Sareb: claus estratègiques

Document de treball 01/13

15 de febrer de 2013

Estudis i Anàlisi Econòmica

www.laCaixa.es/estudis

Sandra Jódar-Rosell
Economista
Departament d'Anàlisi Econòmica
sjodar@lacaixa.com

La responsabilitat de les opinions emeses en els documents d'aquesta col·lecció correspon exclusivament als seus autors. La **Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona** no s'identifica necessàriament amb les seves opinions.

© Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, 2013

© Sandra Jódar-Rosell

Resum

- Bona part de les crisis bancàries se salden amb la creació d'alguna mena de societat de gestió d'actius que permeti accelerar la reestructuració d'aquells sectors econòmics més afectats per la crisi. A Espanya, l'acord d'assistència financera amb el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) ha facilitat els fons necessaris per adoptar aquesta solució, establint les bases per completar la reestructuració del sistema bancari.
- El "banc dolent" espanyol (Sareb) gestionarà els actius problemàtics de les entitats que necessiten injeccions de capital públic, amb l'objectiu de maximitzar-ne el valor de recuperació al llarg d'un període de 15 anys. En completar el procés de transferència d'actius, el seu balanç sumarà uns 56.500 milions d'euros i operarà amb uns fons propis d'uns 4.500 milions d'euros. D'aquests, el 25 % serà capital i el 75 %, deute subordinat. Al final de 2012, la Sareb havia captat 3.800 milions (el 55 % provinents d'inversors privats). La participació pública s'instrumenta a través del FROB.
- S'estima que actius per un valor brut d'aproximadament uns 130.000 milions d'euros sortiran del balanç dels bancs (gairebé un 32 % de tot el crèdit al promotor concedit pel sistema bancari a desembre de 2011). Els actius reals (adjudicats i en garantia de préstecs) vinculats a aquesta cartera d'actius estaran compostos en un 40 % per edificis acabats, en un 13 % per edificis en construcció, en un 26,5 % per sòl urbà i en un 9 % per altres sòls. La resta d'actius són préstecs sense garantia real.
- Els preus de transferència concedeixen a la Sareb un marge de comercialització que sembla raonable en el cas de l'habitatge acabat, però que és molt ajustat en el cas del sòl. Amb aquests preus, satisfer els objectius de rendibilitat anunciats dependrà de manera crucial de la qualitat del crèdit al promotor traspassat i de la seva gestió. Així, si es materialitza la probabilitat acumulada d'impagament de l'escenari advers d'Oliver Wyman, i suposant una ràtio LTV (*loan-to-value*, préstec/valor de l'actiu) del crèdit traspassat del 80 %, la Sareb hauria aconseguir un marge mitjà del 23 % al llarg del període en la venda d'habitatges i sòl.
- Addicionalment, la Sareb podria patir la pressió afegida del calendari d'amortització del deute avalat, que s'haurà de negociar amb la troica. Per gestionar la diferència de venciments, la Sareb pot segmentar amb molta cura els seus actius en diferents Fons d'Actius Bancaris i donar entrada a nous inversors.
- En qualsevol cas, la gestió del crèdit promotor serà el factor clau del procés. Els deutors poden mirar de renegociar els seus préstecs per apropiar-se d'una part dels descomptes aplicats per la Sareb a les entitats cedents. La Sareb haurà de dissenyar amb molta atenció els acords de servei per minimitzar aquest risc, ja que els ingressos del crèdit al promotor sa seran imprescindibles per cobrir potencials pèrdues en la venda de sòl.

Els objectius de la Sareb

L'experiència internacional mostra que bona part de les crisis bancàries se salden amb la creació d'alguna mena de societat de gestió d'actius que permeti accelerar la reestructuració dels sectors econòmics més afectats per la crisi. Les solucions adoptades en cada cas varien al llarg de dues dimensions: el caràcter públic o privat d'aquesta societat, i la gestió centralitzada o descentralitzada dels actius. Davant la crisi bancària espanyola, en un primer moment es va optar per una solució privada i descentralitzada, per la qual fossin les pròpies entitats financeres les que creessin les seves societats especialitzades de gestió d'actius. No obstant això, la dificultat d'accés al finançament i l'absència d'un gruix suficient de capital va impossibilitar aquesta solució per a les entitats més exposades al problema.

El Memoràndum d'entesa sobre condicions de política sectorial financera, subscrit el juliol passat, marca un canvi en l'estratègia de reestructuració del sector bancari espanyol amb la creació d'una societat gestora d'actius centralitzada i amb participació pública. La Llei 9/2012, de 14 de novembre, de reestructuració i resolució d'entitats de crèdit, va establir la creació de l'anomenada Societat de Gestió d'Actius per a la Reestructuració Bancària (Sareb). Aquesta llei es desenvolupa amb el Reial decret 1559/2012, que estableix el règim jurídic que haurà de seguir la societat de gestió d'actius.

Amb la creació de la Sareb es pretenen assolir dos objectius primordials. El primer és completar la reestructuració del sistema bancari i aconseguir que la part més afectada torni a exercir amb normalitat les funcions essencials per a l'economia. L'acumulació de crèdits dubtosos i actius no productius en el balanç d'aquestes entitats les obliga a dedicar una quantitat ingent de recursos a la seva gestió, en detriment de la concessió de nou crèdit per a projectes viables. Amb el traspàs dels seus actius problemàtics a la Sareb aquestes entitats han d'assumir pèrdues en aquests actius. Això les obligarà a una reducció de dimensió i a la pèrdua de negoci a favor d'entitats més fortes, però la seva capacitat de concessió de crèdit serà més sostenible i es podran concentrar en projectes viables. El resultat hauria de ser un augment del crèdit del sistema bancari a aquests projectes. D'altra banda, aconseguir una solució eficient per als actius problemàtics exigeix recursos i competències molt específics que no necessàriament estan disponibles al si de les entitats.

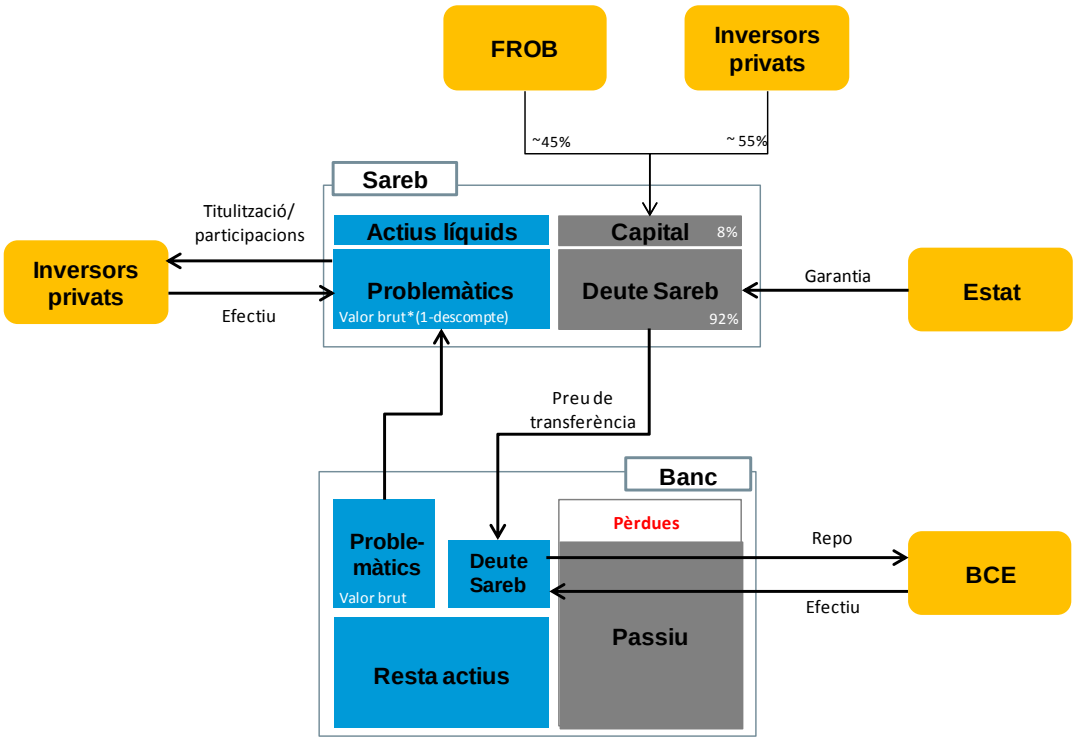
El segon objectiu és accelerar la reestructuració del sector de la promoció i construcció immobiliària i aconseguir el seu despalanquejament efectiu. Es pretén trencar els incentius perversos que permeten la supervivència d'empreses del sector els projectes de les quals no són econòmicament rendibles, reestructurant-ne el deute i repartint-ne les pèrdues entre les diferents contraparts.

Per no comprometre l'estabilitat del sistema financer, és primordial disposar d'uns fons de suport que permetin realitzar tot el procés de manera ordenada. D'una banda, perquè els quitaments i les vendes d'actius immobiliaris provocaran pèrdues a les entitats financeres propietàries d'aquests actius. Aquestes pèrdues es podrien encomanar a la resta del sistema financer a través de les interconnexions existents i de la desconfiança que s'instal·laria en els mercats mentre es desconegués en qui recaurien finalment les conseqüències. D'altra banda, una venda massiva d'actius immobiliaris en un breu període de temps podria provocar caigudes brusques de preus que no reflectirien canvis en el seu valor fonamental, sinó que serien reflex de les necessitats de liquiditat dels venedors. Aquestes caigudes podrien afectar la solvència d'altres participants en el mercat i, en conseqüència, encomanar-se també a altres entitats financeres que inicialment no tenien problemes.

Per tot plegat, l'estabilitat del sistema financer pot justificar la intervenció del sector públic en aquest procés de reestructuració. En condicions normals, el sector públic sol estar subjecte a menys pressions de liquiditat que les entitats bancàries i podria gestionar la venda dels actius per extreure'n el seu valor fonamental. No obstant això, la crisi de deute que està afectant Europa en aquests moments, i Espanya en particular, ha impedit fins ara que s'adoptés aquesta solució per al cas espanyol. La sol·licitud del rescat bancari ha facilitat els fons necessaris per abordar el traspàs dels actius danyats fora del sistema bancari i ha posat els fonaments per completar la reestructuració del sistema.

En els apartats següents s'analitzen, amb la cautela que imposen les limitacions sobre la informació disponible, els principals elements de l'esquema de funcionament de la Sareb. Com a breu resum, cal dir que la Sareb adquirirà sobretot actius problemàtics de les entitats en dificultats a un preu que pretén reflectir-ne el valor fonamental. El dèficit de capital generat en les entitats participants es podrà cobrir amb la línia de crèdit de 100.000 milions d'euros concedida per l'Eurogrup.

Esquema de funcionament de la Sareb



Font: Elaboració pròpia.

D'altra banda, la major part del finançament necessari per a l'adquisició d'aquests actius problemàtics estarà avalada per l'Estat. Així, la Sareb pagarà l'adquisició d'aquests actius amb títols de deute avalat que les entitats cedents podran descomptar al banc central per obtenir liquiditat. A canvi d'aquestes ajudes, les entitats participants s'hauran de sotmetre a una forta reducció del seu negoci i, tant els seus propietaris com els seus creditors més "júnior", hauran d'absorbir-ne una part important de les pèrdues.

Com serà la Sareb? Una anàlisi del seu balanç

La Sareb es constitueix a partir del traspàs dels actius problemàtics de les entitats que necessiten injeccions de capital públic per arribar a un nivell de solvència adequat.[1] Aquests actius entraran en el balanç de la Sareb valorats amb un notable descompte respecte del valor al qual estaven comptabilitzats en els llibres de les entitats, cosa que els generarà pèrdues (vegeu l'esquema).

Com a criteri general, es traspassaran els actius que el FROB consideri especialment deteriorats o la permanència dels quals en el balanç de les entitats sigui perjudicial per a la seva viabilitat. Aquests es corresponen, segons estableix el RD 1559/2012, amb les propietats adjudicades, les participacions de control en empreses del sector immobiliari i el crèdit al sector promotor, inclòs el crèdit actualment al corrent de pagament.[2] No obstant això, el decret contempla també la possibilitat de traspassar crèdit al consum i a pimes de manera extraordinària i a petició del FROB.

El 31 de desembre de 2012, la Sareb havia rebut actius problemàtics per valor de 37.110 milions d'euros, procedents de les entitats nacionalitzades (el grup BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco, Banco Gallego i Banc de València). En una segona fase, que s'ha de completar abans de març de 2013, es procedirà al traspàs dels actius problemàtics de la resta d'entitats que necessiten injeccions de capital públic[3] (BMN, Caja3, Liberbank i Banco CEISS). Tenint en consideració

[1] Identificat en els test d'estrès com el necessari per suportar l'escenari advers d'Oliver Wyman.

[2] Per tal de facilitar la gestió centralitzada dels actius de la Sareb, s'han establert uns límits sobre el valor net comptable dels actius a traspassar. Així, les propietats adjudicades hauran de tenir un valor net comptable superior a 100.000 euros, mentre que el crèdit al promotor haurà de ser superior als 250.000 euros per deutor.

[3] "Evaluación de los planes de recapitalización según los términos del *MoU*", nota de premsa del Banc d'Espanya, 30 d'octubre de 2012.

els descomptes anunciats i els balanços d'aquestes entitats, s'estima que, un cop completat el procés, el volum d'actius problemàtics en el balanç de la Sareb ascendirà a uns 52.000 milions d'euros.

Com a pagament per aquests actius transferits, la Sareb haurà d'emetre deute "sènior" per valor d'uns 52.000 milions d'euros. Aquesta serà la principal partida de passiu de la Sareb. Aquests títols de deute, que tindran l'aval de l'Estat, es lliuraran a les entitats i podran descomptar-los al BCE per obtenir liquiditat. La resta del passiu de la Sareb estarà format pels seus recursos propis.

L'objectiu del FROB i el Banc d'Espanya és que la Sareb tingui uns recursos propis equivalents al 8 % del passiu. Aquests estaran compostos per capital ordinari (25 %) i deute subordinat (75 %). La necessitat que el deute de la Sareb no consolidi com a deute de les administracions públiques imposa la restricció addicional que el FROB ha de tenir menys del 50 % d'aquests recursos propis.

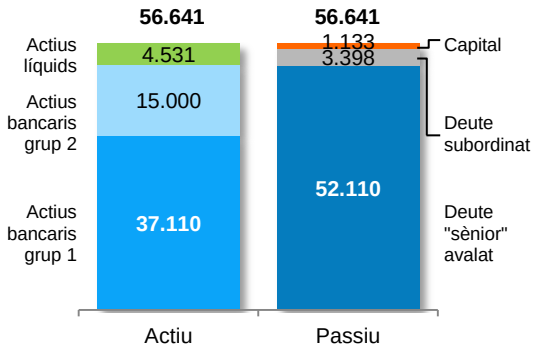
Aquestes xifres impliquen que, un cop completat el procés, els recursos propis de la Sareb ascendiran a uns 4.500 milions d'euros, prop de 3.400 milions dels quals seran en forma de deute subordinat. La participació privada necessària serà, doncs, de gairebé 2.500 milions d'euros. El 31 de desembre de 2012, la Sareb havia aconseguit captar 3.800 milions d'euros, 2.850 milions dels quals en forma de deute subordinat. La participació privada era de 2.090 milions d'euros (uns 523 milions dels quals en forma de capital), un 84 % de la participació final necessària.

D'aquesta manera, la Sareb neix com una societat fortament palanquejada. Els seus 1.133 milions d'euros de capital i la possible conversió d'una part del deute subordinat li proporcionaran un cert coixí per absorbir possibles pèrdues puntuals. Ara bé, si es materialitzessin pèrdues substancials, la Sareb s'hauria recapitalitzar, i això elevaria el deute públic d'Espanya per la proporció de l'ampliació corresponent al FROB. A més, les pèrdues atribuïbles al FROB impactarien sobre el dèficit de les administracions públiques. Aquest límit serà especialment rellevant durant els primers anys d'operació, en què la societat probablement no haurà pogut incrementar les seves reserves a través de la retenció de beneficis.

En conjunt, amb la creació de la Sareb l'Estat està assumint un risc contingent d'uns 52.110 milions d'euros, que es podria materialitzar una vegada absorbides les primeres pèrdues pels recursos propis.

La inversió privada a la Sareb s'haurà de situar al voltant dels 2.500 milions d'euros

Balanç estimat de la Sareb després del traspàs dels actius de les entitats dels grups 1 i 2 (en milions d'euros)



Fonts: FROB i Banc d'Espanya.

Els actius a traspassar, en detall

El volum d'actius problemàtics comptabilitzat en el balanç de la Sareb té en compte el descompte aplicat per la societat en el moment del traspàs. No obstant això, per valorar la veritable dimensió del procés, cal conèixer també el volum d'actius traspassats segons el seu valor en els llibres de les entitats.

Les xifres per a aquestes entitats que proporciona l'informe d'Oliver Wyman sobre l'exercici d'estrès són un bon punt de partida, ja que tenen en compte reclassificacions del crèdit que no figuren en els comptes auditats del 2011. Tenint això en compte, sense considerar les participacions en empreses immobiliàries ni els límits inferiors anteriors aplicables a actius adjudicats i crèdits a promotors, el volum dels actius que sortiran del balanç de les entitats es podria elevar fins al voltant de 130.000 milions d'euros. D'aquests, uns 94.000 milions correspondrien a les entitats nacionalitzades (grup 1) i uns 37.000 a la resta d'entitats que rebran ajudes públiques (grup 2).

Per tipus d'actius, al voltant d'un 27,4 % de la cartera traspassada correspon a actius reals (immobles o sòl) que podrien ser venuts directament al mercat. La resta, uns 95.015 milions d'euros, seran crèdits. Aquesta xifra implica que un 32 % de tot el crèdit vinculat a la promoció immobiliària concedit a desembre de 2011 podria sortir del balanç agregat del sistema bancari espanyol. En termes de crèdit al sector privat, aquesta xifra representa el 5,3 % del saldo viu a desembre de 2011.

El balanç de les entitats es reduirà en prop de 130.000 milions d'euros pel traspàs

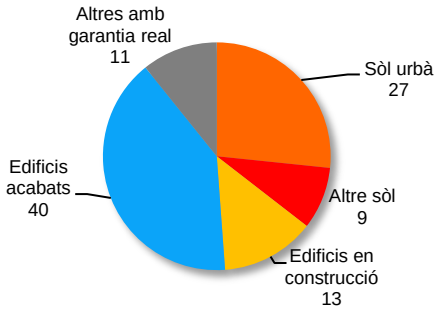
Valor brut en llibres a desembre de 2011 (en milions d'euros)(*)

	Entitats del grup 1 (A)	Entitats del grup 2 (B)	(A)+(B)	%
Crèdit al promotor	**67.023**	**27.992**	**95.015**	**72,6**
Problemàtic	43.364	12.271	55.613	42,5
Al corr. de pagament	23.659	15.721	39.402	30,1
Actius adjudicats	**26.995**	**8.884**	**35.879**	**27,4**
Sòl	11.944	3.689	15.633	11,9
Obra en construcció	792	560	1.352	1,0
Edificis acabats	14.259	4.634	18.894	14,4
Total	**94.019**	**36.876**	**130.894**	

(*) Sense comptar les participacions de control en empreses del sector immobiliari ni tenir en compte els límits mínims aplicables a préstecs i actius immobiliaris adjudicats.
Font: Elaboració pròpia a partir de l'Informe Oliver Wyman i els comptes anuals de les entitats.

Un 40 % de la cartera d'actius a traspassar estaria vinculada a edificis acabats

Valor brut d'actius adjudicats i en garantia de préstecs a desembre de 2011 (en %)*



(*) El valor de les garanties té en compte la ràtio LTV mitjana per tipus d'actiu.
Font: Elaboració pròpia a partir dels comptes anuals de les entitats.

Un altre dels elements necessaris per valorar el risc que està assumint la Sareb amb el traspàs d'aquests actius problemàtics és la composició en termes d'actius reals (immobles, sòl, etc.). L'informe d'Oliver Wyman no proporciona dades sobre la composició del crèdit al promotor, ja sigui segons el seu estat o el tipus d'actiu real aportat en garantia. Per això, una aproximació a la composició dels actius reals, inclosos els que serveixen de garantia de crèdits, només és possible utilitzant les dades dels informes de transparència que figuren en els comptes anuals de les entitats.

Segons aquests, aproximadament un 32,4 % del crèdit al promotor a traspassar està vinculat a habitatges acabats, un 22,8 % a sòl urbà i un 15,9 % no disposa de garantia real.[4] El valor que tenien les garanties d'aquests préstecs en el moment de la seva concessió pot aproximar-se a partir de la ràtio de *loan-to-value* (LTV) amb la qual es van concedir els préstecs. És pràctica habitual que el préstec a promotors es concedeixi per un import inferior al del valor de taxació de l'actiu. A Espanya, segons l'anàlisi realitzada per Oliver Wyman amb l'última taxació disponible, els crèdits a promotors es van concedir, de mitjana, pel 68 % del valor de taxació.[5] Aquest valor arriba al 80 % en el cas dels crèdits la garantia dels quals està constituïda per sòl no urbà.

Amb totes aquestes dades, estimem que els actius reals vinculats a la cartera que les vuit entitats podrien transferir a la Sareb estarien compostos en un 40 % per edificis acabats. El sòl urbà representaria un 26,5 %, mentre que la resta de sòl significaria un 8,8 % dels actius reals.

Pel que fa a la localització d'aquests actius, l'única informació disponible en el moment de la redacció d'aquest document prové de les filtracions a la premsa del pla de negoci de la Sareb.[6] D'acord amb elles, la majoria dels actius provinents de les entitats nacionalitzades se situen a Catalunya (21 %), Comunitat Valenciana (18 %), Madrid (15 %), Andalusia (12 %) i Galícia (7 %).

El preu d'adquisició dels actius és raonable

El preu d'adquisició dels actius és un dels factors clau per garantir l'èxit de la Sareb, ja que si és prou baix atorgarà marge per vendre les propietats i fer-ho amb beneficis. Si s'aconseguís, contribuiria a eliminar la incertesa sobre els preus immobiliaris que llasta la recuperació d'aquest mercat i reduiria la factura del rescat bancari per al contribuent.

Naturalment, el preu d'adquisició també és clau per al futur de les entitats que traspassen els seus actius, ja que determina les pèrdues que hauran d'assumir en el moment del traspàs. A més, cal tenir en compte que, per preservar l'estabilitat financera, el preu d'adquisició és necessàriament superior als preus de liquidació (*fire-sale*) que s'ofereixen al mercat. Per aquest motiu, aquest preu comporta una ajuda pública per a les entitats que traspassen els seus actius i, en conseqüència, ha de satisfer la normativa europea en matèria d'ajudes estatals.

[4] Disposen d'una garantia personal, pignorativa o 2a hipoteca.
[5] En el moment de la concessió, la ràtio LTV oscil·lava entre el 60 % i el 88 % en funció de l'entitat.
[6] "El 75 % de los activos inmobiliarios de la banca nacionalizada son de difícil venta", *Cinco Días*, 28 de novembre de 2012.

En conseqüència, el RD 1559/2012 estableix que el traspàs s'ha de fer amb base al valor econòmic a llarg termini dels actius (VELT), determinat per experts independents a les proves d'esforç individuals, tot i que en cap cas el valor de traspàs pot ser inferior a les cobertures exigides fins ara.[7] Oliver Wyman ofereix dues valoracions possibles dels actius bancaris en funció de l'escenari macroeconòmic, tot i que només contempla un horitzó de dos anys. Per tant, prendre aquestes referències com el valor a llarg termini dels actius resulta una mica conservador, ja que no es tenen en compte els efectes d'una recuperació econòmica a mitjà termini.

Els descomptes mitjans finalment anunciats pel FROB parteixen de l'escenari base d'Oliver Wyman i hi afegeixen un descompte addicional per cobrir els costos i el risc de l'operació.[8] Amb això, s'acosten als de l'escenari advers. D'aquesta manera, s'estableix un descompte mitjà del 45,6 % per al crèdit al promotor i del 63,1 % per a les propietats adjudicades.

En general, la Sareb considera que els actius en garantia de crèdits tenen un valor econòmic superior al dels actius adjudicats traspassats directament per les entitats participants (vegeu la taula a la columna següent).

El preu de transferència implica un descompte mitjà del 50 %

Descompte sobre el valor en llibres a desembre de 2011 (en %)

	Oliver Wyman. Escenari base	Anunciat per Sareb	Oliver Wyman. Escenari advers	Promemòria: Exigències RDL amb *add-on capital* (mitjana ponderada)
Crèdit promotor	**28,6**	**45,6**	**42,8**	**46,1**
Habitatge acabat	17,2	32,4	27,3	19,8
Obra en curs	25,3	40,3	39,4	46,7
Sòl urbà	36,8	53,6	56,3	68,7
Altre sòl	36,9	56,6	56,3	68,7
Altres amb garantia real	18,0	33,8	30,9	–
Altres sense garantia	48,8	67,6	63,9	65,7
Adjudicats	**55,5**	**63,1**	**63,4**	**56,2**
Sòl	72,0	79,5	79,7	80,0
Obra en curs	56,0	63,2	65,7	65,0
Habitatge acabat	41,7	54,2	49,7	35,0
Total	**36,1**	**50,5**	**48,6**	**49,0**

Fonts: Informe Oliver Wyman i Banc d'Espanya.

Així, fent servir de nou els valors mitjans de la ràtio de LTV per al crèdit promotor a Espanya, el sòl urbà en garantia tindria un descompte del 67,1 % sobre la seva última taxació, enfront del 79,5 % aplicat al sòl adjudicat. En el cas de l'obra en curs, el descompte per a la que serveix de garantia seria del 58,2 % enfront del 63,2 % de l'obra adjudicada. L'excepció és l'habitatge acabat en garantia, amb un descompte que amb prou feines es diferencia del de l'habitatge adjudicat. Això es podria deure al fet que el balanç de les entitats ja incorporava un major reconeixement de la pèrdua de valor de l'habitatge adjudicat, bé per la seva retaxació en el moment de l'adjudicació o bé per una major acumulació de provisions.

En conjunt, ponderant actius en garantia de crèdits i actius adjudicats segons el seu pes en les carteres a traspassar, la Sareb adquirirà habitatge acabat amb un descompte d'aproximadament el 54,6 % sobre el valor d'última taxació i sòl amb un descompte del 70,9 %.[9]

En vista de les previsions realitzades per Oliver Wyman per al mercat immobiliari, els preus als quals es transferirà l'habitatge acabat donen marge a la Sareb per comercialitzar-lo sense patir pèrdues. Suposant que els habitatges adjudicats i en garantia de préstecs estiguessin taxats a preus del 2008, any en què els preus immobiliaris van assolir el seu màxim, el 54,6 % de descompte situa el cost d'adquisició mitjà per a la Sareb en 940 €/m^2. L'escenari advers d'Oliver Wyman situa

Els actius reals en garantia de préstecs estan més ben valorats que els seus equivalents adjudicats

Descompte sobre l'última taxació (en %)

	LTV última taxació	*Descompte sobre última taxació*
Act. reals garantia del crèdit promotor		
Habitatge acabat	67	54,7
Obra en curs	70	58,2
Sòl urbà	71	67,1
Altre sòl	80	65,3
Altra garantia real	48	68,2

Fonts: Informe Oliver Wyman i Banc d'Espanya.

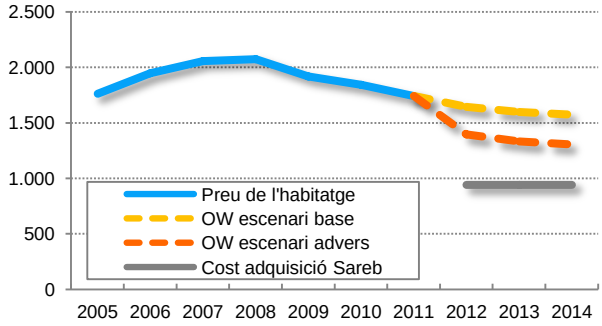
[7] En concret, s'hi inclouen les provisions exigides en els reials decrets llei 2/2012 i 18/2012, sense l'*add-on* de capital.

[8] En el cas irlandès, aquest descompte addicional va ser del 10 %. Vegeu European Commission Competition (2011), «The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis», *Commission Staff Working Paper*.

[9] Del saldo en habitatge acabat, el 73,3 % és en forma de garantia de crèdit. Per tant, 54,6 % = 54,7 % * 73,3 % + 54,2 % * (1 – 73,3 %). Pel que fa al sòl, el 51,8 % és sòl urbà en forma de garantia de crèdit, el 15,5 % és sòl d'altra mena en garantia i el 33 % és sòl adjudicat. Així doncs, 70,9 % = 67,1 % * 51,8 % + 65,3 % * 15,5 % + 79,5 % * 33,0 %.

Ample marge per a la Sareb en la venda d'habitatges

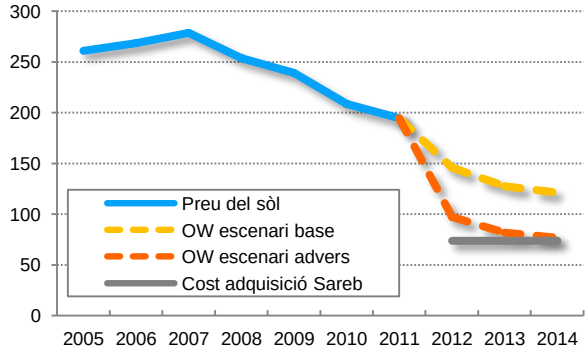
Evolució del preu de l'habitatge i previsions (en €/m²)



Fonts: Ministeri de Foment, Informe Oliver Wyman i elaboració pròpia.

Menor marge en el cas de la venda de sòl

Evolució del preu del sòl i previsions (en €/m²)



Fonts: Ministeri de Foment, Informe Oliver Wyman i elaboració pròpia.

el preu de l'habitatge el 2014 en una mitjana de 1.304 €/m², després d'una caiguda acumulada des de 2008 del 37 %.

En el cas del sòl, el marge de comercialització per a la Sareb sembla molt més ajustat. El descompte mitjà del 70,9 % aplicat als preus de 2008 donaria una xifra d'uns 74 €/m², molt a prop dels 77 €/m² previstos per Oliver Wyman per al 2014 en el seu escenari advers.

Així doncs, els preus de transferència a la Sareb permeten cobrir escenaris adversos de caiguda de preus immobiliaris, i per això la seva viabilitat econòmica sembla factible. Una altra qüestió és si els beneficis que obtingui seran suficients per oferir un retorn atractiu per al capital invertit.

Anàlisi de l'objectiu de rendibilitat: un exercici senzill de simulació

Segons el pla de negoci provisional, la Sareb té un objectiu de rendibilitat sobre recursos propis del 10 % anual en els pròxims 15 anys. Això representaria un benefici mitjà després d'impostos d'uns 453 milions d'euros anuals. El RoE (*return on equity*, rendibilitat dels recursos propis) objectiu del capital pur seria del 14 %, mentre que el del deute subordinat se situaria en el 8 %. La qüestió principal que suscita aquest objectiu és si es correspon amb unes expectatives de preus immobiliaris realistes en relació amb els preus de transferència als quals la Sareb adquireix els actius.

Per respondre a aquesta qüestió, un exercici senzill consistiria a ignorar la dimensió temporal del problema i assumir que la Sareb ha d'assolir cada any la seva rendibilitat objectiu. Llavors, comparant el benefici objectiu amb els costos que haurà de suportar al llarg del període, és possible establir el nivell d'ingressos necessaris per aconseguir-ho. A més de les vendes d'edificis i sòl, la Sareb disposarà de dues fonts d'ingressos: els préstecs que es mantinguin al corrent de pagament i el lloguer d'habitatges acabats. La seva contribució dependrà de certes característiques clau dels actius, per a les quals és factible obtenir aproximacions raonables. Simulant diferents valors per a aquestes característiques, és possible obtenir els marges en la venda d'habitatges i sòl que la Sareb hauria de fixar per assolir el nivell d'ingressos necessari. Juntament amb el cost d'adquisició dels actius, aquesta informació permet determinar el preu de venda necessari i comparar-lo amb les expectatives d'evolució dels preus.

Per dur a terme la seva activitat, la societat haurà d'incórrer en uns costos anuals de gestió (amb despeses operatives i el cost de vendes). Per aproximar, es pot prendre un valor equivalent a l'1,6 % dels actius transferits en el primer any, que estaria en línia amb la mitjana de les despeses d'explotació sobre actius totals mitjans del sistema bancari. Si bé aquesta xifra és superior al 0,4 % registrat per la NAMA irlandesa en els seus tres primers anys d'actuació, altres analistes consideren que es tracta d'una estimació optimista. D'altra banda, la societat haurà de satisfer també el cost financer del deute avalat, el tipus d'interès del qual s'ha fixat en l'euríbor a 3 mesos més un diferencial que actualment supera els 200 punts bàsics.[10] Finalment, la Sareb haurà de dedicar recursos a acabar l'obra en curs i desenvolupar sòl (*capex*). El volum d'aquests recursos és més difícil de determinar, ja que dependrà de si la Sareb realitza

[10] En concret, i segons el seu registre al BORME, les emissions contemplen un diferencial compost per la suma del diferencial entre els bons del Tresor i l'*asset swap* al termini de venciment, més el *basis swap* 3-6 mesos al termini de l'emissió segons la cotització *mid* ICAP Europa. Per a l'emissió a un any, el diferencial resultant va ser de 218,9 punts bàsics.

aquesta tasca per ella mateixa o busca socis per emprendre-la.

La taula següent mostra els ingressos nets mitjans necessaris per assolir una rendibilitat dels recursos propis del 10 %, en funció de l'interès mitjà del deute avalat i el *capex*, expressats com a percentatge del saldo viu dels actius transferits. Per a la seva construcció s'ha suposat una amortització lineal en 15 anys del deute avalat, una reducció equivalent en l'estoc dels actius transferits i uns costos fixos de gestió al llarg de la vida de la Sareb. Per al *capex*, s'ha assumit un total per als 15 anys de vida de la Sareb equivalent a diferents percentatges sobre el total dels actius transferits, repartit linealment entre 15 anys. D'aquesta manera, per aconseguir una rendibilitat mitjana ponderada del capital i el deute subordinat del 10 %, amb un tipus d'interès del deute avalat del 4 % de mitjana al llarg del període i un *capex* total del 20 %, la Sareb hauria de ser capaç d'obtenir unes entrades anuals de *cash-flows* de prop del 17,7 % del saldo viu dels actius transferits.

Per aconseguir aquests *cash-flows*, la Sareb disposarà de tres fonts d'ingressos: la venda d'edificis i sòl, el pagament del nominal més els interessos del crèdit al promotor que es mantingui al corrent de pagament a mitjà termini i, finalment, el lloguer dels habitatges acabats mentre no sigui possible vendre'ls. No obstant això, per potencial de generació d'ingressos, la font determinant és el crèdit al promotor. Com més gran sigui l'import que es recuperi dels crèdits traspassats, més factible és que el marge de venda que la Sareb necessiti imposar sobre habitatges i sòl sigui coherent amb l'evolució dels preus. Així doncs, assumint que la Sareb aconsegueix contenir els costos de gestió en nivells acceptables, la clau del seu èxit residirà en la gestió del crèdit al promotor.

En concret, els ingressos de la Sareb dependran crucialment de dos paràmetres que mesuren la qualitat del crèdit concedit (per a més detalls, vegeu l'annex). El primer és la probabilitat acumulada d'impagament dels préstecs. Una baixa probabilitat d'impagament ofereix un coixí d'ingressos substancial per a la Sareb, ja que implica recuperar gran part del nominal (més els interessos) dels crèdits concedits als promotors. Cal no oblidar que el nominal d'aquests crèdits és notablement superior al valor pel qual es registraran en els llibres de la Sareb.

El segon paràmetre és la ràtio LTV amb la qual es van concedir els crèdits, i cobra importància en el moment en què la Sareb s'ha d'adjudicar les garanties dels crèdits que resultin impagats. Aquestes garanties passaran a augmentar l'estoc d'habitatges i sòl que la societat haurà de gestionar. Per a la Sareb, el cost d'adquisició d'aquestes garanties prové del descompte aplicat als crèdits, modulat per la ràtio LTV. Així, com més petita és la LTV dels crèdits adjudicats, més gran és la diferència entre el valor de les propietats adjudicades i el cost d'adquisició per a la Sareb, la qual cosa eleva els beneficis possibles. En canvi, si els crèdits adjudicats es van concedir amb una LTV elevada, la Sareb corre el risc d'haver adquirit les propietats subjacents a un cost massa elevat en relació amb l'evolució esperada dels preus.

Partint d'aquestes consideracions, el gràfic següent mostra el marge de venda sobre habitatges i sòl que seria necessari, de mitjana, per aconseguir les rendibilitats anunciades en funció dels dos paràmetres que mesuren la qualitat del crèdit. S'hi observa com amb una probabilitat d'impagament acumulada del 61 % segons l'escenari base d'Oliver Wyman i una LTV propera al 70 %, la Sareb fins i tot podria vendre els actius adjudicats per sota del seu cost d'adquisició. No obstant això,

Els ingressos nets anuals mitjans de la Sareb s'haurien de situar al voltant del 18 % del saldo viu dels actius traspassats

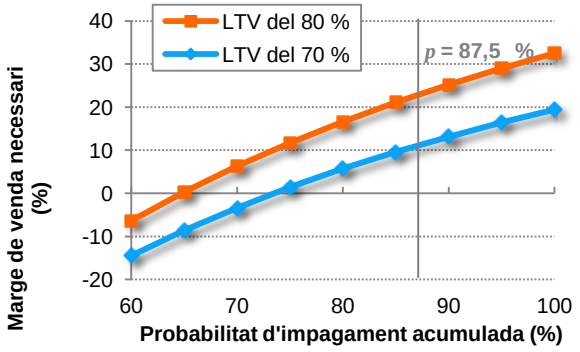
Ingressos nets mitjans necessaris segons tipus d'interès i capex *(en % de l'estoc d'actius transferits)*

		Capex		
		15	**20**	**30**
Interès del deute avalat (%)	**2,5**	15,1	16,2	18,4
	4,0	16,6	**17,7**	19,9
	6,0	18,6	19,7	21,9

Font: Elaboració pròpia.

La qualitat del crèdit serà clau per restar pressió al marge de venda necessari

Marge mitjà de venda necessari en habitatge i sòl per generar uns ingressos del 17,7 % dels actius traspassats (en % del cost d'adquisició per a la Sareb)



Font: Elaboració pròpia.

una posició més conservadora aconsella prendre com a referència l'escenari advers. Aquest situa la probabilitat d'impagament en un 87,5 %, en què el marge de venda necessari se situaria entre el 11 % i el 23 % per a una LTV mitjana dels crèdits traspassats del 70 % o del 80 %, respectivament.

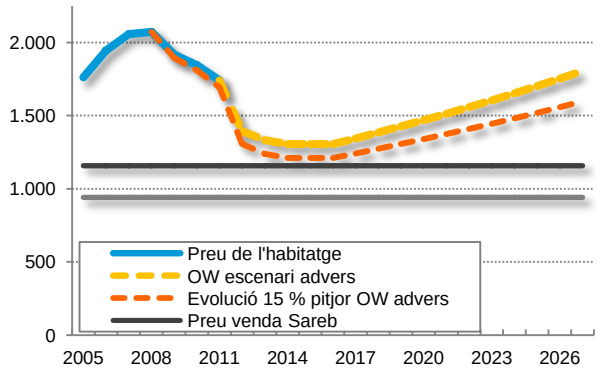
En vista dels costos d'adquisició discutits en la secció anterior, un marge del 23 % en la venda d'habitatges podria ser factible per a la Sareb. No obstant això, hi ha dos elements de risc que podrien alterar aquest resultat. En primer lloc, podria resultar problemàtica la localització dels actius adjudicats o, de manera més general, la seva qualitat en relació amb la mitjana d'immobles en el mercat. De fet, les xifres ofertes pel Ministeri de Foment[11] mostren com la caiguda acumulada del preu de l'habitatge entre el març del 2008 i el setembre del 2012 va ser d'1,2 punts percentuals superior a la mitjana a les províncies on la Sareb concentra els seus immobles. Entre elles, destaquen les majors caigudes relatives a Madrid (+6,8 p. p.) i València (+3,0 p. p.).

El segon dels elements de risc seria la posada al mercat d'un volum d'habitatges massa elevat en els primers anys. Això podria comportar una pressió addicional en els preus que faria perillar la consecució del marge necessari.

Per tenir en compte aquests elements de risc, és convenient considerar un escenari addicional amb una desviació a la baixa del 15 % respecte a l'evolució del preu mitjà en l'escenari advers. Aquest escenari començaria a representar un risc per als marges de la Sareb, especialment durant els primers anys.

Venda d'habitatges: escenaris suposant un marge de venda necessari del 23 %

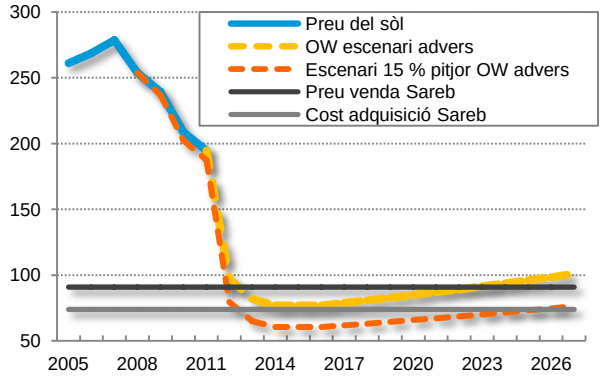
Evolució del preu de l'habitatge i previsions (en €/m²)



Fonts: Ministeri de Foment, Informe Oliver Wyman i elaboració pròpia.

Venda de sòl: escenaris suposant un marge de venda necessari del 23 %

Evolució del preu de l'habitatge i previsions (en €/m²)



Fonts: Ministeri de Foment, Informe Oliver Wyman i elaboració pròpia.

El cas del sòl sembla molt més complicat. El preu de venda necessari se situaria per sobre de les previsions d'Oliver Wyman per a l'escenari advers i caldrien increments en el preu de mercat superiors al 2,5 % anual per obtenir un marge de venda en els anys finals que fos suficient per assolir la mitjana del 23 %. Si hi afegim l'efecte de la localització de la cartera, la consecució del marge necessari encara és més difícil.

Condicionants del ritme de desinversió

Per aconseguir aquest marge mitjà de prop del 23 % formalment la Sareb disposarà d'un període de 15 anys per adaptar el ritme de desinversió en actius a l'evolució dels preus de mercat. No obstant això, hi ha el risc que aquest ritme es pugui veure condicionat si l'Eurogrup decideix establir un calendari d'amortització per al deute avalat.

El deute avalat de la Sareb s'ha emès amb venciments entre 1 i 3 anys, de manera que la seva amortització es pot realitzar tant en efectiu com mitjançant l'emissió de nous títols. Establir un calendari d'amortització significaria determinar l'evolució del saldo viu d'aquests títols al llarg del temps o, en altres paraules, establir un percentatge mínim per a l'amortització dels títols que s'hagi de fer en efectiu. Per valorar aquest risc, una possibilitat és assumir un calendari que prengui com a referència les condicions específiques de la Facilitat de Recapitalització d'Entitats Financeres.[12] Aquestes estableixen que el venciment mitjà de l'assistència financera prestada no excedirà els 12,5 anys, dos anys menys que l'horitzó previst de

[11] Taula 2. Preus de l'habitatge lliure, Ministeri de Foment.

[12] "Acuerdo de Facilidad de Asistencia Financiera entre el MEDE y el Reino de España", (BOE núm. 296, de 10 de desembre de 2012).

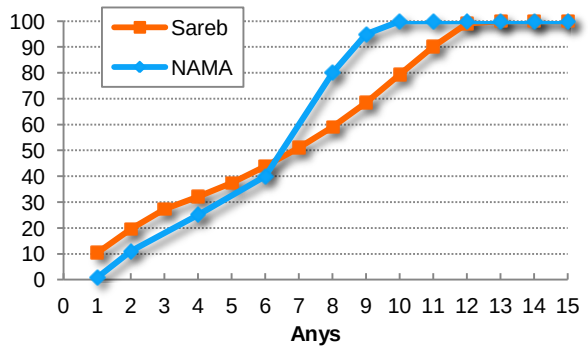
funcionament per a la Sareb. Amortitzar linealment el deute avalat en aquest termini suposaria un grau d'exigència gens menyspreable, sobretot per als primers anys d'operació. Un calendari així podria ser contraproduent, ja que comportaria una elevada pressió a la venda just en un moment en què els preus encara no s'haurien estabilitzat. Com a referència, el calendari acordat per a la NAMA irlandesa, amb un horitzó de funcionament de 10 anys, és relativament més exigent en els anys finals del projecte i més contingut durant el període intermedi.

La Sareb haurà, doncs, de gestionar amb molta cura la diferència de venciments que es produirà per la discrepància entre el ritme de desinversió desitjat i el calendari d'amortització del deute avalat establert. Això li exigirà ser capaç de familiaritzar-se ràpidament amb la cartera d'actius traspassats, de manera que pugui identificar qüestions com ara: quins actius seran més rendibles si es mantenen fins al venciment; quin perfil de risc i de flux de caixa tenen; quins altres actius s'hauran de vendre i quan serà el millor moment per fer-ho.

Una bona segmentació facilitaria a la Sareb la identificació de potencials inversors interessats en les diferents classes d'actius. En aquest sentit, la Llei 9/2012 i el Reial decret llei 1559/2012 concedeixen a la Sareb la possibilitat de segmentar els seus actius mitjançant la creació de diferents Fons d'Actius Bancaris (FAB), de caràcter similar als fons de titulització. D'aquesta manera, la Sareb podrà agrupar els actius que desitgi mantenir durant més temps en vehicles separats que podran ser dissenyats per adequar-se a les preferències de diferents tipus d'inversors, per exemple agrupant-los segons el seu nivell de risc i perfil de fluxos de caixa. L'entrada de nous inversors en aquests vehicles, ja sigui mitjançant aportacions de capital o la compra de títols de deute, permetrà anar amortitzant el deute de la Sareb en mans dels bancs participants i que el risc dels diferents actius es redistribueixi entre els agents més capacitats per suportar-lo.

El calendari d'amortització del deute de la Sareb podria ser relativament exigent

Pagament acumulat del principal del deute "sènior" (en %)



Font: Elaboració pròpia a partir del pla de negoci de la NAMA.

Riscos del model operacional: compte amb els incentius

Fins ara, aquest document ha discutit els aspectes més numèrics associats a la Sareb i la consecució dels seus objectius. No obstant això, tal com ha quedat de manifest en apartats anteriors, l'èxit de la Sareb passa per maximitzar les recuperacions del crèdit al promotor. És per això que la gestió de la Sareb ha de tenir en compte els incentius dels diferents agents i les seves reaccions més probables, per alinear-los amb els objectius de la societat i assegurar que les diferents contraparts implicades (promotors, entitats cedents d'actius, etc.) fan tot el possible per satisfer els seus compromisos.

Així, el primer que haurà de gestionar la Sareb són els incentius dels agents que gestionin els seus actius, ja siguin les entitats participants o proveïdors de serveis elegits mitjançant licitació. Per això, els acords de servei han d'establir incentius lligats a la preservació del valor dels actius i al ritme de desinversió desitjat. La Sareb ha d'evitar que els objectius lligats al nombre de crèdits gestionats o unitats venudes s'assoleixin sacrificant valor dels actius. Els acords de servei han d'incorporar també altres mecanismes de control de l'actuació del proveïdor de serveis. Aquests haurien d'incloure, com a mínim, el dret a realitzar auditories i incentius/penalitzacions en funció de la qualitat de la gestió.

No obstant això, el principal risc per a la Sareb prové dels incentius dels promotors sans per reclamar un quitament sobre el seu deute. Això passa perquè s'ha fet públic el descompte mitjà sobre el nominal al qual la Sareb ha adquirit aquests crèdits. D'aquesta manera, per apropiar-se d'una part d'aquest descompte, els promotors sans tenen incentius per renegociar el seu deute i mostrar un deteriorament exagerat de la seva situació. El repte de la Sareb és, doncs, dissenyar un mecanisme que li permeti distingir els promotors en veritables dificultats dels oportunistes.

El disseny general que el FROB contempla per a la Sareb preveu algunes actuacions respecte als promotors deutors que van en aquesta direcció.[13]

[13] "Diseño General de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)", comunicació del FROB, 16 de novembre de 2012.

Així, "s'exigirà als deutors el pagament del 100 % dels fluxos de caixa disponibles per satisfer les seves obligacions davant la Sareb". A més, en la seva negociació amb ells, la Sareb intentarà aconseguir que els actius lliures de càrregues es puguin utilitzar com a garanties addicionals. Això elevaria el cost d'incompliment per als promotors i contribuiria a desincentivar comportaments oportunistes. Lògicament, un prerequisit important perquè aquestes actuacions tinguin efecte és que la Sareb disposi de la màxima informació possible sobre aquestes empreses.

En aquest sentit, mantenir en un primer moment la gestió diària del crèdit al promotor en mans de les entitats cedents té l'avantatge de preservar la informació dels deutors ja recollida per les entitats. No obstant això, la Sareb haurà de prendre en consideració dos inconvenients d'aquesta alternativa. En primer lloc, ha de tenir en compte que aquestes, en el seu tracte amb els deutors, busquen preservar una relació a llarg termini i que això pot esbiaixar les seves decisions cap a un tracte massa favorable per als deutors. Aquesta mena de relació no és d'utilitat per a la Sareb, que pot preferir solucions més dràstiques que les que adoptarien les entitats. A Irlanda, la NAMA va abordar aquest problema fixant els estàndards de servei que han de seguir les entitats participants i exigint-los el reemplaçament del personal anteriorment vinculat a la gestió dels préstecs ara traspassats. En segon lloc, les entitats cedents pateixen nivells de morositat superiors a la mitjana del sector, de manera que han de destinar molts recursos a gestionar crèdits en aquesta situació. En haver-se alliberat del problema del crèdit al promotor, tenen incentius per concentrar el seu esforç en els crèdits no traspassats, fins i tot a risc de descuidar la gestió eficient dels crèdits de la Sareb. De la mateixa manera, aquestes entitats poden tenir majors incentius per concedir finançament per a la venda de propietats en el seu balanç que per a les traspassades a la Sareb.

La Sareb ha de triar entre: *a*) un proveïdor millor informat, i per tant més eficient, però subjecte a majors conflictes d'interès (les entitats cedents), o *b*) un proveïdor menys eficient i amb menor capacitat d'oferir finançament, però amb menys conflictes d'interès. L'elecció òptima no és òbvia, ja que depèn del valor de la informació de difícil transmissió que hagi estat recollida per les entitats. En aquest sentit, establir un sistema d'avaluació comparativa entre el comportament de les diferents entitats durant el primer any d'operació podria ajudar a revelar tant el valor d'aquesta informació com el cost de prevenir els conflictes d'interès.

Conclusió

La creació d'una societat de gestió dels actius problemàtics de les entitats amb problemes accelerarà la necessària reestructuració del sistema financer espanyol. A aquesta solució s'ha arribat després d'un notable esforç privat d'assumpció de pèrdues per part de les entitats, els seus accionistes i els tenidors d'instruments híbrids. No obstant això, aquest ha estat insuficient per evitar involucrar el sector públic i, per tant, els contribuents. Aquests, a través de la seva participació en la Sareb, assumeixen ara el risc vinculat als actius problemàtics. Per això, el disseny i la gestió de la Sareb són capitals perquè aquest risc es vegi recompensat i no es materialitzi en més deute públic.

De l'anàlisi precedent es desprèn que el projecte de la Sareb presenta riscos importants a curt termini. No obstant això, una contenció dels costos, una bona gestió del crèdit i un disseny molt acurat dels acords de servei podrien permetre a la Sareb assolir els seus objectius a llarg termini.

Així, tot i que els preus de transferència semblen adequats en el cas de l'habitatge, a curt termini hi ha el risc que el repagament del deute avalat imposi la necessitat de vendre un volum d'actius massa elevat en un moment en què els preus encara no s'han estabilitzat. Això podria influir en el nivell de preus i portar-lo per sota del previst per l'escenari advers, especialment si l'atractiu de l'habitatge acabat de la Sareb no és gaire elevat o es troba en zones que pateixen una pitjor evolució dels preus.

Per compensar aquest risc, la Sareb haurà d'extreure el màxim benefici possible del crèdit al promotor traspassat i dels edificis que pugui posar en lloguer, avançant el seu flux de caixa per adequar-lo al calendari d'amortitzacions del deute. Per això, els FAB s'han de comercialitzar amb èxit de manera ràpida, una tasca complicada si es té en compte la multitud de tràmits associats al traspàs dels actius i a la constitució dels fons. De la mateixa manera, els acords de servei també s'han d'adoptar amb la velocitat suficient per modificar la conducta de les entitats cedents i adequar-la als objectius de la Sareb. Altrament, hi ha el risc que en el primer any es renegociïn massa préstecs amb condicions relativament més favorables per als promotors que per a la Sareb.

Si, malgrat tots aquests condicionants, la Sareb aconsegueix realitzar amb èxit aquestes tasques, això li permetrà establir un ritme de venda de les seves propietats compatible amb la materialització

del seu valor econòmic real i la generació d'un volum suficient de transaccions que permetin reactivar el mercat immobiliari. Més enllà de la seva contribució a l'estabilitat del sistema financer espanyol, l'establiment d'una referència raonable per als preus immobiliaris, en línia amb els seus determinants fonamentals, seria un altre èxit clau per contribuir a una recuperació econòmica sostinguda.

Annex

Aquest annex detalla la derivació de la fórmula emprada per calcular el marge necessari per a la Sareb en la venda d'habitatges i sòl en funció de paràmetres coneguts.

Com a simplificació, suposem un model d'un sol període. Al començament del període es constitueix la societat i s'adquireixen els actius transferits (*A*) de les entitats financeres. Al final del període es venen els immobles i el sòl (*F*), es cobren els crèdits (*C*) i els lloguers i es paga el deute "sènior". Els beneficis (Π), després de detreure-hi el 30 % d'impostos, es destinen a remunerar als accionistes i els tenidors de deute subordinat. La funció de beneficis es pot escriure de la manera següent:

$$\begin{aligned}\Pi = {} & \left(P_V^F - P_S^F\right)\cdot F + \\ & + \left(1-p\right)\cdot\left(1+i\right)\cdot C\cdot P_E^C + p\cdot C\cdot P_V^F - C\cdot P_S^C + \\ & +\gamma\cdot a\cdot\left(F\cdot P_S^F + p\cdot C\cdot P_S^C\right) - \left(g+r\right)\cdot A\end{aligned} \qquad (1)$$

En l'equació (1), P^F i P^C denoten el preu dels adjudicats i del crèdit, respectivament. Els subíndexs *V*, *S*, *E* especifiquen si el preu es refereix al preu de venda, al d'adquisició de la Sareb o al comptabilitzat per les entitats, respectivament.

El primer terme de la fórmula recull els beneficis de la Sareb provinents de la venda dels adjudicats inicials. El segon terme, entre claudàtors, recull el benefici esperat provinent dels crèdits a promotors. Amb una probabilitat (1-*p*), la Sareb recuperarà el nominal del crèdit (pel valor comptabilitzat en el balanç de les entitats) més els interessos (*i*). Amb una probabilitat *p*, la Sareb s'haurà d'adjudicar les propietats en garantia dels crèdits i vendre-les al preu dels actius adjudicats. El tercer component recull els beneficis provinents del lloguer d'un percentatge i de les propietats adjudicades totals de la Sareb, amb una rendibilitat *a*. Finalment, l'últim terme recull els costos de gestió (*g*) i financers (*r*) en percentatge dels actius transferits.

Addicionalment, és convenient utilitzar les identitats següents, que es compleixen entre els preus a nivell de contracte i que relacionen les variables del model amb paràmetres observables o fàcils d'aproximar:

$$P_V^F = \left(1+\mu\right)\cdot P_S^F \qquad (2)$$

$$P_S^j = \left(1-descompte_S^j\right)\cdot P_E^j \quad \forall j = F, C \qquad (3)$$

$$P_E^C = P_E^F\cdot LTV \qquad (4)$$

on *μ* és el marge de la Sareb en la venda final d'habitatges i sòl, *descompte* és l'aplicat per la Sareb sobre el valor en llibres dels actius de les entitats en el moment de la transferència i LTV fa referència a la ràtio *loan-to-value* amb la qual es van concedir els préstecs a promotors.

Multiplicant tots dos costats de l'equació (4) per (1-$descompte_S^C$) i combinant el resultat amb les equacions (2) i (3), és possible escriure el preu de venda dels actius adjudicats en funció del preu d'adquisició del crèdit al promotor pagat per la Sareb:

$$P_V^F = \left(1+\mu\right)\cdot\left(\frac{1-descompte_S^F}{1-descompte_S^C}\right)\cdot\frac{P_S^C}{LTV} \qquad (5)$$

També resulta convenient utilitzar la definició següent dels actius transferits:

$$A = F\cdot P_S^F + C\cdot P_S^C \qquad (6)$$

Finalment, substituint les equacions (5), (2) i (3) en l'equació (1), dividint tots dos costats pel saldo d'actius traspassats (6) i reordenant, s'obté una expressió per als ingressos que només depèn de variables observables o paràmetres fàcils d'aproximar:

$$\begin{aligned}\frac{\Pi}{A} + g + r = {} & \mu\left[w_S^F + \frac{p\cdot w_S^C}{LTV}\cdot\left(\frac{1-descompte_S^F}{1-descompte_S^C}\right)\right] + \\ & + p\cdot w_S^C\cdot\left[\frac{1-descompte_S^F}{1-descompte_S^C\cdot LTV} - 1\right] + \\ & + \left(1-p\right)\cdot w_S^C\cdot\left[\frac{1+i}{1-descompte_S^C} - 1\right] + \\ & +\gamma\cdot a\cdot\left(w_S^F + p\cdot w_S^C\right)\end{aligned} \qquad (7)$$

Així, el costat esquerre de l'equació (7) recull el percentatge sobre el saldo d'actius traspassats que hauria d'ingressar la Sareb per aconseguir els objectius anunciats de rendibilitat i cobrir els costos de gestió i financers. A la part dreta, les dues formes de w_S fan referència al pes dels actius adjudicats (o dels préstecs) en el total d'actius traspassats a la Sareb, segons el valor en llibres d'aquesta, de manera que també són magnituds conegudes:

$$w_S^j = \frac{j \cdot P_S^j}{F \cdot P_S^F + C \cdot P_S^C} \quad \forall j = F, C \qquad (8)$$

D'aquesta manera, l'equació (7) permet aïllar fàcilment el marge en la venda d'habitatges i sòl (μ) en funció de la resta de paràmetres. L'informe d'Oliver Wyman ofereix estimacions sobre el valor mitjà de la ràtio LTV en el sistema financer espanyol, així com un rang de variació. L'informe ofereix també un rang de valors per a la probabilitat d'impagament acumulada *p*, en funció d'un escenari base o un d'advers. Per a la resta de paràmetres s'han assumit els valors següents:

	Paràmetre	Valor
g	Cost operatiu	1,6 % dels actius traspassats
	Cost de les vendes	3 % dels actius adjudicats, entre 15 anys
	Capex	20 % dels actius traspassats, entre 15 anys
r	Interès deute avalat	4 %
i	Interès prést. promotor	5 %
γ	% adjudic. en lloguer	30 %
a	Renda de lloguer	4 %