

Consideraciones para la inversión directa en activos inmobiliarios del Promotor por Fondos de Pensiones de Empleo

9 de junio de 2010

1.- Introducción.

Este informe surge como documento de asesoramiento y apoyo a las Comisiones de Control de los Planes y Fondos de Pensiones de Empleo ante las propuestas realizadas, en los últimos meses en el entorno del Sector Financiero, por parte de los Promotores de dichos Planes, para que estos adquieran, como activos de su correspondiente Fondo de Pensiones, inmuebles propiedad del Promotor (locales de oficinas), siendo este último a menudo también Entidad Depositaria del mismo, con el compromiso de celebrar adicionalmente, a esta operación de compra directa de activos inmobiliarios, un contrato de alquiler respecto a dichos inmuebles que garantice el uso de los mismos durante un largo periodo de tiempo siendo la Entidad Promotora el inquilino - sale and lease back -.

Mediante estas ventas las Entidades Financieras refuerzan su liquidez y solvencia. Ya que dichas operaciones, además de reportarles el precio de la venta haciendo con ello líquido el valor contable de dichos inmuebles, les permiten igualmente hacer efectivas plusvalías latentes, ya que al salir dichos activos inmobiliarios de su patrimonio les posibilita eliminar las dotaciones a reservas que por tales locales la normativa vigente les obliga a contabilizar en su balance.

A la hora de abordar el análisis de las mencionadas propuestas es necesario tener presente la actual coyuntura del Sector Financiero, en proceso de reestructuración, que, por tanto, puede sufrir una reducción de su capacidad instalada. Es decir, una disminución del número de sus oficinas debido a posibles operaciones societarias, lo que puede llegar a afectar a los inmuebles en cuestión.

Igualmente es digno de mencionar que operaciones de este tipo conllevan necesariamente un incremento del riesgo promotor, ya que suponen una inversión directa de los activos del Fondo de Pensiones en activos del Promotor del mismo. Lo que es una línea contradictoria con los pasos dados tanto por la normativa comunitaria (Directiva 2008/94/CE sobre Protección de los Trabajadores Asalariados en caso de insolvencia del Empresario) como por la normativa estatal (Real Decreto 1588/1999 sobre Instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas

con los trabajadores y beneficiarios) para evitar la exposición del salario diferido de los trabajadores y de las trabajadoras a los riesgos derivados de una posible situación de insolvencia empresarial.

Del mismo modo, y en relación al contrato de alquiler vinculado a la operación de compraventa de activos inmobiliarios, hay que tener en cuenta al menos dos circunstancias, por un lado, la hipótesis de que el inquilino deje de serlo antes del plazo estipulado en el mismo para lo que habrá que establecer en el contrato cláusulas que garanticen el pago del alquiler durante la totalidad del plazo aunque el local ya no sea utilizado por el Promotor, y por otro lado, la situación de que el inmueble se quede sin inquilino tras el vencimiento del contrato para evitar lo cual pueden adoptarse dos opciones: proceder a la renovación del contrato de alquiler antes de la expiración del mismo o proceder a la venta del activo antes del vencimiento del contrato de alquiler, para este último caso pueden establecerse cláusulas por las que se garantice al Promotor el derecho de retracto sobre el inmueble, es decir, que el Promotor tenga preferencia en la compra del local en igualdad de las condiciones ofertadas por un tercero.

Es preciso destacar que no es posible establecer pacto de recompra en el mismo ya que ello imposibilitaría hacer efectivas las plusvalías latentes antes mencionadas.

Además, y respecto de la rentabilidad global de la operación, hay que precisar que lo preferente no es la renta obtenida por el alquiler sino que lo importante, para reducir riesgos y dotar de mayor estabilidad a la operación, es que el precio de adquisición del inmueble sea el menor posible.

Finalmente, comentar que es necesario tener en cuenta otros extremos relacionados directamente con tal operación como es el hecho de que, en su caso, requeriría necesariamente para poder llevarse a cabo, un cambio en la Entidad Depositaria del Fondo de Pensiones de Empleo (artículo 17.4 Ley de Planes y Fondos de Pensiones). A tales efectos, y para clarificar las posibles dudas que el proceso de cambio de Entidad Depositaria de un Fondo de Pensiones de Empleo pueda suscitar en los miembros de la Comisión de Control que tendría que tomar tal decisión, este informe se acompaña de un documento comprensivo de los criterios orientadores que serían necesarios para analizar una nueva Entidad Depositaria. En este punto relativo a la elección de nueva Entidad Depositaria es necesario mencionar que se extiende la opinión, aparentemente contrastada con la Administración, de que es posible cambiar de Depositaria el ejercicio en que se hace la compra y volver a la anterior el año siguiente, sobre esta cuestión manifestamos nuestras reservas, parece que una decisión como ésta podría interpretarse como una mera maniobra para burlar las limitaciones que establece la normativa de Planes y Fondos de Pensiones.

En conclusión, ante la situación mencionada y contando con las premisas antes expuestas esta Secretaría entiende que es necesario abordar, con carácter previo a la adopción de la decisión sobre

esta cuestión, ciertas consideraciones que son expuestas y desarrolladas seguidamente en este documento.

Los siguientes criterios, válidos para actuar ante las situaciones antes descritas, tienen valor general para abordar otras operaciones de compraventa de activos inmobiliarios.

2.- Consideraciones generales.

Para abordar estas operaciones y su interés o no para los fondos de pensiones y sus partícipes, debe valorarse si se hacen bajo los criterios de inversión establecidos en la normativa, entre ellos, los de rentabilidad, seguridad, diversificación, dispersión y congruencia de plazos.

La comisión de control deberá tener en cuenta diferentes temas a la hora de discutir la conveniencia o no de aceptar dicha operación. Para ello, respecto al propio proceso de inversión deberá tener en cuenta los límites legales y los establecidos en la política de inversión así como la congruencia de plazos, con el objetivo de limitar los riesgos inherentes a estos activos -concentración e iliquidez-. El fondo de pensiones debe considerar el porcentaje de la operación respecto del total del patrimonio y del conjunto del mismo con el resto de activos ilíquidos y las necesidades de liquidez presentes y futuras.

Es indudable la complejidad de estas decisiones, que a diferencia de las estrictamente financieras, no deben delegarse en la entidad gestora y que, en consecuencia, exigen un asesoramiento externo e independiente para su análisis y toma de decisiones. Y es así, porque conlleva consideraciones de tipo legal, técnico, de valoración y económico, que conjuntamente deben determinar la decisión de inversión. Este asesoramiento externo deberá mantenerse posteriormente, a lo largo de la vida de la inversión, para la adecuada gestión y conservación del patrimonio. Los costes de todo ello, algunos repercutibles en los inquilinos, deben integrarse en el análisis de viabilidad de la inversión.

Como ya hemos mencionado las consideraciones que realizamos ante operaciones concretas ofertadas recientemente, son, en todo caso, válidas para cualquier otra inversión directa en activos inmobiliarios (REAL ESTATE), y con independencia de que el oferente sea o no promotor de un plan de pensiones. Estas son básicamente:

- **La normativa vigente** para este tipo de inversión.
- **La “Due Dilligence”** un informe exhaustivo sobre las características, viabilidad y rentabilidad de la inversión que deberá recoger cuestiones legales, técnicas, tasaciones,

valoración de rentas e inquilinos, costes de gestión, y evaluación económica de la inversión a medio y largo plazo.

3.- Normativa vigente.

El Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (RFPF) en su artículo 70.5, regula la inversión en inmuebles, remitiendo al Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (ROSSP) los requisitos que deben reunir los bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios (artículo 50.10). En cuanto a los límites de diversificación, dispersión y congruencia, el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (RFPF) se refiere a ellos en el artículo 72.i. Seguidamente se recoge la normativa aplicable a estas inversiones:

- **70.5 RFPF:** *"Bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios que reúnan los requisitos establecidos en el apartado 10 del artículo 50 del Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre".*

- **72.i RFPF:** *"La inversión en inmuebles, créditos hipotecarios, derechos reales inmobiliarios, acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, y en aquellas participaciones en el capital social de sociedades que tengan como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles y cuyos valores no estén admitidos a cotización en mercados regulados no podrá exceder del 30% del activo del fondo de pensiones.*

No se podrá invertir más del 10% del activo del fondo de pensiones en un solo inmueble, crédito hipotecario, derecho real inmobiliario o en acciones o participaciones del capital social de una sociedad o grupo de ellas que tenga como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles y cuyos valores no estén admitidos a cotización en mercados regulados. Este límite será aplicable, así mismo, sobre aquellos inmuebles, derechos reales inmobiliarios, créditos hipotecarios o sociedades lo suficientemente próximos y de similar naturaleza que puedan considerarse una misma inversión.

La inversión en una sola institución de inversión colectiva inmobiliaria podrá llegar al 20% del activo del fondo de pensiones. Este límite también será aplicable para la inversión de un fondo de pensiones en varias instituciones de inversión colectiva inmobiliarias cuando estas estén

gestionadas por una misma entidad gestora de instituciones de inversión colectiva o por varias pertenecientes al mismo grupo.

A los efectos de este artículo, tendrán la consideración de sociedades que tengan como objeto social exclusivo la tenencia y gestión de inmuebles aquellas en las que al menos el 90% de su activo esté constituido por inmuebles.

A esta categoría de activos no le resultará de aplicación lo establecido en la f) anterior”.

➤ **50.10 ROSSP:** *”Bienes inmuebles y derechos reales inmobiliarios. Los bienes inmuebles deberán reunir los siguientes requisitos:*

a. Deberá tratarse de suelo rústico o suelo que conforme a la legislación urbanística española se defina como urbano o urbanizable, edificios terminados, o pisos o locales que, formando parte de aquellos, constituyan fincas registrales independientes.

b. Estar situados en el territorio de un Estado miembro del Espacio Económico Europeo.

c. Estar inscritos en el Registro de la Propiedad a nombre de la entidad aseguradora.

d. Haber sido tasados por una entidad tasadora autorizada para la valoración de bienes en el mercado hipotecario, con arreglo a las normas específicas para la valoración de inmuebles aptos para la cobertura de provisiones técnicas de las entidades aseguradoras aprobadas por el Ministro de Economía y Hacienda.

e. En el caso de cuotas o participaciones proindiviso, deberán estar registralmente identificadas y ser libremente transmisibles. Cuando se trate de plazas de aparcamiento de automóviles, deberán ser anejas a la propiedad principal o, si no lo fuesen, habrán de estar registralmente identificadas y ser libremente transmisibles.

f. Si se trata de inmuebles hipotecados y el gravamen afecta a varios bienes, deberá individualizarse la responsabilidad de cada uno.

g. Estar asegurados contra el riesgo de incendio y otros daños al continente, por entidad distinta del titular del inmueble y por importe no inferior al valor de construcción fijado en la última tasación que se hubiese realizado. Cuando se produjera la revisión de una tasación anterior, o la

tasación de un inmueble que fuere provisionalmente apto y se diera una situación de infraseguro, no podrá considerarse el nuevo valor hasta que se subsane dicha situación.

No obstante lo dispuesto en los párrafos a, c y d anteriores, se podrán afectar provisionalmente los edificios en construcción o en rehabilitación, siempre que la entidad aseguradora asuma formalmente el compromiso de finalizar la construcción o la rehabilitación en el plazo de cinco años, así como los inmuebles que estén en trámite de inscripción en el Registro de la Propiedad o pendientes de tasación durante un plazo máximo de un año.

Cuando se trate de inmuebles situados fuera de España se aplicarán de forma análoga y teniendo en cuenta la legislación propia de cada Estado, los criterios señalados anteriormente.

Los derechos reales inmobiliarios aptos serán aquellos que se hubieran constituido sobre bienes inmuebles que reúnan los requisitos referidos en los párrafos precedentes, salvo el de titularidad, y que se hallen inscritos a su nombre en el Registro de la Propiedad.

En el caso de inmuebles o derechos reales inmobiliarios pendientes de inscripción, deberá existir un seguro de caución concertado con entidad aseguradora distinta a la titular del inmueble, o un aval bancario por importe no inferior al valor de afección provisional”.

4.- La “Due Dilligence”.

Se conoce con este nombre, al informe previo a una inversión, en este caso inmobiliaria, realizado por un agente o agentes expertos y ajenos al oferente y que debe considerar en profundidad una serie de aspectos de los que, sin ser exhaustivos, a continuación detallamos los de mayor interés:

- **4.1.- Legales:**
 - Conformidad con los requerimientos de la normativa vigente de fondos y planes de pensiones.
 - Titularidad del activo, posibles cargas, posibles incompatibilidades o limitaciones legales (por ejemplo, que el vendedor sea el promotor o empresa de su grupo).
 - Licencias urbanísticas, y en su caso, medio ambientales, de construcción, de funcionamiento, de actividad y cualquier otra necesaria para el normal desarrollo de la explotación inmobiliaria que se pretende.

- Contratos de alquiler vigentes con los inquilinos, condiciones, duración, cláusulas de rescisión o renovación, actualización de rentas, gastos transferibles, etc.
- Modelos de contratos para futuros inquilinos y modificaciones de los existentes si se considerara necesario.
- Contrato de compraventa con las consideraciones y garantías propias de cada operación.
- **4.2.- Técnicos:**
 - Mediciones.
 - Calidad del activo: construcción, materiales, instalaciones, etc.
 - Estado de conservación.
 - Modificaciones necesarias para su adecuada explotación.

- **4.3.- Tasaciones:**

La tasación es un proceso de valoración de activos inmobiliarios, realizado por empresas o personas habilitadas legalmente para ello. Aunque existen normas objetivas para las tasaciones, establecidas por el Banco de España, obligatorias para determinadas operaciones el componente subjetivo tiene un peso importante. Estas tasaciones consideran la situación, las rentas, la ocupación, últimas operaciones similares cerradas en el mercado y cualquier otra consideración del tasador.

La tasación no es el precio de mercado del activo, es una valoración de él, como ya se ha dicho, con un importante componente subjetivo, por lo que pueden existir sobre un mismo activo tasaciones con diferencias apreciables.

- **4.4.- Gastos de la inversión y de gestión:**

- Gastos ordinarios de la inversión: impuestos, escritura, registro, estudios, comisiones, etc.
- Costes de inversión para la puesta en explotación del activo.

- Gastos de gestión del activo: administrativos, impuestos, seguros, guardería, seguridad, mantenimiento, reparación y cualquiera que se pueda considerar, así como su posible repercusión en todo o en parte a los inquilinos.

• **4.5.- Análisis de viabilidad de la inversión:**

- Valoración de la información anterior y precio de oferta recibido o, en su caso, el precio que ofertaría.

- Rentabilidad bruta y neta de inicio.

- Plan de explotación del activo: horizonte de inversión, inversiones adicionales, cambios de inquilinos y/o de contratos, escenarios de salida de la inversión.

- Riesgos de la inversión, entre otros, destacan:

- Tasación anual, para lo que es determinante el precio de adquisición, debiendo ser éste el menor posible para reducir riesgos inherentes a la valoración de la inversión y dotar de mayor estabilidad a la operación. Es más importante incidir en rebajar el precio de compra que el importe del alquiler, la dificultad en este apartado reside en que el objeto de estas operaciones para el vendedor es, entre otros, el de aflorar la mayor cuantía posible de plusvalías, en el caso de las entidades financieras para reforzar su estructura de capital.
- Cierre de oficinas, esta posibilidad hay que contemplarla y neutralizar sus efectos a través de las cláusulas pertinentes en el contrato de compraventa. Básicamente existen dos opciones:
 - a) Sustitución de una oficina cerrada por otra que permanezca abierta, de iguales o similares características.
 - b) En caso de cierre, mantener el compromiso de pago del alquiler hasta el vencimiento del contrato o al menos hasta que se consiga alquilar el local.
- Riesgo promotor, ser conscientes que la operación expone al Fondo de Pensiones a mayor exposición al riesgo derivado de una insolvencia empresarial.

- Rentabilidad esperada de inversión según distintos escenarios.

5.- Consideraciones finales.

A diferencia de otros activos, como acciones o bonos conceptualmente homogéneos, los inmobiliarios son únicos y heterogéneos, incluso con un mismo activo, las operaciones realizadas con ellos son singulares, lo que no permite análisis genéricos. Pueden existir operaciones interesantes, que, sin embargo, no lo sean para un fondo de pensiones, o lo sean para unos y no para otros, dependiendo de las circunstancias de cada uno: colectivo, riesgo asumible, política de inversiones, etc.

La “ Due Dilligence” debe de ser la información básica para tomar la decisión de inversión. Este informe, que debe comprender consideraciones de carácter jurídico, técnico, económico-financieras y de viabilidad, nos debe dar la clave para su incorporación o no a nuestro fondo y su encaje en la política de inversiones y en los objetivos de rentabilidad del mismo, teniendo en cuenta las características del plan o planes en él integrados.

Como en cualquier inversión, ha de considerarse, rentabilidad esperada y riesgos que se asumen y en particular en estos el de su baja liquidez, no sólo en momentos de mercados deprimidos, sino también en los normales pues los procesos de inversión y desinversión inmobiliaria son siempre largos, no menos de tres meses y a menudo mucho más largos; por ello, una consideración importante es el horizonte de la inversión en relación al grado de madurez del Fondo.