



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

**ENTRADA DE LOS FONDOS *DISTRESSED*  
EN EL MERCADO EUROPEO DE ACTIVOS  
TÓXICOS BANCARIOS**

Autor: Fernando Mato Picardo  
Director: Alfredo Ibáñez Rodríguez

MADRID | Marzo 2021

## Resumen del proyecto

El propósito de este trabajo es obtener un mayor conocimiento sobre el mercado europeo de venta de activos tóxicos bancarios a los conocidos fondos *distressed*, y determinar si la entrada de estos fondos de inversión fue beneficiosa para el conjunto económico y social. Comenzando por una breve introducción de la crisis financiera de 2008 y su posterior impacto en los países del sur de Europa en el año 2010, especialmente en España, se pretende establecer los precedentes para comprender la necesidad de la banca europea de mejorar sus ratios de solvencia. Como se ha podido observar a lo largo de la última década, para lograr este objetivo, desde la UE se ha hecho hincapié en la liberación por parte de las entidades bancarias de sus activos con mayor riesgo, que merman especialmente sus estados financieros, como son los Non Performing Loans (NPLs) y Real Estate Owned (REOs). Estos activos se forman por la no ejecución (retraso o impago) por parte de los consumidores de los créditos bancarios recibidos, y son denominados tóxicos ya que no generan flujos de caja y estancan las actividades operativas de las entidades. En este trabajo se estudia la evolución del número de este tipo de activos dentro del sistema financiero europeo, desde el comienzo de la crisis económica hasta nuestros días. Además, se analizan los diferentes métodos que emplean las entidades bancarias para liberar sus balances de estos activos, destacando la entrada de los fondos *distressed* (conocidos como “fondos buitres”) al mercado europeo. Posteriormente, se describen las consecuencias de la entrada de estos fondos para el mercado residencial y de deuda europeo; y se realiza un análisis para determinar si la entrada de estos vehículos inversores benefició o no al conjunto de la economía europea. Tras este análisis, se concluye que la aparición de estos fondos de inversión fue de enorme necesidad para contribuir a la mejora de la situación económica y social de los países europeos más afectados por la Crisis Económica originada en el año 2008.

## **Abstract**

The purpose of this work is to obtain a greater knowledge of the banking toxic assets market originated in South Europe during the Great Financial Crisis. A second goal of the project is to determine whether the entry of the international distressed funds was necessary to accelerate the economic recovery in Europe. Starting with an introduction to the Great Financial Crisis and its impact on Southern Europe countries in 2010, especially on Spain, the goal is to understand the origins of the need of European banks to improve their solvency ratios. As it has been observed over the last decade, in order for the financial institutions to improve their financial health, the ECB has prioritized the detachment of their most risky assets: the Non-Performing Loans (NPLs) and Real Estate Owned (REOs). These so-called toxic assets, since they do not generate cash flows for their owners and stagnate the entities' operating activities, are formed by the non-execution (delay or non-payment) of credit loans. Throughout this paper, I study the evolution of the number of these assets in the European financial system, since the beginning of the economic crisis until today. Furthermore, I discuss the different methods used by European banks to remove these assets from their balance sheets, highlighting the importance of direct sales to distressed funds. Subsequently, I analyze the main consequences of the entry of these funds for the South European residential and debt markets; looking forward to determining whether or not its presence helped to trigger the European economic recovery. It is finally concluded that the arrival of these investment funds was key to improve the economic and social situation within the European countries most affected by the Great Financial Crisis.

## **Palabras clave**

Crisis financiera, solvencia bancaria, morosidad bancaria, riesgo crediticio, activos tóxicos, Non Performing Loan (NPL), Real Estate Owned (REO), fondos oportunistas o *distressed*, deuda fallida o *distressed*.

## **Key words**

Great Financial Crisis, bank solvency, toxic assets, credit risk, Non-Performing Loan (NPL), Real Estate Owned (REO), distressed funds, distressed debt.

# ÍNDICE

<b>PARTE I: INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>1</b>
Objetivos .....	1
Metodología .....	1
Contexto .....	2
Estructura .....	2
<b>PARTE II: MARCO TEÓRICO</b> .....	<b>4</b>
Burbuja inmobiliaria y crisis financiera EE. UU. (2008) .....	4
Crisis de deuda en el sur de Europa y España (2010) .....	9
<b>PARTE III: MERCADO DE ACTIVOS TÓXICOS BANCARIOS</b> .....	<b>12</b>
Activos tóxicos: NPAs, NPLs y REOs .....	12
Tratamiento de los NPLs .....	13
Evolución de los activos tóxicos bancarios .....	16
Formas de liquidar activos tóxicos bancarios .....	21
<b>PARTE IV: FONDOS <i>DISTRESSED</i></b> .....	<b>27</b>
Definición y origen de los fondos <i>distressed</i> .....	28
Irrupción en el mercado europeo de deuda <i>distressed</i> .....	30
Influencia de los fondos en el saneamiento de la banca .....	35
Consecuencias de la entrada de los fondos en Europa .....	39
<b>PARTE V: REGULACIÓN Y PRÓXIMOS PASOS</b> .....	<b>42</b>
Regulación tras la crisis .....	42
Próximos pasos: Covid-19 .....	44
<b>PARTE VI: CONCLUSIONES</b> .....	<b>47</b>
<b>REFERENCIAS</b> .....	<b>50</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Evolución precio de la vivienda EE. UU.....	6
Figura 2: Evolución deuda EE. UU.....	7
Figura 3: Evolución NPLs EE. UU.....	8
Figura 4: Evolución de las ratios de morosidad.....	10
Figura 5: Evolución de las ratios de morosidad en la UE.....	17
Figura 6: Evolución de deuda <i>impaired</i> y <i>default</i> en la UE.....	18
Figura 7: Evolución de los volúmenes de NPLs por país de la UE.....	19
Figura 8: Reducción de la morosidad según país de la UE.....	20
Figura 9: Principales herramientas para la reducción de NPLs.....	25
Figura 10: Evolución del número de fondos <i>distressed</i> .....	29
Figura 11: Evolución de la ratio de NPLs sobre Equity en países de la UE.....	30
Figura 12: Estrategias más empleadas para la reducción de NPLs (%).....	36
Figura 13: Transacciones de NPLs realizadas en la UE.....	37
Figura 14: Volumen de transacciones de NPLs por país de la UE.....	38
Figura 15: Evolución de la ratio de morosidad tras la pandemia Covid-19.....	46

# PARTE I: INTRODUCCIÓN

## Objetivos

El objetivo de este trabajo consiste en obtener un mayor conocimiento acerca del mercado de activos tóxicos bancarios (NPLs), desarrollado en los países del sur de Europa a raíz de la Crisis Económica comenzada en el año 2008, y que tuvo como principales protagonistas a los conocidos fondos *distressed*. Como hipótesis, se plantea además que la venta de activos tóxicos por parte de las entidades bancarias a los fondos *distressed* fue necesaria para el saneamiento del sector financiero y, consecuentemente, para mejorar la situación económica europea.

Para ello, se analizarán las situaciones que llevaron al sistema bancario europeo a un estado de tremenda insolvencia, determinando los diferentes tipos de activos tóxicos generados a raíz de la crisis y que llenaron el balance de las entidades financieras. Además, se presentarán las diferentes estrategias que fueron adoptadas para la reducción del riesgo de crédito y se hará hincapié en el importante papel de los fondos oportunistas o *distressed* para el saneamiento del sistema financiero de los países del sur de Europa.

## Metodología

Para el análisis de la crisis de crédito acontecida en el sistema financiero europeo se procederá en primer lugar a desarrollar un análisis profundo de los motivos y catalizadores que originaron esta situación. Además, se explicarán las diferentes métricas empleadas por el Banco Central Europeo (BCE) para analizar el nivel de riesgo crediticio bancario y se analizará la evolución de éstas tras las diferentes medidas adoptadas para reducir la exposición de activos tóxicos. Finalmente, se tratará de entender la motivación de los fondos de inversión americanos y se evaluarán las consecuencias, tanto cualitativas como cuantitativas, de la entrada de estos inversores en el mercado europeo de deuda fallida.

Como base documental para este análisis, se seleccionarán fuentes de información fiables y adecuadas provenientes de organismos internacionales,

profesionales referentes en el sector, artículos periodísticos y revistas económicas de reputación contrastada. Todo ello nos permitirá llegar a un amplio conocimiento sobre el tema de trabajo para poder finalmente extraer conclusiones concretas y objetivas, sustentadas en hechos y opiniones de alto rigor económico-financiero.

## **Contexto**

Tras la realización de unas prácticas de verano en el departamento de *Credit Portfolio Advisory* (CPA) en el banco de inversión español Alantra (antiguo N+1), tuve un primer contacto con el mundo de la compraventa de carteras de NPLs y REOs entre las entidades bancarias españolas y los grandes fondos de inversión americanos. Durante algo más de dos meses, tuve la oportunidad de conocer de primera mano un tema de gran actualidad, que últimamente ocupa un lugar central tanto en debates políticos como en portadas de numerosos medios de comunicación.

A raíz de esta experiencia laboral nace mi interés en ampliar mi conocimiento sobre este sector que, durante los últimos años, ha generado un mercado valorado en miles de millones de euros en el sur de Europa, y más en particular en España. Además, también tenía una motivación especial en comprender y analizar las diferentes posturas existentes a favor y en contra del papel de los fondos oportunistas (denominados "buitre" por los sectores más críticos) en la recuperación económica de los países del sur de Europa.

## **Estructura**

Para la consecución de los objetivos previamente marcados, se realizará un análisis diferenciado en cinco partes principales. En primer lugar, se procederá a realizar una introducción sobre las causas de la crisis inmobiliaria norteamericana (2008) y su influencia en la posterior crisis financiera europea (2010). En segundo lugar, se definirán los diferentes tipos de activos tóxicos bancarios, las herramientas empleadas para su extracción de los balances y la evolución de las métricas de control del riesgo de crédito durante los últimos años. Más adelante, se entrará en detalle en la importante entrada de los fondos *distressed* al mercado

de deuda tóxica europea, definiendo a los principales protagonistas, su volumen de operaciones y su papel en la reducción del riesgo bancario. En cuarto lugar, se describirán las políticas de ciertos países europeos para regular el ámbito de actuación de este tipo de fondos y se realizará una referencia a la crisis del Covid-19 y su influencia en el reciente aumento de las ratios de morosidad. Finalmente, se presentarán las conclusiones del trabajo.

## **PARTE II: MARCO TEÓRICO**

La crisis económica generada en un primer momento en EE. UU. en el año 2007-2008 provocó el colapso del sistema inmobiliario americano y una consecuente enorme cantidad de créditos impagados en el balance de las entidades bancarias. Esta situación no se demoró en cruzar el Océano Atlántico y contagiar a los países del continente europeo, donde el sistema bancario de la amplia mayoría de estados se encontró fuertemente mermado. De esta manera, lo que comenzó en un principio como una crisis inmobiliaria en EE. UU. se convirtió rápidamente en una crisis financiera global sin precedentes.

El principal motivo detrás de este hundimiento recayó sobre el incontrolable aumento del riesgo crediticio debido al sobredimensionamiento del mercado de hipotecas *sub-prime* (de alto riesgo). El entorno de bajos tipos de interés fomentó el endeudamiento masivo de las familias que, ante la pasividad de las entidades bancarias, generaría una posterior burbuja inmobiliaria. Tras el estallido de ésta, la gran parte de estos créditos de alto riesgo terminaron por convertirse en impagos, dejando así a las principales instituciones bancarias con una gran cantidad de activos tóxicos en sus estados financieros.

La posterior necesidad por parte de las entidades bancarias de eliminar este exceso de “activos basura” de sus balances, unida al endurecimiento de las medidas por parte de los bancos centrales sobre el control del nivel de riesgo crediticio, fueron el origen del actual mercado de deuda *distressed* y créditos fallidos (NPLs) sobre el que se desarrolla este trabajo.

### **Burbuja inmobiliaria y crisis financiera EE. UU. (2008)**

En un entorno de bajos tipos de interés impuestos por la FED y con un nivel de precios en el sector residencial sin precedentes, en el año 2006 la economía americana se encontraba en un nivel de endeudamiento muy elevado. La amplia mayoría de la población estadounidense había decidido adentrarse en el mundo de las inversiones en Real Estate (con fines especulativos o no) motivados principalmente por la facilidad en la concesión de créditos para financiar estas operaciones.

Por su parte, las entidades bancarias ofertantes de estos créditos no dudaron en conceder financiación a particulares considerados de alto riesgo (por su baja solvencia financiera), ya que encontraron en la concesión de hipotecas una máquina de generar ingresos. El sistema empleado por los grandes bancos consistía en transformar esas hipotecas concedidas a empresas o particulares en instrumentos de deuda o bonos, de tal forma que los préstamos hipotecarios fueran financiados por inversores externos en el mercado secundario de deuda. Este proceso se denomina titulización o *securitization* en inglés.

La idea detrás de esto, creada por un famoso banquero americano llamado Lewie Ranieri, se basaba en tratar de explotar el activo más común para la amplia mayoría de la población: las residencias (Lewis, 2010). Las personas, con sus primeras hipotecas, tenían grandes cantidades de capital “encerradas” en sus viviendas; capital que podía ser comercializado en el mercado de bonos estadounidense. De esta forma, los bancos obtenían grandes ingresos derivados de las comisiones por la compraventa de estos instrumentos financieros y, además, transmitían el riesgo asociado a las hipotecas fuera de su balance.

En definitiva, mediante un producto denominado Mortgage Backed Securities (MBS), Ranieri encontró una forma de titular las hipotecas mediante la agrupación de un gran número de ellas para su posterior venta masiva en el mercado secundario de bonos. Además, estos títulos financieros debían tener una calificación crediticia otorgada por las agencias de rating, las cuales les otorgaban valores muy positivos debido a la teórica (e histórica) baja probabilidad de impago del sector hipotecario (Lewis, 2010).

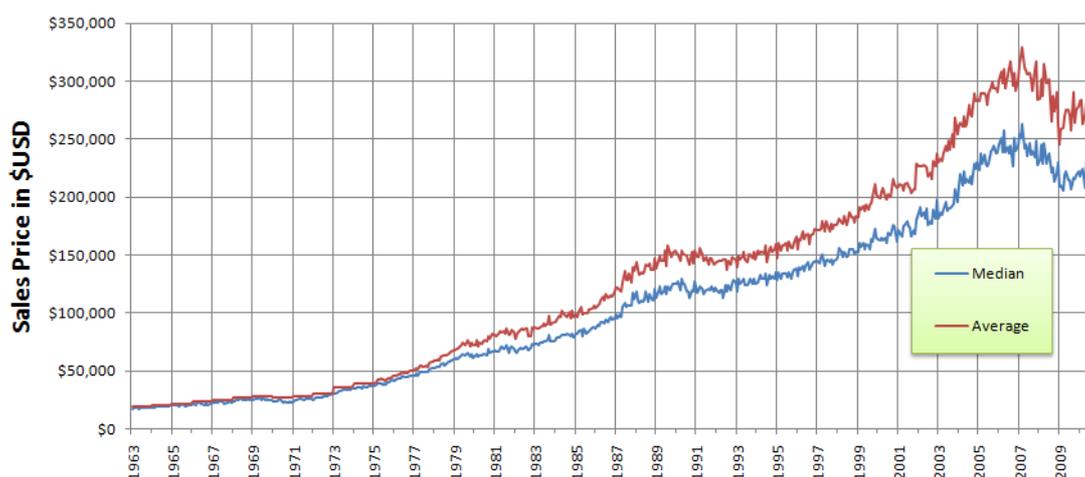
¿Qué se conseguía con esto? El propósito detrás de comercializar estos créditos era el de reducir el coste de los prestatarios que, por consiguiente, podían ofrecer sus créditos a tipos de interés más bajos a sus clientes. Mediante la comercialización de estos instrumentos de buena calificación crediticia, las entidades bancarias (suscriptores) pagaban bajos tipos de interés sobre la emisión de estas obligaciones, lo que también les permitía reducir el tipo de interés sobre las hipotecas que las conformaban (Lewis, 2010).

De esta manera, se creaba una “máquina perfecta” que proporcionaba una mayor facilidad de crédito a la clase media-baja americana que podía pagar un tipo de interés mucho menor sobre sus deudas; y a la vez se reducía la necesidad de

capital por parte de los bancos que financiaban estos activos mediante la emisión de deuda. Consecuentemente, la cantidad de hipotecas y bonos hipotecarios comercializados creció enormemente, permitiendo a las entidades bancarias lucrarse a partir de la aplicación de comisiones en cada transacción.

El único inconveniente de esta maquinaria era que solo podría mantener su funcionamiento siempre y cuando el precio de la vivienda siguiera creciendo. La carencia de riesgo de las hipotecas tenía sentido mientras el colateral que las respaldaba no disminuyera su valor, ya que entonces no se podría hacer frente a la deuda y el instrumento financiero carecería de valor. En principio, esto no suponía una amenaza para los inversores ya que el precio de la vivienda llevaba aumentando su valor año tras año durante más de cien años. A continuación, se adjunta un gráfico de la evolución del precio de la vivienda en EE. UU.

**Media y mediana del precio de venta de nueva vivienda en EE. UU. (1963 - 2009)**



Fuente: U.S Census Bureau New Sales

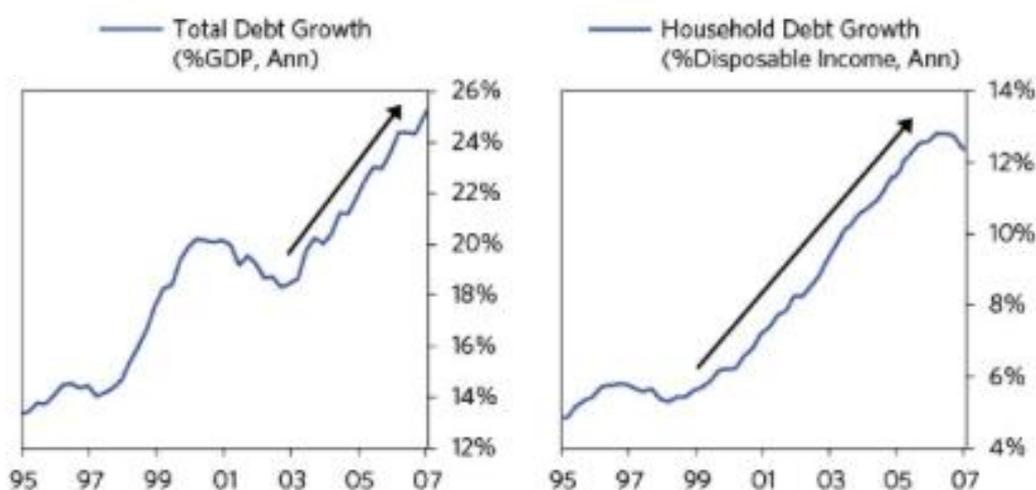
*Figura 1: Evolución precio de la vivienda EE. UU.*

Como se puede observar en la Figura 1, el precio de la vivienda en EE. UU. experimentaba una evolución positiva desde 1963, con un incremento de casi un 80% desde el año 2000. Contando con esto, y viendo el nivel lucrativo que los bancos estaban percibiendo a partir de los MBS, la concesión de créditos hipotecarios por parte de las instituciones financieras estaba a la orden del día. Comenzó a darse por hecho la capacidad de repago de los clientes y se rebajaron los requisitos de control sobre el perfil de riesgo de las personas acreditadas. Esta facilidad para percibir una vivienda sin tener que contar con ingresos suficientes

provocó que aumentara el precio de éstas a niveles desorbitados; pero mientras la tendencia alcista en el precio de las mismas no cambiase (y la historia no hacía suponer lo contrario), las hipotecas estaban seguras.

La facilidad de obtener crédito había llegado a tal nivel que incluso existían propiedades avalando varios créditos además del hipotecario (créditos al consumo, leasing...) formando instrumentos de deuda con garantía de deuda conocidos como CDOs (Collateral Debt Obligation). El ficticio aumento del precio de la vivienda que avalaban todos estos créditos había provocado un enorme aumento en el apalancamiento de la sociedad americana, tal y como puede observarse en la siguiente figura (Dalio, 2018).

#### **Evolución de la deuda de Estados Unidos (% sobre PIB y % sobre Ingresos Disponibles)**



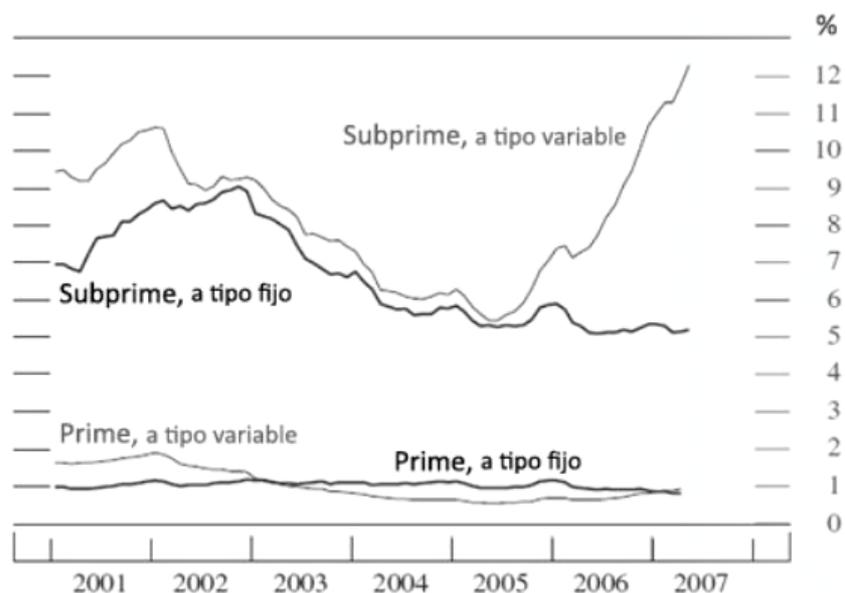
Fuente: Libro de Ray Dalio: *Big Debt Crises* (2018)

*Figura 2: Evolución deuda EE. UU.*

Inmersos en esta situación, nadie imaginó el daño que podría generarse a partir de estos instrumentos financieros hasta que, en el año 2006, el mercado residencial americano comenzó su declive. Como puede observarse en la Figura 1, tras años de rally alcista, el precio de la vivienda comenzó a caer y gran parte de las personas acreditadas (muchas a modo especulativo) comenzaron a verse en situaciones en las que sus deudas empezaban a valer más que el propio colateral que avalaba la misma. Esta situación, unida al aumento de los tipos de interés y su consecuente impacto en los créditos a tipos variables, provocó que, a partir de 2007, el número de créditos en situación de impago (NPLs) aumentara

exponencialmente y comenzara a producirse un *default* generalizado (Rallo, 2011). En la siguiente figura puede observarse este hecho.

#### Evolución de NPLs (% sobre total) en Estados Unidos según tipo de crédito



Fuente: Informe de Política Monetaria al Congreso (2011)

Figura 3: Evolución NPLs EE. UU.

Una vez estos créditos *sub-prime* entraban en la categoría de impagos, y el valor del colateral no era suficiente para refinanciar la deuda, los bonos emitidos carecían de valor, entrando en la categoría de bonos basura con alta probabilidad de entrar en *default*. Los balances de los grandes bancos se llenaron de estos activos carentes de valor, sobrepasando todos los niveles de riesgo estipulados y llegando incluso algunas entidades a quebrar. El crédito se contrajo, los activos titulizados entraron en *default* arrastrando a su vez a las CDOs y provocando la ruina de numerosos particulares que habían invertido en ellos.

Muchos factores contribuyeron a crear la burbuja inmobiliaria en EE. UU. y la recesión resultante: la oscilante política de tipos de interés de la FED, la exuberancia irracional por parte de los participantes del mercado, los pobres incentivos, la sobre dependencia a las agencias de calificación, y la complejidad de los productos que se crearon, entre otros (Hull, 2015). Todo ello supuso que el sistema financiero estadounidense colapsara y el impacto que esto iba a tener en el resto del mundo no iba a tardar en materializarse.

## **Crisis de deuda en el sur de Europa y España (2010)**

Los orígenes de esta crisis que desata la caída de Lehman Brother (septiembre 2008) y su contagio al sistema financiero global, implica a países y personas con un exceso de apalancamiento acumulando una deuda excesiva. La facilidad del acceso de Europa al crédito, a partir de unos tipos de interés más bajos que nunca, provocó la subsiguiente acumulación masiva de deuda por parte de empresas e individuos que pidieron prestado más de lo que podían permitirse. Por su parte, las entidades bancarias no sopesaron correctamente el riesgo de impago (Esposito, 2014).

Desde el año 2009, gran parte de los estados miembros de la Unión Europea, concentrados en la parte sur del continente, se encontraban envueltos en una ya constatada burbuja inmobiliaria provocada por la facilidad de acceso al crédito y el exceso de construcción de nueva vivienda. El estallido de esta situación de tremenda inestabilidad supuso la quiebra del sistema financiero europeo, que tuvo que ser rescatado por los gobiernos de los respectivos países a partir de la emisión de una inmensa cantidad de deuda pública. Además, las bajas tasas de empleabilidad existentes demandaban un exceso de gasto público financiado también mediante la emisión de deuda soberana.

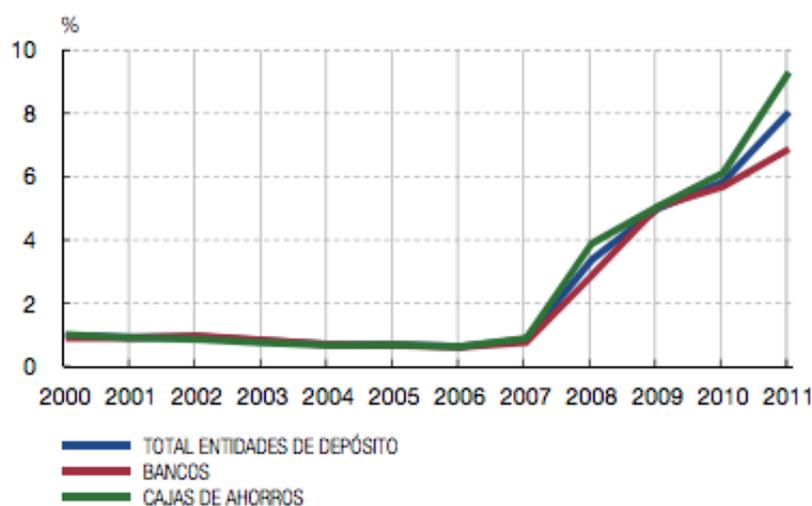
La deuda soberana de los países europeos alcanzó tal nivel, que para el año 2011, la deuda total como porcentaje de la producción económica anual se había incrementado más de un 200% para países como Francia, Italia, Grecia y España (Gobal Finance, 2013). Todo esto dejaba un horizonte muy oscuro para las economías europeas que no tardaría en traducirse en el estrangulamiento del crecimiento económico, dando lugar a una crisis más económica que financiera (comparada con la acontecida en EE. UU.) y cuya recuperación sería mucho más paulatina.

Particularmente en España, la desconfianza generalizada en el sistema financiero internacional arrastró consigo a una gran parte del sistema bancario español. Éste contaba con altos niveles de concentración del riesgo en activos hipotecarios debido al exceso de créditos al promotor otorgados durante los últimos años. De este modo, durante el periodo 2007-2011 la cartera de activos de la banca, particularmente de las Cajas de Ahorros, se llenaron de créditos

dudosos, inmuebles a medio terminar o terminados y terrenos para edificación, prácticamente sin valor de mercado (Benito Ruesga, 2013).

A continuación, observamos una gráfica de la evolución de la ratio de morosidad en España según un informe elaborado por el Banco de España (Banco de España, 2017).

#### Evolución ratio de morosidad en España según clase de institución financiera (%)



Fuente: Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria. Banco de España (2017)

Figura 4: Evolución de las ratios de morosidad

El inmediato conocimiento de esta situación en los mercados financieros supuso el rechazo a refinanciar el enorme volumen de deuda acumulada por las entidades españolas. A partir de este momento, el sector público decidió asumir el reto de sostener el sistema bancario (con el argumento de que es *“too big to fail”*), instrumentando diferentes medidas que consistieron en programas de rescate que impactaron simultáneamente en el nivel de déficit público y endeudamiento del país. La deuda española, expresada como una ratio de deuda sobre Producto Interior Bruto o PIB, pasó de tener un valor del 37% en 2007 (la más baja de la UE) a un valor de superior al 100% a finales de 2011 (Banco de España, 2017).

Este periodo, que ha pasado a la historia financiera de Occidente como una de sus épocas más grises, será la raíz del actual afán por el control del riesgo de crédito por parte de los bancos centrales y demás instituciones. Una vez entendido el contexto en el que se desarrolla el ámbito de actuación de este trabajo, en la siguiente sección se analiza la importancia que se le ha dado durante los últimos

años a la reducción y control del riesgo bancario, y al consecuente mercado de activos tóxicos generado en el continente europeo.

## PARTE III: MERCADO DE ACTIVOS TÓXICOS BANCARIOS

Aunque las carteras de activos tóxicos se han comercializado en Europa desde antes de la crisis financiera mencionada en la sección previa, este mercado cobró una gran importancia después de la crisis ya que los legisladores fueron encomendados con la tarea de reparar el sistema bancario. Es por esta razón por lo que se ha tomado esta etapa de la historia económica como punto de partida para desarrollar el tema del trabajo.

Una vez explicado el origen de la generación de activos tóxicos bancarios en el sur de Europa, a partir del año 2012 se comenzó a tratar de liquidar estos activos del balance de las entidades financieras. A continuación, se profundiza en la definición de las diferentes clases de activos tóxicos, su tratamiento y evolución en los países europeos.

### Activos tóxicos: NPAs, NPLs y REOs

Antes de entrar a analizar el mercado de reestructuración de los activos tóxicos, es importante comprender qué son estos activos y de dónde viene esa necesidad urgente de reducir su impacto en las cuentas financieras. Para ello, se definen las diferentes clases de activos (European Banking Authority, 2014):

- **Non Performing Asset (NPA):** un “activo improductivo” (NPA) se refiere a una clasificación de préstamos o anticipos que están en mora o se retrasan en los pagos programados de capital o intereses. En la mayoría de los casos, la deuda se clasifica como no cumplida cuando no se han realizado los pagos del préstamo durante un período de 90 días.
- **Non Performing Loan (NPL):** un “préstamo improductivo” (NPL) es una suma de dinero prestada sobre la cual el deudor no ha efectuado los pagos previstos durante un período determinado. Según la Autoridad Bancaria Europea (ABE), se consideran préstamos en situación de incumplimiento los que satisfacen cualquiera de los siguientes criterios:
  - a) Están atrasados en el pago más de 90 días
  - b) Se considera improbable que el deudor pague íntegramente sus obligaciones crediticias sin la realización de la garantía,

independientemente de la existencia de cualquier cantidad atrasada o del número de días de atraso.

Por su parte, los NPLs se pueden clasificar en dos grupos dependiendo de si existe un colateral que avale el préstamo en cuestión, denominados *secured* (asegurados) o *unsecured* (sin asegurar).

- **Real Estate Owned (REO):** activos inmobiliarios adjudicados a la entidad financiera que conforman el colateral de los NPLs *secured*.

Las clases de activos mencionados anteriormente conforman los principales activos tóxicos bancarios negociados. A modo de resumen, el nombre de NPA es la calificación genérica para activos improductivos, dentro de los cuales destacan los NPLs (avalados por un activo inmobiliario o no) y los REO, siendo los primeros donde se pondrá un mayor foco. Parece lógico suponer que la existencia de estos activos en el balance de las entidades financieras no es motivo de alegría, pero a continuación se analizan las consecuencias concretas y el impacto real que tienen para la salud financiera de las compañías del sector.

## Tratamiento de los NPLs

Un NPL es un préstamo cuyo acreditado no está cumpliendo con los pagos establecidos (ya sea de intereses o de principal) incumpliendo así con sus obligaciones contractuales. Una vez el crédito es clasificado como *non-performing*, éste puede volver a la categoría de *re-performing* si el deudor efectúa los pagos atrasados, o convertirse en un crédito fallido (*impaired*). Desgraciadamente, en la mayoría de los casos los NPLs generados están ya en *default* o cerca de convertirse en *default* (Cortavarria, Dziobek, Kanaya, & Song, 2000).

Los criterios para clasificar los préstamos como fallidos varían entre jurisdicciones, empresas y durante el tiempo, pero de forma general, los NPLs se clasifican como fallidos cuando la cantidad que se espera que sea devuelto cae por debajo del valor contratado que figura en el balance del banco. Cuando esto sucede, se realizan dotaciones de provisiones para pérdidas de préstamos fallidos o *Loan Loss Provisions* (LLPs). Las LLPs son una deducción contable que se calcula como la diferencia entre lo que los acreditados han acordado reembolsar y la estimación más reciente de los bancos de la cantidad que realmente esperan recibir (Bholat, Lastra, Markose, Miglionico, & Sen, 2016).

El impacto de estas provisiones tiene una clara repercusión para la medición del riesgo crediticio, a partir de las cuales se analizan diferentes ratios para evaluar la exposición de la compañía. Las provisiones disminuyen el volumen de activos del balance de las entidades, y por la doble partida contable merman también el *Equity* de las mismas, fruto de su impacto directo y negativo en el resultado del ejercicio (si bien es cierto que actúan como escudo impositivo). En casos extremos, como los acontecidos durante los años de la crisis financiera, esta reducción del *Equity* puede situarlo en valores por debajo del mínimo requerido por los reguladores, con el objetivo de seguir operando.

Como se ha podido observar, las LLPs no solo provocan una preocupación en términos de control del riesgo crediticio, sino que también impactan en los resultados y la valoración de las compañías. Si bien una mayor provisión ex-ante contra las pérdidas esperadas de los préstamos (cuando el ciclo económico es relativamente benigno) disminuye la rentabilidad de los bancos a corto plazo, a largo plazo puede reducir la necesidad de aumentar el capital social durante o después de una crisis, cuando es más difícil hacerlo (Bholat, Lastra, Markose, Miglionico, & Sen, 2016).

Tras lo acontecido en la crisis financiera, consciente de la necesidad imperiosa de establecer una rigurosa dotación de provisiones sobre NPLs, el BCE fue estrechando la supervisión del control crediticio. El 15 de marzo de 2018, el BCE publicó una modificación en formato de adenda posterior sobre sus expectativas supervisoras en la identificación, gestión, medición y saneamiento de los préstamos dudosos. “El BCE indica que la Adenda establece lo que considera un tratamiento prudente de las exposiciones dudosas, con el fin de evitar en el futuro una acumulación excesiva de exposiciones dudosas sin cobertura en los balances de las entidades de crédito, lo que requeriría medidas de supervisión específicas” (BBVA, 2019).

Para tener control sobre los niveles de solvencia y morosidad de las entidades bancarias, el BCE estableció una serie de métricas sobre las que fijar ciertos límites que las compañías no pueden sobrepasar. De entre las diferentes ratios que se emplean, las más comunes son las siguientes:

- **Ratio de Morosidad:** la ratio de morosidad de la banca se mide como el volumen de créditos considerados morosos sobre el total de operaciones

de préstamo y crédito concedidas por una entidad financiera (López Domínguez).

- **Ratio de Cobertura:** la ratio de cobertura de un crédito en mora es el porcentaje de crédito que está aprovisionado por la entidad bancaria. Actualmente, la estructura supervisora del BCE (Mecanismo Único de Supervisión) aconseja una cobertura mínima por provisiones del 60% para los NPL con garantía o colateral, y una cobertura del 70% para los que carecen de garantía (Giménez, El BCE pide a la banca mayor cobertura para sus créditos morosos, 2019).
- **Common Equity Tier 1 (CET1):** la ratio de capital ordinario de nivel uno de una entidad financiera es una medida de solvencia. Pone en relación los fondos propios con los que cuenta la entidad para hacer frente, de forma inmediata, a posibles imprevistos derivados del riesgo que asume a través de los activos que tiene en el balance. Para su cálculo, se divide el Equity de la entidad (capital social más reservas) entre el total de sus activos ponderados por riesgo (APR). De entre los activos, el efectivo por ejemplo no conlleva riesgo alguno, por lo que recibe un peso de 0%, mientras que a las hipotecas se les asigna una ponderación del 50%. A raíz de la crisis financiera, el BCE establece en la reforma del marco Basilea III (entre los años 2010 y 2011) como requerimiento mínimo un CET1 superior al 4,5% (Basel Committee on Banking Supervision, 2017).

Una vez descritas las consecuencias contables que los NPLs suponen para las entidades financieras, se puede concluir que la posesión de dichos NPLs, no solo afecta a la imagen financiera de las entidades con respecto a los requisitos establecidos por el BCE, sino también a la valoración realizada por los potenciales inversores.

Teniendo en cuenta la primera de las consecuencias, la salida de NPLs y REOs del balance de las entidades bancarias fue en gran parte impuesta por el BCE. La urgente necesidad de reformar el sistema bancario europeo, azotado por un exceso de riesgo en el crédito, impulsó que desde el BCE se instara a las entidades bancarias a liberar su balance de estos activos en cortos periodos de tiempo, buscando incrementar la liquidez de sus estados financieros.

Respecto a la segunda consecuencia, la imagen de las entidades bancarias se manchó en gran medida por la alta cantidad de riesgo de crédito. Esto mermó las valoraciones realizadas por inversores y el valor de los bancos europeos cayó en picado. Para subsanar esta situación, desde las entidades bancarias también consideraron que liberar sus balances de estos activos tóxicos mejoraría la visión por parte de los accionistas, impulsando el precio de sus acciones en el mercado.

En esta sección se ha analizado la necesidad por parte de las entidades bancarias de sanar sus estados financieros. En la siguiente parte del trabajo se detalla el alcance que tuvieron estos activos tóxicos en los principales países del sur de Europa a principios de la crisis financiera, y su evolución a lo largo de los años posteriores.

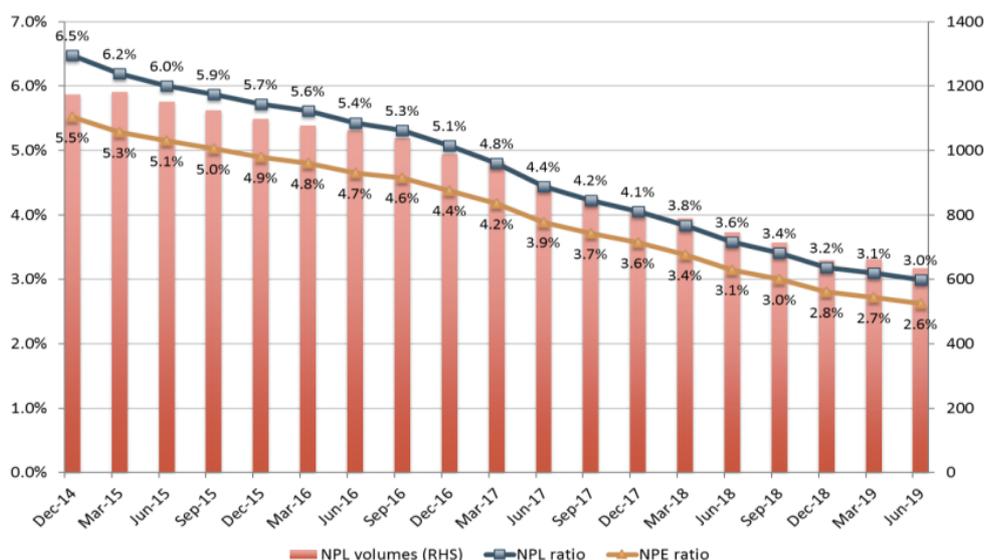
## **Evolución de los activos tóxicos bancarios**

La evolución del número de NPLs durante los años previos a la crisis de deuda en Europa no auguraba un futuro prometedor para la región. Desde su inicio en EE. UU. y su extensión al continente europeo, el nivel de activos tóxicos en las entidades bancarias no hacía más que aumentar, llegando a su punto máximo a finales del año 2012. En este año, la ratio de NPLs se encontraba cercana al 7,5%, comparada con la media mundial que rondaba el 3,5%, estimando un total de 1,2 billones de euros atrapados en NPLs europeos (European Banking Federal, 2016).

Sin embargo, en los años siguientes las tasas de morosidad comenzaron a sufrir importantes disminuciones en toda la Unión Europea. Esto puede atribuirse al aumento de las actividades de venta de préstamos por parte de los bancos, y al fuerte seguimiento por parte en los reguladores en esta tarea. En noviembre de 2014, la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), conocidos como la Troika, emitieron una declaración conjunta tras el examen de su programa de asistencia económica a Chipre. En ella, las tres instituciones señalaron que "la reducción de los niveles excesivos de NPLs sigue siendo la prioridad número uno" para la recuperación económica (European Commission, ECB and IMF, 2014).

A continuación, se muestra un gráfico que representa claramente el esfuerzo puesto en esta labor (European Banking Authority, 2019).

### Tendencia trimestral de las ratios de morosidad y volúmenes de morosidad (miles de millones €) (dic 2014 - jun 2019)



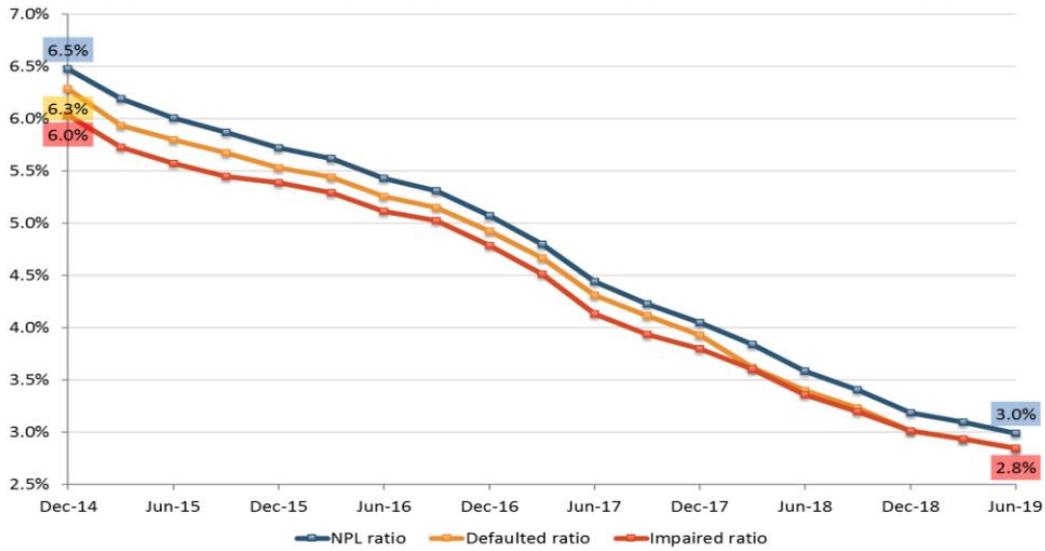
Fuente: Informe de la ABE (2019): *Final EBA Report on NPLs*

Figura 5: Evolución de las ratios de morosidad en la UE

Como puede observarse en la Figura 5, desde principios del año 2015 hasta mediados de 2019, el volumen de NPLs en la UE sufrió una reducción de prácticamente el 50%. Una disminución a ritmos insospechados que, en el mismo periodo citado, situó la ratio de morosidad bancaria media al 3,0% (venía del 6,5%) con una reducción cuatrimestral media de 75 puntos básicos, colocando así el nivel de morosidad europeo al nivel medio mundial.

Por otro lado, también puede observarse en la siguiente figura que no solo disminuyó el nivel de NPLs, sino también mejoró la calidad de los activos bancarios, reduciendo otras medidas de riesgo como la ratio de *defaults* o de *impairments* (European Banking Authority, 2019).

**Tendencia de los volúmenes de NPLs por países de la UE (miles de millones €)  
(jun 2015 - jun 2019)**



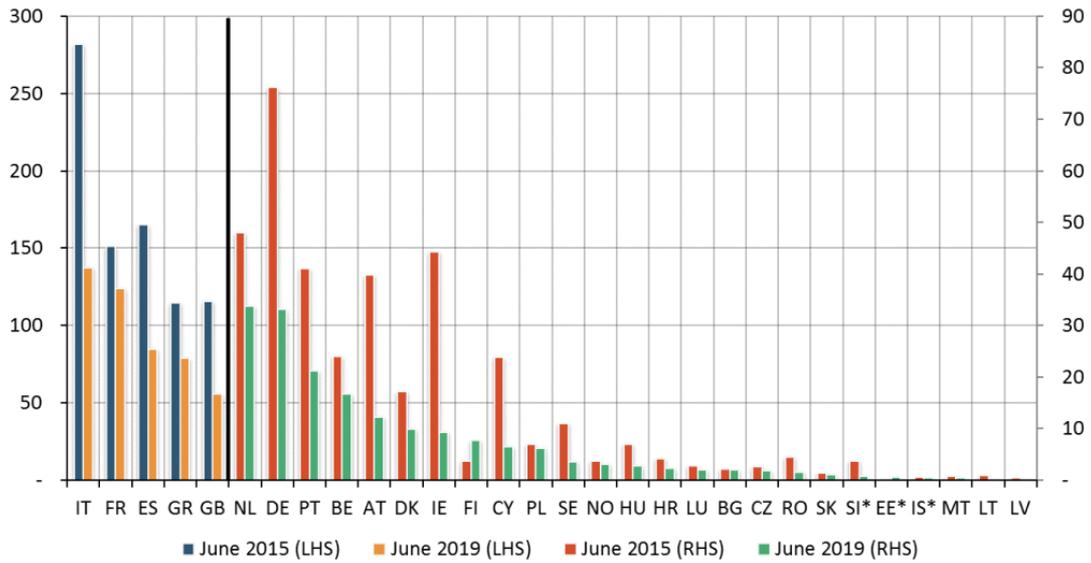
Fuente: Informe de la ABE (2019): *Final EBA Report on NPLs*

*Figura 6: Evolución de deuda impaired y default en la UE*

La Figura 6 muestra que, efectivamente, el resto de las ratios de medida de riesgo crediticio también se vieron disminuidas, convergiendo las tres presentadas a mediados del año 2019 en torno al 3%.

Finalmente, es interesante observar una comparativa de los países dentro de la UE para comprobar cómo los países situados en el sur del continente fueron los que más ajustaron sus medidas de control del riesgo de crédito (European Banking Authority, 2019).

**Tendencia de los volúmenes de NPLs por países de la UE (miles de millones €)  
(jun 2015 - jun 2019)**



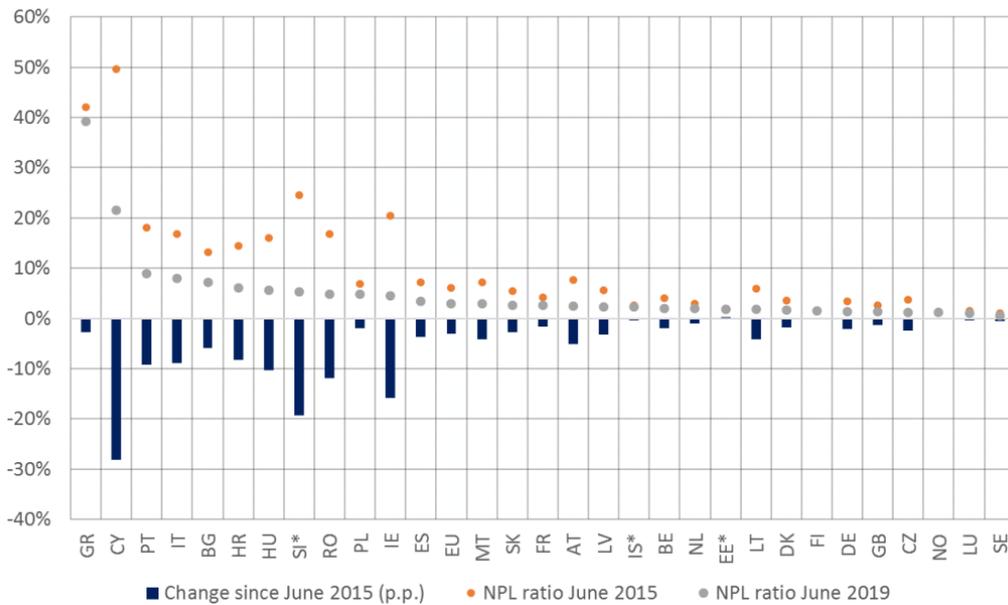
Fuente: Informe de la ABE (2019): *Final EBA Report on NPLs*

*Figura 7: Evolución de los volúmenes de NPLs por país de la UE*

En la Figura 7 vemos que los países con mayor volumen de NPLs fueron Italia, España, Francia y Reino Unido y Alemania, si bien es cierto que proporcionalmente otros como Grecia, Portugal, Chipre, Irlanda o Eslovenia fueron de los más afectados. Italia fue el país que más redujo el volumen de NPLs (en 145 mil millones de euros), seguido por España (81), Reino Unido (60) y Alemania (43). Todos ellos redujeron su volumen de NPLs en un 50% en cuatro años, seguidos por Irlanda (80%) y Portugal (50%). Finalmente, la banca griega y chipriota disminuyeron sus volúmenes de mora en 35 (-30%) y 17 (-73%) mil millones de euros, respectivamente.

Finalmente, en cuanto a la evolución de las ratios de morosidad de los países mencionados, se presenta el siguiente gráfico (European Banking Authority, 2019):

### Reducción en la ratio de morosidad por país de la UE (jun 2015 - jun 2019)



Fuente: Informe de la ABE (2019): *Final EBA Report on NPLs*

Figura 8: Reducción de la morosidad según país de la UE

Puede observarse en la Figura 8 cómo los países más con mayores valores en sus ratios de morosidad en el año 2015 fueron Chipre (50%), Grecia (42%) y Eslovenia (25%), mientras que Italia (17%), España (8%) o Francia (5%) se situaban en niveles más aceptables. A finales de 2019, todos ellos habían conseguido reducir estas ratios a la mitad (a excepción de Grecia que por motivos de desahucio de su balance no se vio tan reducida).

Como se ha visto en esta sección del trabajo, las entidades financieras europeas realizaron un enorme esfuerzo para reducir el impacto negativo de los NPLs en sus balances, obteniendo resultados prometedores en un cortos plazos. Según el BCE, los tres pilares principales que determinaron la reducción general de los NPLs fueron: el plan de acción propuesto por el Consejo de la UE; el esfuerzo de los bancos por aumentar su capacidad de gestión de los NPLs mediante la mejora de estrategias de vigilancia y reestructuración; y el crecimiento económico positivo, la reducción del desempleo y los bajos tipos de interés.

La unión de todos estos factores mencionados por el BCE fue la causa de que aumentara el apetito de los inversores por los rendimientos de los NPLs, y su consecuente salida de los balances bancarios. Todo ello propició una mejora de la imagen del sistema financiero europeo, atrayendo a inversores extranjeros hacia

esta región del continente, y terminando así de impulsar la recuperación de la actividad económica en el sur de Europa (European Banking Authority, 2019).

## **Herramientas para reducir los activos tóxicos bancarios**

Poniendo el foco en los principales pilares que impulsaron el saneamiento de la banca europea comentados anteriormente, en esta sección se profundiza en las diferentes estrategias que siguen las entidades financieras para reducir su volumen de activos tóxicos. Entre las diferentes opciones propuestas por el BCE, éstas se pueden clasificar en dos subgrupos dependiendo de si son instrumentos enfocados a los deudores o a las entidades bancarias (Baudino & Yun, 2017).

### **a) Instrumentos de resolución centrados en el deudor**

Como su nombre indica, estos instrumentos están dirigidos a los deudores, tratando de flexibilizar su deuda para tratar de recuperar el valor de los activos ya categorizados como NPLs, y devolverlos a la categoría de *performing* (Baudino & Yun, 2017). El principal instrumento disponible es la reestructuración de la deuda.

- **Reestructuración de la deuda:** este instrumento consiste en modificar ciertos términos del contrato del deudor, como los plazos de pago (mora), el tipo de interés, los repagos de principal, etc. con la intención de flexibilizar el pago de la deuda cuando el acreditado se encuentra en situaciones de dificultad económica. Este método puede llevarse a cabo a través de un proceso judicial o extrajudicialmente (reduce los tiempos de implementación) y se suele aplicar a créditos corporativos. Si bien es cierto que este instrumento tiene la ventaja de ser probablemente el más lucrativo para el banco, ya que podría recuperar gran parte del valor del activo, tiene la desventaja de que puede dar lugar a procesos legales muy lentos en la modificación de los contratos. Además, este método puede ser complicado de implementar en épocas de crisis donde los bancos no tienen la capacidad de reestructurar altos volúmenes de NPLs (Garrido, 2012).

### **b) Instrumentos de resolución centrados en las entidades bancarias**

Esta segunda clasificación está formada por un gran número de instrumentos de resolución de NPLs que son aplicables a las entidades bancarias y las autoridades competentes pueden promover su uso. La mayoría de los

instrumentos presentados en esta sección pueden ser activados unilateralmente por los bancos (con la excepción de los planes de protección de activos) y los reguladores pueden promoverlas para presionar a las entidades a “limpiar” sus balances más rápidamente. Entre los diferentes instrumentos disponibles destacan los siguientes (Baudino & Yun, 2017):

- **Cancelación de la deuda (*write-off*):** la cancelación o quite (*write-off* en inglés) es una de las formas más simples de disponer de los NPLs, pero las entidades bancarias tratan de posponer su ejecución si existe alguna esperanza de recuperar parte del valor del crédito. Además, esta herramienta tampoco es útil si los bancos carecen de provisiones suficientes para respaldar las pérdidas generadas, ya que entonces éstas reducirían inmediatamente el capital del banco si las provisiones son muy bajas. Por tanto, el correcto aprovisionamiento es un requisito indispensable para ejecutar esta herramienta, que es de utilidad si además la cantidad prevista a recuperar es prácticamente nula. En épocas de crisis como la sucedida en 2008, las entidades bancarias entraron con reservas de capital demasiado escasas, lo que dificultó su implementación (Ingves, 2011).
- **Venta directa:** este mecanismo consiste en la agrupación por parte de la entidad bancaria de NPLs y otros activos tóxicos en carteras diversificadas y su venta a otras entidades financieras o fondos oportunistas denominados *distressed*. Las transferencias de estas carteras pueden llevarse a cabo a través de procesos que implican la negociación entre comprador y vendedor (procesos bilaterales), o a través de procedimientos competitivos (subastas). La decisión sobre el procedimiento a seguir corresponde al vendedor, que tendrá en cuenta cuestiones como la magnitud de la transacción, la búsqueda de la mejor oferta posible (mejor en procesos de subasta), la publicidad adversa que algunos vendedores asocian a este tipo de procesos (más complicado de evitar en subastas), el plazo del que dispone... (D.L.A. Piper Spain, 2020)

El principal reto de este método es la existencia de posibles compradores y, sobre todo, el establecimiento de un acuerdo para el precio de los activos. Este desajuste en el precio de compraventa se debe a la complejidad de

valorar adecuadamente cada uno de los préstamos por su opacidad informativa (en muchos casos la información del acreditado no es fácilmente transferible a los compradores), a los costes de transacción, y a un entorno de crisis financiera donde urge para los bancos acercar el precio al valor contable, mientras que los fondos descuentan su valor enormemente por su carácter fallido. Esta asimetría en la valoración de compradores y vendedores provoca que sea poco probable que las ventas directas puedan ayudar a impulsar la salida de una crisis. Sin embargo, una vez que las condiciones comienzan a recuperarse, las ventas directas son tremendamente útiles para ayudar a subsanar los balances bancarios debido a su rapidez y eficacia (Ciavoliello, Ciocchetta, & Conti, 2016).

- **Titulización de deuda (*securitization*):** la titulización de deuda es una forma más compleja de deshacerse de los NPLs que consiste en la transformación de éstos en títulos de renta fija o bonos que se nutren de los flujos de caja de estos activos. Se trata del mismo instrumento (conocido como ABS) que desembocó en la crisis financiera en EE. UU. y que ya ha sido explicado previamente. Tienen la ventaja de que, mediante la diversificación de sus activos, reducen y desvían el riesgo de crédito a los inversores, además de ampliar el espectro de posibles compradores frente a la venta directa debido a su carácter más líquido. El gran problema de este método es el subdesarrollo del mercado secundario en ciertas zonas geográficas, que es poco probable que sea de utilidad para resolver los problemas de NPLs durante una crisis (tal y como vimos durante la última década), aunque últimamente se han realizado esfuerzos desde el BCE para contemplar opciones de creación de un mercado secundario de NPLs (Banco Central Europeo, 2017).
- **Esquemas de protección de activos o EPA (*Asset Protection Schemes*):** se trata de un plan de seguro por parte de las agencias regulatorias para apoyar a los bancos con altos niveles de NPLs, donde éstas se ofrecen a cubrir parte de las pérdidas generadas por estos activos a cambio de una comisión. Se trata de una medida excepcional llevada a cabo en la fase aguda de una crisis financiera para ayudar a aprovisionar las pérdidas de los bancos más importantes del sector. La ventaja de este método es la

rapidez de implementación ya que no requiere de un desembolso inicial y el banco puede aprovecharse de la garantía desde el primer minuto. La clave del éxito de este tipo de programas se basa en la capacidad del sector público para hacer valer esas garantías y traducirlo en confianza para los inversores. Además, otra desventaja es el efecto de estigmatización que produce en los bancos el hecho de financiarse mediante un EPA, interpretado como un rescate desde el sector público. Por esta razón, ciertas entidades, aun cumpliendo con los requisitos para acogerse al EPA, prefieren fortalecer sus balances mediante la obtención de capital de fuentes privadas. Un ejemplo de ello es el EPA lanzado por el Departamento del Tesoro de EE. UU. para apoyar a las entidades financieras, donde finalmente solo Citigroup recibió asistencia dentro de este marco (US Department of the Treasury, 2010) o el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros o FAAF en España (Banco de España, 2017).

- **Sociedad de gestión de activos (*Asset Management Companies* o AMC):** la creación de una sociedad de gestión de activos tóxicos bancarios o conocido comúnmente como un “banco malo” es una estrategia que consiste en la creación de compañías a las que los bancos les transfieren sus activos tóxicos, saneando de esta manera el balance del sector bancario a costa de la compañía creada. Estas sociedades pueden ser privadas o públicas y pueden gestionar activos de un solo banco o de todo el sistema financiero (propio de periodos de crisis). Un ejemplo de este tipo de compañías es Sareb (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) creada en España en el año 2012. Esta estrategia tiene la ventaja de que al concentrar una gran cantidad de NPLs provenientes de varias entidades, se facilita la creación de carteras más diversificadas, incentivando así la entrada de inversores. Es por ello que esta estrategia suele combinarse con la de titulización. Su principal desventaja es que es el proceso de creación del “banco malo” es muy lento, debido a la enorme regulación por parte de los gobiernos estatales y el BCE, especialmente si la sociedad tiene como objetivo el rescate del sistema financiero, como sucedió en la crisis de deuda europea (Ayuso & Del Río, 2012).

Una vez se han analizado las diferentes herramientas de las entidades financieras para reducir su volumen de NPLs y mejorar su solvencia financiera, es interesante observar en la siguiente figura las herramientas empleadas por los principales países afectados por la crisis financiera (Deloitte, 2017).

**Tabla de principales instrumentos para la reducción de NPLs empleados por países de la UE**

	Crisis episode	Debt restructuring & out-of-court workouts <sup>4</sup>	Write-offs	Direct sales <sup>2</sup>	Securitisation <sup>3</sup>	Asset protection scheme	AMCs
United States	S&L crisis	√	√	√	√		√
	GFC	√	√	√	√	√	
Sweden	Nordic crisis		√	√			√
United Kingdom	GFC		√	√		√	√
Ireland	GFC		√	√			√
Italy	GFC		√	√	√		
Spain	GFC		√	√			√

Fuente: Informe de Deloitte (2017): *Deleveraging Europe*

*Figura 9: Principales herramientas para la reducción de NPLs*

Como puede observarse en la Figura 9, todas las geografías representadas y que fueron fuertemente afectadas por la crisis de 2008 optaron por la cancelación de deuda y la venta directa como medidas de reducción de activos tóxicos. Respecto al resto de herramientas, se observa como EE. UU. empleó todas las herramientas disponibles excepto la apertura de los conocidos “bancos malos”, mientras que los países europeos divergieron en sus estrategias con España e Irlanda, abriendo Sociedades de Gestión de Activos (como la ya mencionada Sareb española), Italia poniendo el foco en la titulización de deuda y Reino Unido en los EPA.

La importancia otorgada a las ventas directas en los países del Sur de Europa se basó en la necesidad de mejorar la situación financiera urgentemente. Por ello, la gestión por parte de los bancos de estos activos pasó a un segundo plano, donde la prioridad fue mejorar la solvencia y liquidez de estas entidades lo antes posible, lo que pasaba por la venta directa de los activos.

Las entidades financieras podían optar también por gestionar la gran cantidad de NPLs y REOs de sus balances. Para ello, tendrían que crear departamentos enteros que fueran capaces de hacerse cargo de negociar

particularmente las situaciones de sus acreditados, buscando recuperar cantidades similares a las provisiones ya realizadas. Respecto a los NPLs, esta gestión conllevaría costes asociados no solo en personal contratado, sino también en litigios. Por otro lado, en cuanto a los REOs, su gestión sería parecida a la de una compañía inmobiliaria, encargada de vender los activos en su balance para obtener la mayor rentabilidad posible.

Si bien es cierto que de esta forma las entidades bancarias podrían recuperar en mayor medida la cantidad prestada, probablemente más que mediante la venta directa, su uso no fue muy extendido. La gestión de carteras de activos tóxicos por parte de las entidades bancarias no solo suponía un mayor tiempo en la salida de éstos de su balance, sino que directamente no es el negocio principal de una compañía financiera. La gestión de carteras de activos tóxicos implica una serie de actividades no asociadas la actividad principal de un banco, y que por tanto impactan en su coste de oportunidad al no poder centrarse en su negocio en la misma medida.

Además, la urgencia por cumplir con las nuevas normativas impuesta por el BCE no dejaba lugar a la gestión de activos tóxicos. Desde BCE se impulsaron fuertes medidas para motivar la salida de NPLs a través de fondos oportunistas, tratando así de mejorar la imagen de banca europea lo antes posible. Esta mejora de la imagen del sector bancario pasaba por extraer más pronto que tarde los activos tóxicos para que así éstos dejaran de comprometer los resultados futuros por culpa de aprovisionamientos y litigios. Además, de esta forma se conseguía obtener cierta liquidez de manera más rápida que empleando el resto de los métodos, mejorando así las ratios de solvencia a corto y medio plazo de cara a potenciales inversores.

Asimismo, este afán mejorar la imagen de las entidades bancarias europeas pasaba también por convencer al inversor que de ahora en adelante los préstamos concedidos serían nuevamente rentables para la compañía. Por esta razón, la prioridad desde la directiva europea era reorganizar el balance del sector financiero en torno a préstamos en curso de pago (*performing loans*) únicamente. Para fomentar la inversión extranjera hacia este sector, era necesario aproximar las ratios de morosidad europeos a los del resto del mundo, lo cual pasaba por reducir el número de NPLs de forma inmediata. De hecho, puede observarse cómo

en la actualidad las entidades bancarias siguen manteniendo los índices de morosidad en valores mínimos, dando una imagen al potencial accionista de tener un gran control en el riesgo de crédito.

En esta sección se han analizado los diferentes mecanismos empleados por las entidades bancarias para reducir el volumen de NPLs de sus balances durante la crisis financiera. Esta urgencia deriva del apalancamiento operativo que suponen estos activos que no generan flujos de caja para las compañías (es más, generan salidas de caja debido a la apertura de posibles litigios), además de frenar su actividad operativa fruto del aprovisionamiento obligatorio ligado a estos activos tóxicos. La necesidad por parte de las entidades financieras de desprenderse de estos activos conllevó al desarrollo de todas las estrategias mencionadas que, aunque fueran diferentes unas de otras, todas convergían en un mismo punto: la necesidad de promover e impulsar el interés inversor.

## **PARTE IV: FONDOS *DISTRESSED***

En esta sección del trabajo se profundiza en una de las herramientas con las que cuentan las entidades bancarias para reducir su exposición a los NPL: la venta directa. Como se explicó con anterioridad, la venta directa de activos tóxicos tiene como compradores principales a entidades bancarias o fondos especializados. A continuación, se analizará la entrada de estos últimos en el mercado de deuda fallida europea. Para ello, se comienza definiendo las características principales de este tipo de fondos de inversión, desgranando las razones detrás de su interés por los activos tóxicos de la banca. Posteriormente, se presentan los resultados del volumen de operaciones realizadas durante la última década y finalmente se listan una serie de consecuencias positivas y negativas de su irrupción en el mercado europeo.

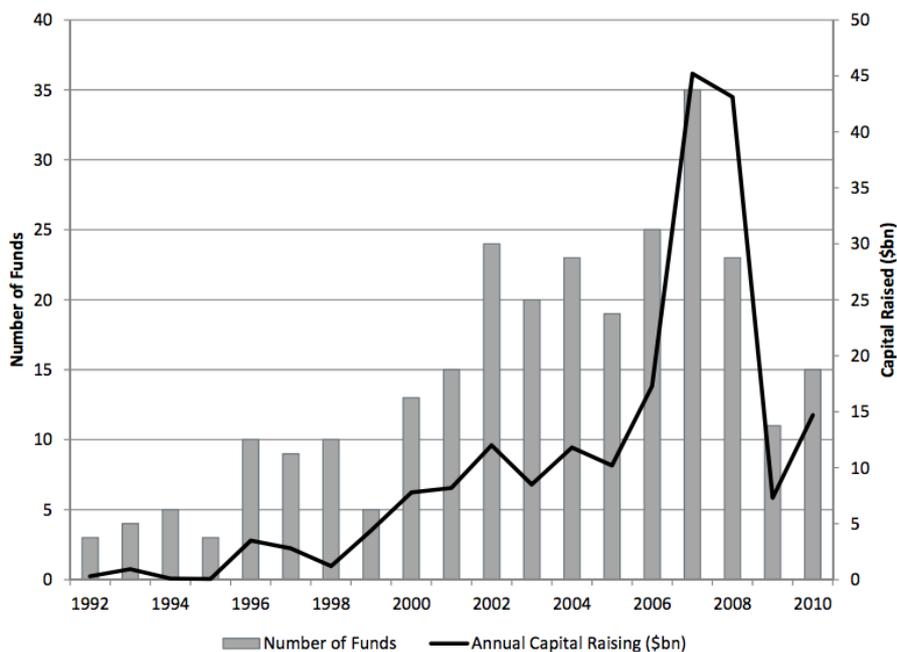
### **Definición y origen de los fondos *distressed***

Los *distressed funds*, conocidos en castellano como fondos oportunistas o “buitre”, son fondos de cobertura o fondos de capital privado que se especializan en la inversión de deuda en dificultades o en activos de venta forzosa (Moles & Terry, 2005). Su modelo de negocio se basa en la compra de deuda tanto de compañías insolventes como de gobiernos soberanos en dificultades, a precios de gran descuento, buscando recibir el pago completo de la deuda, a veces a través de agresivos y extensos litigios que los acreedores originales no pueden permitirse. Por esta razón, la opinión pública a menudo etiqueta a estos fondos y sus tácticas como depredadoras e inmorales, ya que se abalanzan (como buitres) para sacar provecho de estas situaciones de crisis con un horizonte de inversión a corto plazo (Wozny, 2017). Además, este tipo de fondos también se ha especializado en los últimos años en el mercado de Real Estate (activos inmobiliarios), fruto de los colaterales que cubren las deudas *secured* fallidas.

Aunque el origen de los fondos *distressed* data de mediados del siglo XX, el auge de este tipo de vehículo inversor no tuvo lugar hasta los años 90, a raíz de la crisis de bonos basura generada en EE. UU. pero, sobre todo, a raíz de la conocida como “Crisis de las .com” a principios de los años 2.000 que dio lugar a una gran cantidad de quiebras empresariales (Altman & Behneni, 2019). La mayoría de esos

fondos nacieron en EE. UU., lugar del que siguen proviniendo la mayoría de los que operan en la actualidad, aunque en los últimos años ha aumentado también el número de fondos de nacionalidad británica. Si bien es cierto que la principal entrada en escena de este tipo de fondos se produjo a principios del siglo XXI, el apogeo del mercado *distressed* tuvo lugar durante la última crisis financiera, tal y como puede observarse en la siguiente figura (Cumming & Fleming, 2012).

**Evolución del número de fondos *distressed* y capital bajo gestión (miles de millones \$)**



Fuente: Profesores Cumming y Fleming, York University (2012)

Figura 10: Evolución del número de fondos *distressed*

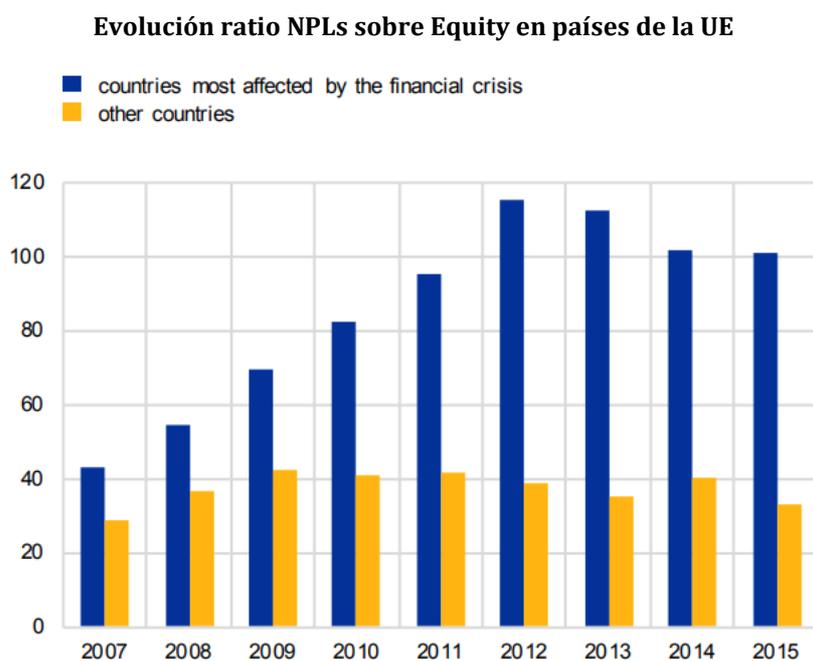
El volumen de activos bajo gestión (línea negra de la Figura 10) tiene un primer aumento considerable durante el año 1996 a raíz de la crisis de los bonos basura estadounidenses. Más adelante, en el año 2002, se observa otro aumento considerable fruto de la “Crisis de las .com”. Finalmente, durante los años de la crisis financiera (2007-2008) es cuando se produce el mayor aumento en el capital levantado por estos fondos, llegando a cuadruplicar su valor respecto a los años precrisis.

Una vez determinada la importancia de la crisis financiera del año 2008 en la evolución de este tipo de fondos oportunistas, es importante identificar el porqué del interés de los inversores en este tipo de vehículos que, lógicamente,

tuvo que ver con el aumento del tamaño de mercado de deuda *distressed* y el desarrollo de una regulación favorable para que éstos desarrollaran su actividad.

## Irrupción en el mercado europeo de deuda *distressed*

Como se ha mencionado anteriormente, el principal mercado de actividad de los fondos *distressed* es el mercado de deuda *distressed*, ya sea de entidades privadas (mayoritariamente) o de gobiernos soberanos. La estabilidad del mercado de deuda tóxica en EE. UU. en el año 2010, unido al comienzo de la crisis de deuda que se vaticinaba en el continente europeo propulsó la llegada de los fondos oportunistas americanos al continente europeo. De entre todos los países, estos fondos se centraron en los más perjudicados, es decir, los que se encontraban en niveles de solvencia financiera bancaria muy por debajo de la media europea, tal y como se puede ver en la siguiente figura (European Central Bank, 2017).



Fuente: Informe del BCE (2017): *Guidance to banks on NPLs*

*Figura 11: Evolución de la ratio de NPLs sobre Equity en países de la UE*

Se puede observar en la Figura 11 cómo la ratio de NPLs sobre el valor tangible del *Equity* era muy superior en los países más afectados de la UE, respecto al resto. Entre los países más afectados y empleados para realizar esta gráfica se

encuentran los siguientes: Chipre, Grecia, Irlanda, Italia, Portugal, España y Eslovenia. Alcanzando el pico de morosidad en el año 2012 y con alrededor de 1,2 billones de euros atrapados en NPLs europeos (European Banking Federal, 2016) los fondos *distressed* centraron su actividad en el continente europeo, aterrizando en particular en los países mencionados.

De entre la cantidad de fondos de origen norteamericano que pusieron sus pies en el continente europeo, algunos de ellos destacaron por su enorme actividad, siendo los siguientes los más importantes:

- **The Blackstone Group:** probablemente el fondo oportunista más conocido del mundo, fundado en Stephen Schwartzamn y Peter Peterson en el año 1985 y que gestiona actualmente alrededor de 570 mil millones de dólares. Aunque su actividad principal es el capital riesgo, la llegada de la crisis financiera de 2008 propulsó su exposición a la compra de deuda fallida, sector donde actualmente gestiona más de 130 mil millones de dólares. Además, su filial inmobiliaria denominada Fidere abarca activos por valor de 140 mil millones de dólares (Ruiz de Gauna & Arroyo, 2019). Concretamente en España, su papel fue clave en el saneamiento del Banco Santander, donde el fondo americano acordó en 2017 la compra del 51% de todos los activos tóxicos heredados de la compra del banco Popular por un valor bruto de 30 mil millones de euros (Brualla, 2018).
- **Apollo Global Management:** uno de los fondos oportunistas más grandes del mundo fundado por Leon Black en el año 1990 en EE. UU. y que actualmente gestiona más de 300 mil millones de dólares. Aterrizó también en Europa a raíz de la crisis y estuvo particularmente activo en España durante los primeros años donde, tras adquirir EVO Banco, se hizo con el control de Altamira, plataforma de gestión de activos inmobiliarios del Banco Santander (Ferrer, 2013).
- **Cerberus Capital Management:** fondo de inversión de origen norteamericano fundado por Steve Feinberg y William Richter en el año 1992 y que gestiona actualmente más de 40 mil millones de dólares. Se trata de uno de los fondos más activos en Europa, con especial presencia en Alemania y España. Particularmente en nuestro país, el fondo opera en el sector inmobiliario a partir de su filial Haya Real Estate, encargada de la

gestión de activos de entidades como Sareb o Bankia. Destaca por una de las operaciones más importantes sucedidas tras la crisis, comprando en 2017 una cartera de activos al BBVA por 4 mil millones de euros (Ruiz de Gauna C. , 2017).

- **OakTree Capital Management:** fondo estadounidense fundado en 1995 por el famoso inversor Bruce Karsh, que gestiona actualmente alrededor de 125 mil millones de dólares. Tras el lanzamiento de una filial para gestionar activos inmobiliarios en Londres, lanza otra en España denominada Sabal Financial, desde la que busca gestionar sus carteras de préstamos inmobiliarios y activos bancarios (Zuloaga, Oaktree crea una filial para gestionar sus activos en España, 2015).
- **Lone Star Funds:** conjunto de fondos de capital privado de origen norteamericano fundado en 1995 por John Grayken con un total de activos bajo gestión actual de más de 85 mil millones de dólares. Tuvo especial impacto en España al comprar la mayor parte (80%) del negocio inmobiliario de CaixaBank valorado en unos 7 mil millones de euros (CaixaBank, 2018).

El objetivo de la entrada de estos fondos en el mercado de deuda europea era efectivamente el de aprovechar esta situación de debilidad de las entidades bancarias para realizar inversiones con grandes potenciales de retorno. Debido a la necesidad urgente por parte de las entidades financieras de liberar de sus balances estos activos, los fondos encontraron una oportunidad de adquirir grandes cantidades de créditos o inmuebles a precios de descuento. Estos precios de descuento provenían de la capacidad de los fondos de adquirir y operar carteras enteras de estos activos gracias a su gran potencial inversor.

Tras la compra de estas carteras provenientes de entidades financieras, la mayoría de los fondos buscan operar o dar salida a los activos subyacentes buscando la obtención de flujos de caja ya sea provenientes del alquiler de las propiedades, de la gestión de los créditos morosos, de la explotación de los terrenos, o directamente de la venta de las propiedades. Es precisamente por esta característica que, frente las voces más críticas que los tachan de especuladores, estos fondos se definen realmente como inversores.

Para gestionar las carteras, los fondos normalmente operan en los países mediante los denominados *servicers* –filiales inmobiliarias de la banca que se dedican a gestionar sus carteras hipotecarias– la mayoría de los cuales eran propiedad de la banca y en muchos casos los propios fondos los adquirieron para que gestionaran directamente las carteras que habían adquirido. Entre los más importantes en España se encuentran los siguientes (Servimedia, 2018):

- **Aliseda** (Blackstone): antigua plataforma inmobiliaria del Banco Popular y que actualmente está controlada por Blackstone en un 51% y por el Banco Santander en el restante 49%. Encargada sobre todo de la gestión de los activos heredados del Banco Popular.
- **Anticipa Real Estate** (Blackstone): filial de Blackstone creada a partir de la compra previa de los activos adjudicados de Catalunya Caixa. Entre Aliseda y Anticipa, Blackstone gestiona activos valorados en 35 mil millones de euros, lo que supone una cuota de mercado del 14%.
- **Haya Real Estate** (Cerberus): proviene de la compra por parte de Cerberus en el año 2013 de la antigua firma dedicada a la gestión inmobiliaria de Bankia, denominada Bankia Habitat. Encargada sobre todo de la gestión de los activos proveniente de Bankia, Sareb y BBVA (entre otros), gestiona aproximadamente 40 mil millones de euros en activos, es decir, un 16% de la cuota de mercado.
- **Servihabitat** (Lone Star): compañía encargada de la gestión de los activos de CaixaBank y que desde el año 2018 está controlada por Lone Star en un 80%, mientras CaixaBank mantiene un 20% de su propiedad. Este *servicer* gestiona un valor aproximado de 41 mil millones de euros o una cuota de mercado del 17%.
- **Altamira** (Banco Santander): plataforma de gestión inmobiliaria propiedad del Banco Santander que cuenta actualmente con la mayor cuota de mercado (22%), con alrededor de 54 mil millones de euros bajo gestión.
- **Solvía** (Banco Sabadell): *servicer* del Banco Sabadell que gestiona sus inmuebles valorados en un total de 31 mil millones de euros, lo que supone una cuota de mercado del 13%.

Como puede observarse, entre los seis *servicers* más grandes del país gestionan más de 220 mil millones de euros en activos procedentes de entidades

bancarias. A partir de estas plataformas de gestión inmobiliaria, los grandes fondos son capaces de operar los activos que integran las grandes carteras adquiridas, buscando así obtener grandes retornos a las inversiones realizada. Su objetivo, tal y como apunta Mikel Echavarren –consejero delegado de la asesoría financiera Irea– es conseguir una rentabilidad mínima del 15% anual (Blázquez, 2013).

Estos retornos provienen, en primer lugar, del gran descuento pagado por las carteras de activos bancarios debido al gran volumen de activos que adquieren en una sola operación; y, en segundo lugar, por el conocimiento y capacitación tanto de los fondos como de los mencionados *servicers* en gestionar y operar posteriormente tanto los créditos fallidos como los inmuebles. Precisamente de este último argumento proviene la falta de motivación por parte de las entidades bancarias de buscar por ellas mismas estos mismos retornos. Según afirma Echavarren “no buscan obtener estas rentabilidades ya que simplemente no es su negocio, los bancos no están capacitados para gestionar ingentes cantidades de bienes inmuebles sin incumplir la regulación bancaria europea” (Blázquez, 2013).

Ejemplo de la falta de interés por parte de las entidades bancarias por gestionar estos activos es que en la actualidad los inversores institucionales tienen un mayor número de activos tóxicos que los propios bancos. El 35% del total de NPLs en España son propiedad de bancos u otras instituciones financieras, el 12% pertenecen a la "Sareb", y el 43% restante está en manos de inversores institucionales (D.L.A. Piper Spain, 2020). Estos datos también reflejan la importancia de la entrada de los fondos de inversión en la reestructuración del sector bancario español.

Respecto al descuento sobre el valor nominal (valor de balance) al que los fondos de inversión compran las carteras de activos tóxicos bancarios, éstos dependen del tipo de activos subyacentes y del nivel de aprovisionamiento realizado por el banco. Las compras realizadas pueden alcanzar precios de incluso el 5-10% del valor nominal total de la cartera en el caso de NPLs sin garantía (*unsecured*), alrededor del 20-30% para NPLs garantizados (*secured*), y del 40-50% en el caso de carteras de REOs (Zuloaga, 2019). Como parece lógico, el precio de las carteras de REOs suele ser superior al de NPLs garantizados, y muy superior

al de NPLs sin garantía, puesto que la cantidad esperada a recuperar es mayor, y el riesgo de impago es menor.

La llegada de las carteras de REOs, con el consiguiente aumento del tamaño y el precio de las de las carteras, ha impulsado nuevas formas de financiación de estos proyectos por parte de los inversores. En busca de esa rentabilidad mencionada, los inversores de este tipo de carteras dieron prioridad a las compras apalancadas (*Leveraged Buyouts* o LBO). En este tipo de operación una parte importante del precio a pagar por el inversor (en ocasiones cercana al 40% del precio final) es financiada por terceros, sobre todo entidades bancarias, motivado especialmente por el entorno de bajos tipos de interés de los últimos años. Hoy en día, la mayoría de las compras de carteras de cualquier clase por parte de los grandes fondos de inversión son apalancadas (D.L.A. Piper Spain, 2020).

Una vez determinado en esta sección el origen del interés de los fondos oportunistas norteamericanos en su desembarco en el continente europeo, y vistos algunos de los principales protagonistas del mercado de deuda fallida de los países más afectados, en la siguiente sección se estudia en detalle el impacto de éstos en el saneamiento del sector bancario.

## **Influencia de los fondos en el saneamiento de la banca**

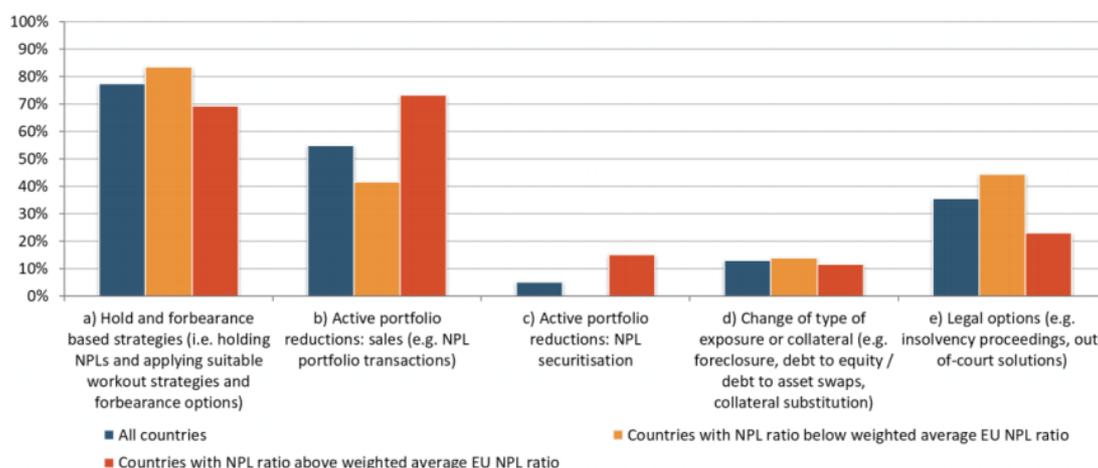
La entrada de los fondos oportunistas en el mercado de deuda fallida europeo tuvo objetivamente un enorme impacto en el saneamiento de las entidades bancarias. Como se explicó en secciones previas, la disposición de activos tóxicos mediante la venta directa tiene la enorme ventaja de la velocidad de ejecución. Además, esta velocidad en la salida viene aparejada de grandes volúmenes de este tipo de activos, que se negocian en cada transacción de compraventa de carteras vistas en estos últimos años. Por tanto, se trata de un método de tremenda eficacia por su alto volumen de activos negociados y velocidad en la ejecución.

Además, estos grandes volúmenes de activos que integran las carteras permiten a las entidades bancarias mejorar la salida de activos tóxicos de poco valor tangible. Visto el interés de los grandes fondos de comprar “paquetes enteros” debido a su enorme potencial inversor, los bancos, mediante la combinación de activos de mayor valor intrínseco y de menor valor, logran

desprenderse de activos que mediante subasta o venta individualizada no lograrían hacer desaparecer de su balance debido a su poco atractivo para el inversor.

Debido a las razones mencionadas previamente, la venta directa de NPLs es una de las estrategias con más empleadas por la mayoría de los países, tal y como puede observarse de la siguiente gráfica (European Banking Authority, 2019):

**Estrategias empleadas para la reducción de NPLs según el nivel de morosidad presente en los países de la UE (%)**



Fuente: Informe de la ABE (2019): *Final EBA Report on NPLs*

Figura 12: Estrategias más empleadas para la reducción de NPLs (%)

Concretamente, la estrategia más empleada por las entidades bancarias europeas para reducir su exposición a los NPLs es la venta directa, solo por detrás de la reestructuración de la deuda (medida que se trata de adoptar siempre antes de aplicar cualquiera de las demás). De hecho, se puede observar en la Figura 12 cómo en países con alta necesidad de reducción de activos tóxicos (color rojo) la venta directa es la estrategia más empleada (75% de los países); mientras los países con menor exposición a estos activos (color naranja) optan por estrategias de desarrollo interno y litigios. De esto puede extraerse que los países con altos ratios de NPLs tienen mayor presión por parte de los reguladores de reducir su riesgo crediticio en poco margen de tiempo, y por su parte los fondos tienen mayor apetito por su elevado descuento.

Teniendo en cuenta el favoritismo de los países más afectado por la crisis de deuda europea por la venta directa de NPLs, no es de extrañar el enorme

volumen de transacciones de este tipo de activos que ha tenido lugar en los últimos años. La siguiente figura evidencia este hecho a partir de los datos recogidos por la ABE (European Banking Authority, 2018):

**Evolución del número de transacciones de NPLs realizadas en la UE**



Fuente: Elaboración propia (datos recogidos de la ABE)

*Figura 13: Transacciones de NPLs realizadas en la UE*

Los datos de la Figura 13 muestran que las transacciones de NPLs anunciadas y completadas en 2018 en todos los Estados miembros de la UE fueron de unos 204 mil millones de euros en valor contable bruto, frente a los 152 mil millones de euros en 2017 y 106 mil millones de euros en 2016. La actividad durante el 2019 parece haberse ralentizado en comparación con los años anteriores, alcanzando la cifra de 102 mil millones de euros, lo que sugiere que las ventas de NPLs pueden haber llegado a su punto máximo en 2018 (Fynch, 2020).

Además, también es importante ver en qué países se han producido la mayoría de estas inversiones por parte de los fondos. Por ello, se adjunta la siguiente gráfica explicativa.

### Evolución del número de transacciones de NPLs por país de la UE



Fuente: Elaboración propia (datos recogidos de la ABE)

Figura 14: Volumen de transacciones de NPLs por país de la UE

Como puede observarse en la Figura 14, los países del sur de Europa son los que han contado con una mayor inversión extranjera debido a su mayor exposición a los NPLs (a excepción de Reino Unido donde su alta inversión es probablemente debido al gran número de fondos oportunistas que se originaron en el país). Es interesante observar además cómo entre Italia y España se han generado prácticamente la mitad del total de transacciones en la UE.

A partir de los datos de las figuras anteriores, observamos cómo la inversión total aportada por estos fondos desde el año 2013 al mercado de deuda fallida europea ronda los 700 mil millones de euros. Conociendo además que la evolución del volumen de NPLs en los países de la UE pasó de 1.200 miles de millones de euros en 2014 a cerca de 600 mil millones en 2019 (de acuerdo con la Figura 5), se puede concluir que las inversiones de estos fondos fueron trascendentales para la reducción del riesgo crediticio europeo. De hecho, esto mismo concluye la ABE: “las estadísticas de mercado muestran que el mayor contribuyente en la reducción de los NPLs han sido las ventas o titulizaciones en el mercado secundario, específicamente para aquellos países con altos niveles de NPLs” (European Banking Authority, 2019).

Con todo esto, entendiendo la importancia que ha tenido la entrada de los grandes fondos oportunistas en la reducción del riesgo de crédito de los países del sur de Europa, a continuación se valoran las consecuencias acaecidas de la compraventa de activos bancarios por esta clase de inversores.

## Consecuencias de la entrada de los fondos en Europa

La entrada de los fondos oportunistas al continente europeo ha sido un tema de gran controversia en la sociedad actual. La burbuja inmobiliaria que tuvo lugar en la mayor parte de los países del sur de Europa a partir del año 2008 provocó una ingente cantidad de NPLs en las entidades de estos países que, junto con la crisis de deuda soberana que comenzaron a sufrir, provocaron una situación de inestabilidad económica que los fondos oportunistas no tardaron en aprovechar. Si bien es cierto que el saneamiento de la banca se produjo en gran parte gracias a su entrada en el mercado, su forma de gestionar los activos produjo consecuencias indeseables desde el punto de vista social. Para analizar los cambios derivados de la entrada de estos inversores en la sociedad europea, tomarán como base algunas de las consecuencias acontecidas en España.

Por un lado, durante los últimos años los fondos oportunistas se han convertido en la vía de escape de la banca europea para sanear su estructura financiera. Este saneamiento financiero es imprescindible en situaciones de crisis para dotar a las entidades bancarias de la liquidez suficiente para poder seguir ofertando crédito a la sociedad sin encarecerlo. De hecho, así lo asegura el BCE en respuesta a un proyecto de ley aprobado por el Parlamento de Irlanda en 2019 para regular a los fondos *distressed*, en el que asegura que si se limita su compra de hipotecas, la banca tendrá que restringir y encarecer el crédito: "es esencial que el cuadro legal nacional habilite la transferencia eficiente de NPLs fuera del balance de las instituciones de crédito, a través de venta de activos, titulizaciones y otras medidas" (Giménez, El BCE sale en defensa de los fondos buitres, 2019).

Por otro lado, estos mismos fondos también han estado en el foco de las críticas por acaparar créditos fallidos y viviendas. La compra de grandes carteras hipotecarias a las entidades bancarias en situaciones de dificultad propició a estos inversores la posibilidad de adquirir enormes cantidades de inmuebles o créditos garantizados (por tanto, futuros inmuebles) a precios de gran descuento. Como se ha explicado anteriormente, estos descuentos pueden alcanzar cifras de incluso el 5-10% del valor nominal total de la cartera en el caso de NPLs sin garantía (*unsecured*), del 20-30% para NPLs garantizados (*secured*), y del 40-50% en el caso de carteras de únicamente formadas por REOs (Zuloaga, 2019).

Además, estos fondos de inversión tienen sus respectivas sedes fiscales en otros países (como Luxemburgo o Irlanda) por lo que, como se ha mencionado anteriormente, para la posterior gestión de sus activos actúan normalmente a través de un *servicer*. Estos *servicers* son los encargados de la gestión de los activos adquiridos en cuanto a su valoración, forma de litigar con los deudores o fijando los nuevos precios de alquiler de sus propiedades; y sus prácticas han generado en ocasiones rechazo por parte de la opinión pública. De hecho, entre los seis *servicers* más importantes de España (expuestos anteriormente) acumulan por sí solos el 80% de las carteras procedentes de entidades financieras, gestionando un total de 220 mil millones de euros, motivo por el cual su papel en el sector inmobiliario es de gran importancia (Servimedia, 2018).

Dado que estos inversores cuentan con una enorme cantidad de activos inmobiliarios, su forma de gestionarlos puede revolucionar por completo el sector inmobiliario del país y los precios tanto del alquiler como de la vivienda, lo que de nuevo genera grandes críticas. De hecho, para entender la enorme presencia de estos inversores en el sector, el grupo Blackstone se ha posicionado como el mayor propietario inmobiliario de España con activos valorados en un total de 20 mil millones de euros, contando entre otras con más de 30 mil viviendas en alquiler (Barcelona, 2018).

A raíz de esto, las opiniones más críticas han apuntado a estos fondos como los culpables de las subidas de los precios del alquiler o de la vivienda de los últimos años, acusándoles de ser especulativos y de provocar desahucios de manera negligente. Esto ha incrementado la tensión social hacia este tipo de inversores, más aún si entre los activos adquiridos por parte de éstos se encontraban viviendas de protección oficial, elevando la actitud de los fondos oportunistas al debate político e incluso moral.

Por su parte, portavoces del grupo Blackstone se desligan de su influencia en la subida de precios: “parecemos grandes, pero no somos ni el 1% del mercado del alquiler en España, que está en un 97% en manos de particulares, a diferencia de lo que sucede en otros países” (Barcelona, 2018). Así lo afirma también la consultora inmobiliaria CBRE que explica en uno de sus estudios que entre *servicers*, SOCIMIs y fondos solo gestionan entre el 2% y el 4% del parque de

viviendas en régimen de arrendamiento (Trincado, 2018), rechazando así la teoría de su alta influencia en el precio del alquiler residencial.

Respecto a las Viviendas de Protección Oficial, donde se critica a los fondos por hacer negocio de estas situaciones complicadas, Ismael Clemente –actual presidente de la SOCIMI Merlin Properties– explica en una entrevista concedida en el año 2013 que el sobreendeudamiento de la Administración Pública para hacer vivienda pública y ofertarla a alquileres muy por debajo de mercado es un gravísimo error. Además, incide durante la entrevista que los fondos oportunistas son más capaces que los bancos de gestionar situaciones complicadas y que, de hecho, no les interesa entrar en litigios para llevar a cabo desahucios ya que éstos merman el rendimiento de sus activos (Clemente, 2013).

Además, según su experiencia, Mikel Echavarren (consejero delegado de la asesora financiera Irea) señala que los fondos buitres son menos reacios que los bancos a aceptar la dación en pago como método para saldar la deuda ya que, a diferencia de los bancos, estos fondos sí saben rentabilizar posteriormente el colateral de la deuda. Buscando esa rentabilidad mencionada anteriormente del 15%, los fondos tratan de conseguir el repago de la deuda o el inmueble lo antes posible para potenciar su Tasa Interna de Retorno (TIR). Con esta idea, y a diferencia de los bancos, su único objetivo es negociar con los propietarios de los préstamos para conseguir que efectúen un pago lo antes posible, aunque sea una parte, ya que con ello ya lograrían generar rentabilidades muy positivas (Blázquez, 2013).

Con todo esto, se ha podido observar como la entrada de los fondos oportunistas propiciaron una solución rápida que ayudó a terminar con una enorme necesidad de revertir la indeseable situación de crisis financiera que vivían los países de sur de Europa. Sin embargo, su entrada también supuso un fuerte rechazo social en aquellos países donde tienen una fuerte presencia debido a su forma de gestionar los activos adquiridos, y por su criticada (aunque no aparente) influencia en el sector inmobiliario.

## PARTE V: REGULACIÓN Y PRÓXIMOS PASOS

Si bien no es cuestionable que la entrada de estos fondos *distressed* tuviera un papel determinante en el saneamiento de la banca de los países del sur de Europa, existen también opiniones muy críticas frente a esta clase de inversores por su carácter oportunista, o socialmente referenciado por el sector más crítico español como “buitre”. Es por ello por lo que, durante los últimos años, ciertos países han tratado de frenar y regular la entrada de este tipo de inversores, principalmente a la hora de cercar las grandes adquisiciones de deuda soberana por parte de éstos.

En esta sección, se estudian las diferentes medidas adoptadas por ciertos países europeos para hacer frente a los fondos oportunistas; y finalmente se hace una referencia al futuro del mercado de deuda *distressed*, especialmente valorando el impacto de la pandemia Covid-19 sobre éste.

### **Regulación de los fondos *distressed* tras la crisis económica**

Una de las primeras iniciativas para reducir la exposición de la deuda soberana de los países más pobres del mundo a la entrada de los fondos oportunistas fue la lanzada por el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros acreedores multilaterales. Estos pusieron en marcha la Iniciativa en favor de los países pobres muy endeudados o *Heavily Indebted Poor Country* (HIPC) *Initiative* en 1996. El programa fue diseñado para asegurar que los países más pobres del mundo no se vieran abrumados por cargas de deuda inmanejables, reduciendo la deuda de los países que cumplan con ciertos criterios y desincentivando el apetito inversor de los fondos mencionados (Muhakanizi, 2018).

En línea con la iniciativa HIPC, en abril de 2010 el Parlamento de Reino Unido aprobó la ley conocida como *Debt Relief Act* (DRA) o Ley de Alivio de la Deuda, enfocada a países subdesarrollados (Muhakanizi, 2018). El motivo detrás de la aprobación de esta ley fueron las grandes presiones por parte de fondos oportunistas de interponer demandas en los tribunales británicos para hacer cumplir con sus obligaciones de pago a países como Zambia, que habían entrado en *default*. De esta forma, se dio un paso más en la iniciativa del FMI y Banco

Mundial en la ayuda al desapalancamiento financiero de los países más desfavorecidos.

Por su parte, Bélgica es probablemente el país de la UE que ha conseguido regular los fondos oportunistas en mayor medida. En julio de 2015, el Parlamento belga aprobó la ley contra la especulación financiera, poniendo límites a los acreedores que persigan una "ventaja ilegítima", definiendo ésta como aquella que se deriva de la existencia de una "desproporción manifiesta" entre el precio pagado y el importe reclamado, abusando de la debilidad de un Estado en suspensión de pagos. Tras varios recursos interpuestos por el fondo oportunista NML Capital (filial del gigante americano Elliot), en mayo de 2018 el Tribunal constitucional belga emitió una sentencia desestimando las pretensiones del fondo y respaldando por tanto la ley aprobada años antes (Cámara de Representantes Belga, 2015).

Otros países dentro de la UE, como Francia o España, han tratado también de acotar las actuaciones de los grandes fondos oportunistas, sin éxito en la aprobación de leyes que consiguieran regularlos. Un ejemplo de ello es el artículo XXIV integrado dentro del "Proyecto de Ley Sapin II" propuesto por la Asamblea Nacional Francesa que adjuntaba una propuesta de ley, similar a la del Parlamento belga, que limitaba las demandas que los fondos *distressed* podían presentar contra Estados soberanos en suspensión de pagos. Finalmente, el Senado aprobó este proyecto de ley en noviembre de 2016 pero suprimiendo de esta versión final la legislación contra los fondos oportunistas (Ruiz, 2020).

Por último, desde la Organización de las Naciones Unidas, el Comité Asesor de Derechos Humanos se ha posicionado recientemente en contra de la actuación de estos fondos de inversión, tachándolos de especulativos y de no apoyar la reestructuración económica en situaciones de crisis. Además, destacan que la presión por parte de estos vehículos a los gobiernos en situaciones de vulnerabilidad para que cumplan con sus obligaciones de pago es una actuación ilegítima por su efecto negativo en la capacidad de los países para garantizar los derechos humanos de la sociedad (UN, 2016).

Como se ha podido observar, si bien gran parte de los países miembros de la UE han tratado de regular a los fondos *distressed* tras la crisis económica, los únicos estados que han conseguido regular ligeramente la actuación de estos

fondos son Reino Unido y Bélgica. Además, las leyes propuestas por estos países solo operan en el ámbito de la especulación con deuda soberana, dejando de momento al margen su actuación en el mercado de deuda tóxica bancaria y sector inmobiliario.

Respecto a la deuda bancaria fallida, la propuesta de la UE, más que regular la entrada de los fondos, es impulsar el desarrollo de mercados secundarios de NPLs, buscando incrementar la facilidad que tienen las entidades bancarias de administrar o vender este tipo de préstamos y reducir así la dependencia de éstas a los fondos internacionales. Según un comunicado difundido el pasado mes de marzo, el Consejo de la Unión Europea aprobó la creación de nuevas normas que permitan que las instituciones no financieras adquieran contratos de deuda *distressed* para “reducir el elevado volumen de NPLs todavía existente en el sector bancario europeo e impedir su acumulación en el futuro” (Teodorovici, 2019).

Como se ha explicado en secciones anteriores, los fondos *distressed* son en realidad segundos inversores ya que adquieren deuda que no puede ser pagada por el prestatario (ya sea una entidad, un particular o incluso un país soberano) y que por tanto merma el rendimiento del prestamista (entidad financiera). Cualquier regulación frente a los fondos oportunistas debe tener en cuenta esta característica, y es que la entrada de estos inversores trata de solventar una situación previa de insolvencia entre un primer prestamista y prestatario.

## **Próximos pasos: Covid-19**

La llegada de la pandemia de Covid-19 ha puesto en jaque no solo al sistema sanitario global sino también al sistema económico. Dejando a un lado las devastadoras consecuencias sanitarias, el cierre de la actividad comercial buscando frenar la escalada del virus ha generado una crisis de oferta en el sistema económico mundial. La radical disminución en las ventas por la imposibilidad de desarrollar la actividad comercial ha supuesto la quiebra de una enorme cantidad de empresas, especialmente pequeñas y medianas empresas (PYMES) cuyas fuentes de financiación están menos diversificadas, y compañías de sectores específicos como el transporte, el turismo o la hostelería con altos niveles de apalancamiento operativo (Lacalle, 2020).

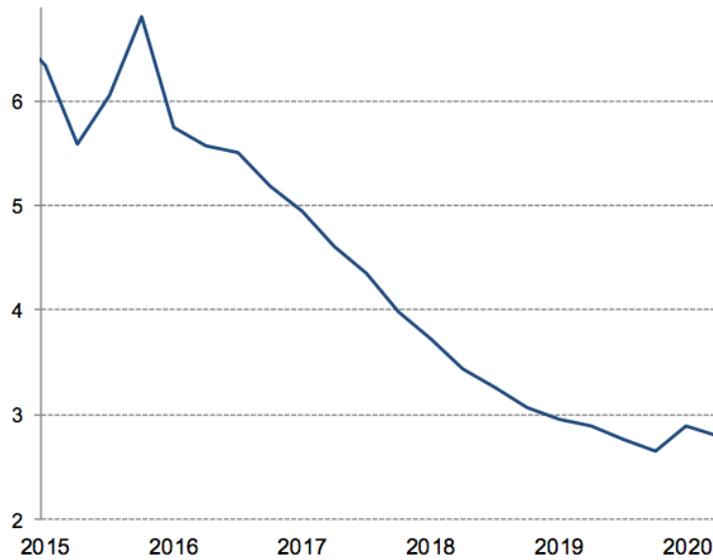
Para compensar esta situación, desde los Bancos Centrales han lanzado programas de estímulo económico. Desde el BCE han impulsado medidas para una política monetaria expansiva, como la disminución de los tipos de interés (incluso a valores negativos) y herramientas no convencionales como el *Quantitative Easing*. Estos programas, enfocados en la inyección de liquidez al tejido empresarial para sobrellevar esta situación de inoperatividad de las compañías ha supuesto también un incremento significativo de la deuda de las mismas.

Esta inyección de deuda para cubrir los costes fijos de las empresas si bien puede ser eficaz en el corto plazo, no es sostenible en el largo plazo ya que crea empresas “zombies”, es decir, empresas que siguen existiendo gracias a la enorme cantidad de deuda que han suscrito pero que realmente están “muertas” operativamente al no poder hacer frente en el futuro a ese nivel de apalancamiento financiero (Lacalle, 2020).

Tras casi un año cumplido desde la declaración de pandemia por parte de la OMS, la previsión es que en los próximos años el número de NPLs aumente considerablemente en la UE (European Commission, 2020). Este incremento de deuda fallida vendrá provocado por el fin de las moratorias concedidas durante este periodo a deudores para liberar su carga financiera, y de la quiebra final de todas aquellas empresas que se denominaban previamente como *zombies* y que, además de las posibles deudas que emitidas previas al Covid-19, han acumulado durante estos últimos meses de confinamiento una gran cantidad de créditos, todos ellos destinados a entrar en la categoría de impago (Garrigues, 2020).

La Comisión Europea ya ha obtenido los primeros resultados respecto a la evolución del número de NPLs a raíz del Covid-19. Si bien es cierto que la situación financiera actual del sector bancario de la UE es sólida –el CET1 promedio de todos los bancos de la UE ascendió al 16,4% y la tasa de morosidad media se situó en el 2,8%– en la siguiente figura puede observarse cómo las consecuencias de la pandemia han comenzado a salir a luz (European Commission, 2020).

### Evolución del número de NPLs en la UE (% sobre total de créditos)



Fuente: Informe de la Comisión Europea (2020)

Figura 15: Evolución de la ratio de morosidad tras la pandemia Covid-19

Tal y como puede observarse en la Figura 15, la tasa bruta de morosidad media de los bancos de la UE experimentó un primer aumento, llegando a 2,9% en el primer trimestre de 2020, frente al 2,6% en el cuarto trimestre de 2019, poniendo fin a la tendencia general bajista desde el cuarto trimestre de 2014. En el segundo trimestre de 2020, la tasa de morosidad promedio sufrió un ligero recorte y se mantuvo en el 2,8%, representando aun así un aumento interanual de 4,5 puntos porcentuales (European Commission, 2020).

En este escenario, y siendo conscientes que las consecuencias económicas de la pandemia Covid-19 no han hecho más que empezar, todos los operadores del mercado coinciden que en los próximos años las transacciones sobre deuda y activos tóxicos alcanzarán niveles muy elevados. Por un lado, las entidades financieras tendrán que reforzar su capital o mantener su nivel de morosidad en los valores establecidos a través de la venta o titulización de deuda; y por otro lado, los fondos tradicionales del *buy-side* seguramente se verán de nuevo tentados a reorientar sus inversiones ante esta nueva situación de inestabilidad crediticia (Garrigues, 2020).

## PARTE VI: CONCLUSIONES

En esta última sección del trabajo se exponen las conclusiones extraídas del análisis realizado sobre la entrada de los fondos *distressed* en el mercado europeo de activos tóxicos bancarios. Las siguientes conclusiones se presentan a modo de resumen con el fin de reflejar las respuestas obtenidas a los objetivos fijados en la parte introductoria del trabajo.

**Conclusión I: los fondos *distressed* tuvieron un papel fundamental en el saneamiento del sector bancario de los países del sur de Europa tras la crisis económica del año 2008.** La incontrolada tasa de morosidad de las entidades bancarias requería de una solución rápida que redujera el riesgo de crédito del sistema financiero, y dieron con ésta con la entrada de los fondos oportunistas. Prueba de ello es que la amplia mayoría de estados de la UE optaron principalmente por esta herramienta frente al resto de medidas propuestas por el BCE para reducir la exposición de sus entidades bancarias a activos tóxicos.

**Conclusión II: los fondos *distressed* o “fondos buitres” cumplen su función en la cadena económica al igual que ocurre en la naturaleza.** Su alta capacidad de inversión, rapidez en la ejecución y experiencia a la hora de gestionar este tipo de situaciones críticas, permitieron que compañías y estados encontraran una vía de escape para frenar las consecuencias devastadoras acaecidas tras la crisis económica. En una situación de crisis de deuda pública donde la inversión era prácticamente nula, la rápida inyección de liquidez que estos fondos ofrecieron al sector bancario europeo fue esencial para garantizar la estabilidad del sistema financiero, mejorar la credibilidad de las compañías del sector y acelerar la recuperación económica.

**Conclusión III: desde el punto de vista económico, extraer los activos tóxicos del balance de las entidades bancarias carece de gran valor.** Las entidades bancarias podrían gestionarlos por sí mismas, tratando de recuperar paulatinamente las cantidades concedidas a los acreditados en mora. Más aún, asumiendo que estos préstamos estuvieran ya totalmente provisionados, su extracción carecería de valor puesto que ya no tendrían impacto en los futuros resultados de la compañía. Por tanto, existen razones adicionales para respaldar la importancia otorgada a la retirada de estos activos de su balance, las cuales

están centradas en la necesidad de obtener algo de liquidez por parte de las compañías, la estricta imposición regulatoria por parte del BCE y la necesidad de mejorar la imagen del negocio bancario europeo frente a potenciales inversores.

**Conclusión IV: parte de la sociedad europea critica las formas de operar de estos fondos, tachándoles de especuladores oportunistas que aprovechan situaciones de debilidad para adquirir activos inmobiliarios a precios de gran descuento.** Sin embargo, la realidad es que la mayoría de estos fondos no son especuladores sino inversores. Tras la compra de las carteras de activos tóxicos, los fondos operan y gestionan los activos mediante sus *servicers*, luchando por la recuperación económica ya que la rentabilidad de su inversión depende de ello. Además, es cierto que adquieren estos activos a precios de gran descuento, pero también es cierto que adquieren en una sola ejecución un alto volumen de inmuebles y posteriormente asumen el riesgo de operarlos en un entorno de grave crisis económica.

**Conclusión V: la adquisición de carteras de activos inmobiliarios por parte de los fondos oportunistas alcanzó niveles muy elevados en los países del sur de Europa.** Tanto es así, que el fondo estadounidense Blackstone se considera actualmente la mayor inmobiliaria de España por volumen de activos. Este hecho también ha elevado voces críticas frente a estos inversores por su aparente poder sobre el precio de la vivienda y de su alquiler. Si bien la realidad es diferente puesto que, aunque su presencia parezca gigante, la influencia de éstos en el mercado del alquiler en el sur de Europa es mínima ya que la mayoría de las propiedades están en manos de particulares (concretamente el 97% en España).

**Conclusión VI: todo parece indicar que, al menos en el futuro próximo, los fondos *distressed* van a continuar operando en la UE tal y como lo venían haciendo hasta ahora.** Su rol de “segundo inversor” y su facilidad para liberar deuda tóxica del sector bancario e inyectar liquidez al sistema en épocas de crisis económica, les otorga un papel de gran influencia en el panorama mundial. Regular su ámbito de actuación puede desencadenar una desmotivación por parte de éstos a invertir en futuros periodos de crisis, representando un riesgo que la gran mayoría de gobiernos no está dispuesta a asumir.

**Conclusión VII: el impacto de la pandemia Covid-19 en la economía europea ha supuesto una nueva amenaza para el sistema bancario al provocar un aumento de las ratios de morosidad.** Tras una bajada continuada de la cantidad de NPLs desde el año 2014, la situación de pandemia actual ha provocado un repunte del número de activos tóxicos en la economía europea, fruto del cierre de numerosas compañías que no han podido sobrellevar estos últimos meses de inactividad. Si bien las consecuencias económicas derivadas del Covid-19 no son del todo tangibles aún, todos los operadores del mercado coinciden en que en los próximos años las transacciones sobre deuda y activos tóxicos podrían alcanzar de nuevo niveles elevados.

## REFERENCIAS

- Altman, E., & Behneni, R. (2019). The anatomy of distressed debt markets. *The Annual Review of Financial Economics*, 3-40.
- Ayuso, J., & Del Río, A. (2012). La resolución de activos bancarios a través de "bancos malos". *Revista de estabilidad financiera*.
- Banco Central Europeo. (2017). *Guía sobre préstamos dudosos para entidades de crédito*. BCE.
- Banco de España. (2017). *Informe sobre la Crisis Financiera y Bancaria en España, 2008-2014*. Madrid: Banco de España.
- Barcelona, R. (23 de Agosto de 2018). Blackstone, el coloso del ladrillo. *La Vanguardia*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *High-level summary of Basel III reforms*. Bank for International Settlements.
- Baudino, P., & Yun, H. (2017). *Resolution of non performing loans – Policy options*. Financial Stability Institute, Insights on policy implementation No. 3. Bank for International Settlements.
- BBVA. (2019). *Documento de Registro en la CNMV. Gestión de Riesgos*. Madrid: BBVA.
- Benito Ruesga, S. M. (2013). *Para entender la crisis económica en España. El círculo vicioso de la moneda única y la carencia de un modelo productivo eficiente*. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- Bholat, D., Lastra, R., Markose, S., Miglionico, A., & Sen, K. (2016). *Non-performing loans: regulatory and accounting treatments of assets*. Staff Working Paper No. 594. Londres: Bank of England.
- Blázquez, P. (2013). Cómo se alimentan los fondos buitres de los créditos basura de la banca española. *El Diario*.
- Brualla, A. (3 de Enero de 2018). Los fondos se hacen con 60.000 millones de 'ladrillo' bancario. *El Economista*.
- CaixaBank. (29 de Mayo de 2018). *CaixaBank traspasa a Lone Star su negocio inmobiliario valorado en aproximadamente 7.000 millones de euros*. CaixaBank.
- Cámara de Representantes Belga. (2015). *Ley relativa a la lucha contra las actividades de los "fondos buitres"*. Art. 2. Bruselas: Estado belga.
- Cerruti, C., & Neyens, R. (2016). *Public asset management companies – a toolkit*. World Bank Study. World Bank.
- Ciavoliello, L., Ciocchetta, F., & Conti, F. (2016). *What's the value of NPLs?* Notes on Financial Stability and Supervision - No. 3. Roma: Bank of Italy.
- Clemente, I. (2 de Diciembre de 2013). Fondos buitres. *Salvados*. (J. Évole, Entrevistador)
- Cortavarria, L., Dziobek, C., Kanaya, A., & Song, I. (2000). *Loan review, provisioning, and macroeconomic linkages*. Working Paper No. 00/195. Fondo Monetario Internacional.

Cumming, D., & Fleming, G. (2012). *Corporate Defaults, Workouts and the Rise of the Distressed Asset Investment Industry*. York, Canada: York University - Schulich School of Business.

D.L.A. Piper Spain. (2020). Distressed Debt and NPLs. 3-4.

Dalio, R. (2018). *Big Debt Crises*. Westport: Bridgewater.

Deloitte. (2017). *“Uncovering opportunities in 2017: Deleveraging Europe 2016–2017”*. Deloitte.

Esposito, M. (2014). *The European Financial Crisis*. Cambridge, CT: Harvard University and European Parliament.

European Banking Authority. (2014). *EBA report on NPLs*. Paris: EBA.

European Banking Authority. (2018). *EBA Risk Assessment Report*. EBA.

European Banking Authority. (2019). *Final EBA Report on NPLs*. Paris: EBA.

European Banking Federal. (2016). *A closer look at European Nonperforming loans (NPLs) stocks*. Brussels: EBF.

European Central Bank. (2017). *Guidance to banks on non-performing loans*. ECB.

European Commission. (2020). *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*. European Commission. Brussels: European Commission.

European Commission, ECB and IMF. (Noviembre de 2014). *Statement by the European Commission, ECB and IMF on Cyprus*. Obtenido de <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151116.en.html>

Ferrer, P. (21 de Noviembre de 2013). El fondo buitres Apollo se convierte en el nuevo rey de la inversión en España: le compra Altamira a Botín. *Hispanidad*.

Fynch, A. (11 de Junio de 2020). *The New Global NPL markets - An outlook on NPL market changing across the globe*. Recuperado el 5 de Diciembre de 2020, de <https://www.debtwire.com>: <https://events.debtwire.com/the-new-global-npl-markets>

Garrido, J. (2012). *Out of court debt restructuring*. World Bank Study. Washington DC: World Bank.

Garrigues. (2020). *Transacciones con carteras de deuda (NPLs) y activos tóxicos (REOs)*. Madrid: Garrigues.

Giménez, Ó. (13 de Febrero de 2019). El BCE pide a la banca mayor cobertura para sus créditos morosos. *El Confidencial*.

Giménez, Ó. (25 de Abril de 2019). El BCE sale en defensa de los fondos buitres. *Cotizalia*.

Global Finance. (2013). Total debt in selected countries around the world. *Global Finance*.

Hull, J. C. (2015). *Risk Management and Financial Institutions* (4th ed.). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Ingves, S. (2011). “Basel III – much-needed regulations for a safer banking sector”. *Swedish Society of Financial Analysts*. Sveriges Riksbank.

- Lacalle, D. (16 de Abril de 2020). Esta crisis no es la de 2008, se aplican políticas de demanda y el shock es de oferta. *Webinar*. (M. Colmenar, Entrevistador)
- Lewis, M. (2010). *The Big Short*. New York: W. W. Norton & Company.
- López Domínguez, R. (s.f.). *Expansión*. Recuperado el 19 de Noviembre de 2020, de *Expansión - Diccionario Económico*: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/indice-de-morosidad.html>
- Moles, P., & Terry, N. (2005). *The Handbook of International Financial Terms. Oxford Reference*.
- Muhakanizi, K. (11 de Enero de 2018). Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Initiative. *Deputy Secretary to the Treasury of Uganda*. (W. B. Group, Entrevistador)
- Rallo, J. R. (2011). *La Crisis Subprime*. Madrid: Instituto Juan de Mariana.
- Ruiz de Gauna, C. (6 de Diciembre de 2017). Cerberus, el fondo buitre que sobrevuela Europa. *Expansion*.
- Ruiz de Gauna, L., & Arroyo, R. (13 de Julio de 2019). Blackstone, del capital riesgo a casero del mundo. *Expansion*.
- Ruiz, L. (2020). *Análisis de los Distressed Funds*. Universidad Pontificia de Comillas, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Madrid: Universidad Pontificia de Comillas.
- Servimedia. (1 de Diciembre de 2018). Los seis grandes 'servicers' de España gestionan activos por valor de 220.000 millones de euros. *Expansion*.
- Teodorovici, E. (27 de Marzo de 2019). Préstamos dudosos: el Consejo adopta su posición sobre los mercados secundarios para los préstamos morosos. (C. d. UE, Entrevistador) Comunicado de Prensa.
- Trincado, B. (25 de Mayo de 2018). Los grandes inversores solo gestionan el 3% de las viviendas en alquiler. *5 Días*.
- UN. (2016). *Sovereign Debt Restructurings: Lessons learned from legislative steps taken by certain countries and other appropriate action to reduce the vulnerability of sovereigns to holdout creditors*. United Nations, UN conference on Trade and Development. NY: UN.
- US Department of the Treasury. (2010). *Troubled asset relief program: two year retrospective*. Office of Financial Stability. US Dept. of Treasury.
- Wozny, L. (2017). National anti-vulture funds legislation: Belgium's turn. *Columbia Business Law Review*, 2017, 702-704.
- Zuloaga, J. (11 de Septiembre de 2015). Oaktree crea una filial para gestionar sus activos en España. *Capital Riesgo*.
- Zuloaga, J. (11 de 1 de 2019). Santander 'liquida' 600 millones en créditos del Popular con su venta a Cabot. *Cotizalia*.

