquiler privado como desarrollando políticas públicas.
- Rehabilitación urbana: repercusión positiva tanto económica como socialmente.

85% de los encuestados, ahora es el turno de diseñar políticas públicas de vivienda adaptadas a la nueva realidad. Los rasgos definitorios de la coyuntura económica general trascritos, junto con la evolución de los mercados de vivienda y de financiación, conducen a que el perfil de los demandantes de vivienda pública esté acercándose al de los años anteriores a la burbuja inmobiliaria. En este segmento, las dificultades para hacer frente a la compra aconsejan un replanteamiento del modelo de alquiler como referente con mayores ventajas para promotores y demandantes, así como mayores posibilidades de eficiencia y equidad para la Administración. Al mismo tiempo, la percepción de los ciudadanos sobre esta cuestión se ha visto fuertemente mediatizada por el goteo constante de noticias, no exentas de cierta carga ideológica, sobre los desahucios que muchos ciudadanos sufren cada año. //

LA COYUNTURA ECONÓMICA GENERAL, JUNTO CON LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE VIVIENDA, CONDUCEN A QUE EL PERFIL DE LOS DEMANDANTES DE VIVIENDA PÚBLICA ESTÉ ACERCÁNDOSE AL DE LOS AÑOS ANTERIORES A LA BURBUJA INMOBILIARIA.

// LAS CLAVES *del experto*



Ante el vuelco que han dado tanto el mercado inmobiliario como la capacidad de gasto de las Administraciones Públicas, estas tienen la obligación legal de resolver las situaciones de inequidad que puedan surgir. Sus actuaciones en 2015 deberían girar en torno a dos ejes fundamentales: el arrendamiento y la rehabilitación de inmuebles; pero, antes de desarrollar políticas generalizables al conjunto de la población, han de intentar priorizar las problemáticas y urgencias reales de los diferentes segmentos sociales.

Son necesarias políticas con alta capacidad de transformación que incentiven el arrendamiento a largo plazo, tanto de carácter

protegido como fomentando el desarrollo de un mercado libre y competitivo del alquiler. Para lo primero, el modelo idóneo con alto impacto a corto plazo pasaría por acuerdos con grandes propietarios inmobiliarios, para la puesta en oferta de los actuales parques residenciales pendientes de comercialización, que serían beneficiosos para ambas partes. Para lo segundo serían deseables medidas económicas y fiscales que impulsasen la inversión de particulares en la adecuación de inmuebles para su arrendamiento.

Por último, es crucial impulsar políticas de rehabilitación y regeneración urbana, cuyos costes han de

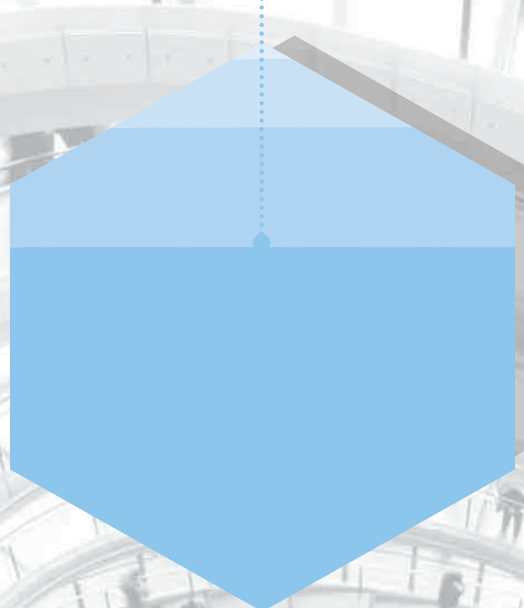
compensarse, parcial o totalmente, con importantes disminuciones de otras partidas como la sanitaria y la social. El centro de las ciudades está sufriendo un proceso paulatino de deterioro paralelo al envejecimiento de sus residentes. Para minimizar sus efectos, se requieren transformaciones que mejoren la accesibilidad de los edificios y su eficiencia energética, aspectos que repercutirán positivamente en la calidad de vida de los ciudadanos así como en el coste de mantenimiento de las viviendas. Las futuras políticas públicas de vivienda han de contribuir a impulsar este proceso de transformación en nuestras ciudades de un modo eficiente. //

Por **Cándido Pérez**, socio responsable de Infraestructuras, Transporte, Gobierno y Sanidad de KPMG en España.

¿Cree que las empresas municipales de vivienda y organismos autónomos similares han de reorientar de alguna manera su actividad atendiendo a las últimas modificaciones legislativas como la Reforma Local y a la situación actual del mercado inmobiliario residencial?

- No, el modelo vigente puede y debe mantenerse—3%
- No sabe—12%
- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—20%

Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—65%



Resultados por sector

- No, el modelo vigente puede y debe mantenerse—3%
- No sabe—5%
- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—23%
- Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—69%



CI

Compañías inmobiliarias

- No, el modelo vigente puede y debe mantenerse—2%
- No sabe—9%
- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—23%
- Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—66%



NI

Compañías no inmobiliarias

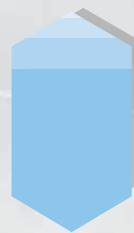
- No, el modelo vigente puede y debe mantenerse—3%
- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—21%
- No sabe—24%
- Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—52%



IN

Inversores

- No, el modelo vigente puede y debe mantenerse—3%
- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—9%
- No sabe—14%
- Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—74%



EF SA

Entidades financieras + Sareb

- Sí, han de aumentar su presencia en el mercado y/o aumentar las modalidades de vivienda social ofrecidas—40%
- Sí, han de restringir su presencia en el mercado y/o limitar las modalidades de vivienda social ofrecidas—60%



SP

Sector público

ENCUESTA Y DOCUMENTOS COMPLEMENTARIOS

El informe, su versión en inglés, y los resultados completos de la encuesta llevada a cabo para su realización están disponibles a través de este QR o en kpmg.com/es/RealEstate

La encuesta recoge las respuestas de más de 150 expertos inmobiliarios de los seis principales grupos de protagonistas del sector: compañías inmobiliarias, compañías no inmobiliarias con implicación en Real Estate, entidades financieras y Sareb, y sector público.



CONTACTOS

Javier López Torres

Socio responsable de Real Estate
de KPMG en España

91 451 30 20

flopez1@kpmg.es

Pedro Montoya Gómez-Comino

Director de Deal Advisory, Real
Estate de KPMG en España

91 456 82 67

pmontoya@kpmg.es





kpmg.es

© 2015 KPMG, S.A., sociedad anónima española y miembro de la red KPMG de firmas independientes, miembros de la red KPMG, afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), sociedad suiza. Todos los derechos reservados.

La información aquí contenida es de carácter general y no va dirigida a facilitar los datos o circunstancias concretas de personas o entidades. Si bien procuramos que la información que ofrecemos sea exacta y actual, no podemos garantizar que siga siéndolo en el futuro o en el momento en que se tenga acceso a la misma. Por tal motivo, cualquier iniciativa que pueda tomarse utilizando tal información como referencia, debe ir precedida de una exhaustiva verificación de su realidad y exactitud, así como del pertinente asesoramiento profesional.

KPMG, el logotipo de KPMG y "cutting through complexity" son marcas registradas o comerciales de KPMG International.