

Sareb: claves estratégicas

Documento de trabajo 01/13

15 de febrero 2013



Estudios y Análisis Económico

www.laCaixa.es/estudios

Sandra Jódar-Rosell
Economista

Departamento de Análisis Económico
sjodar@lacaixa.com

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La **Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona** no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, 2013

© Sandra Jódar-Rosell

Resumen

- Buena parte de las crisis bancarias se saldan con la creación de algún tipo de sociedad de gestión de activos que permita acelerar la reestructuración de aquellos sectores económicos más afectados por la crisis. En España, el acuerdo de asistencia financiera con el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) ha facilitado los fondos necesarios para adoptar esta solución, sentando las bases para completar la reestructuración del sistema bancario.
- El “banco malo” español (Sareb) gestionará los activos problemáticos de las entidades que necesitan inyecciones de capital público, con el objetivo de maximizar su valor de recuperación a lo largo de un periodo de 15 años. Al completar el proceso de transferencia de activos, su balance sumará unos 56.500 millones de euros y operará con unos fondos propios de unos 4.500 millones de euros. De estos, el 25% será capital y el 75% deuda subordinada. A finales de 2012, la Sareb había captado 3.800 millones (el 55% provenientes de inversores privados). La participación pública se instrumenta a través del FROB.
- Se estima que activos por un valor bruto de aproximadamente unos 130.000 millones de euros saldrán del balance de los bancos (casi un 32% de todo el crédito promotor concedido por el sistema bancario a diciembre de 2011). Los activos reales (adjudicados y en garantía de préstamos) vinculados a esta cartera de activos estarán compuestos en un 40% por edificios terminados, en un 13% por edificios en construcción, en un 26,5% por suelo urbano y en un 9% por otro suelo. El resto de activos son préstamos sin garantía real.
- Los precios de transferencia conceden a la Sareb un margen de comercialización que parece razonable en el caso de la vivienda terminada, pero que es muy ajustado en el caso del suelo. Con estos precios, satisfacer los objetivos de rentabilidad anunciados dependerá de forma crucial de la calidad del crédito al promotor traspasado y de su gestión. Así, de materializarse la probabilidad acumulada de impago del escenario adverso de Oliver Wyman, y suponiendo una ratio *LTV* (*loan-to-value*, préstamo / valor del activo) del crédito traspasado del 80%, la Sareb debería lograr un margen promedio del 23% a lo largo del periodo en la venta de viviendas y suelo.
- Adicionalmente, la Sareb podría sufrir la presión añadida del calendario de amortización de la deuda avalada, que deberá ser negociado con la troika. Para gestionar el gap de vencimientos, la Sareb puede segmentar muy cuidadosamente sus activos en distintos Fondos de Activos Bancarios y dar entrada a nuevos inversores.
- En cualquier caso, la gestión del crédito promotor será el factor clave del proceso. Los deudores pueden tratar de renegociar sus préstamos para apropiarse de parte de los descuentos aplicados por la Sareb a las entidades cedentes. La Sareb deberá diseñar cuidadosamente los acuerdos de servicio para minimizar este riesgo, pues los ingresos del crédito al promotor sano serán imprescindibles para cubrir potenciales pérdidas en la venta de suelo.

Los objetivos de la Sareb

La experiencia internacional muestra que buena parte de las crisis bancarias se saldan con la creación de algún tipo de sociedad de gestión de activos que permita acelerar la reestructuración de aquellos sectores económicos más afectados por la crisis. Las soluciones adoptadas en cada caso varían a lo largo de dos dimensiones: el carácter público o privado de esta sociedad; y la gestión centralizada o descentralizada de los activos. Ante la crisis bancaria española, en un primer momento se optó por una solución privada y descentralizada, por la cual fueran las propias entidades financieras las que crearan sus sociedades especializadas de gestión de activos. Sin embargo, la dificultad de acceso a la financiación y la ausencia de un colchón suficiente de capital imposibilitaron la viabilidad de esta solución para las entidades más expuestas al problema.

El Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, suscrito en julio pasado, marca un cambio en la estrategia de reestructuración del sector bancario español con la creación de una sociedad gestora de activos centralizada y con participación pública. La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, estableció la creación de la denominada Sociedad de Gestión de Activos para la Reestructuración Bancaria (Sareb). Esta ley se desarrolla en el Real Decreto 1559/2012, que establece el régimen jurídico que deberá seguir la sociedad de gestión de activos.

Con la creación de la Sareb se pretenden lograr dos objetivos primordiales. El primero de ellos es completar la reestructuración del sistema bancario y conseguir que la parte más afectada vuelva a desempeñar con normalidad las funciones que resultan esenciales para la economía. La acumulación de créditos dudosos y activos no productivos en el balance de estas entidades les obliga a dedicar una cantidad ingente de recursos a su gestión, en detrimento de la concesión de nuevo crédito para proyectos viables. Con el traspaso de sus activos problemáticos a la Sareb estas entidades deberán asumir pérdidas en estos activos. Ello les obligará a una reducción de tamaño y a la pérdida de negocio a favor de entidades más fuertes, pero su capacidad de concesión de crédito será más sostenible y podrán concentrarla en proyectos viables. El resultado debería ser un aumento del crédito del sistema bancario a estos proyectos. Por otra parte, lograr una solución eficiente para los activos problemáticos requiere recursos y competencias muy específicas que no necesariamente están disponibles en el seno de las entidades.

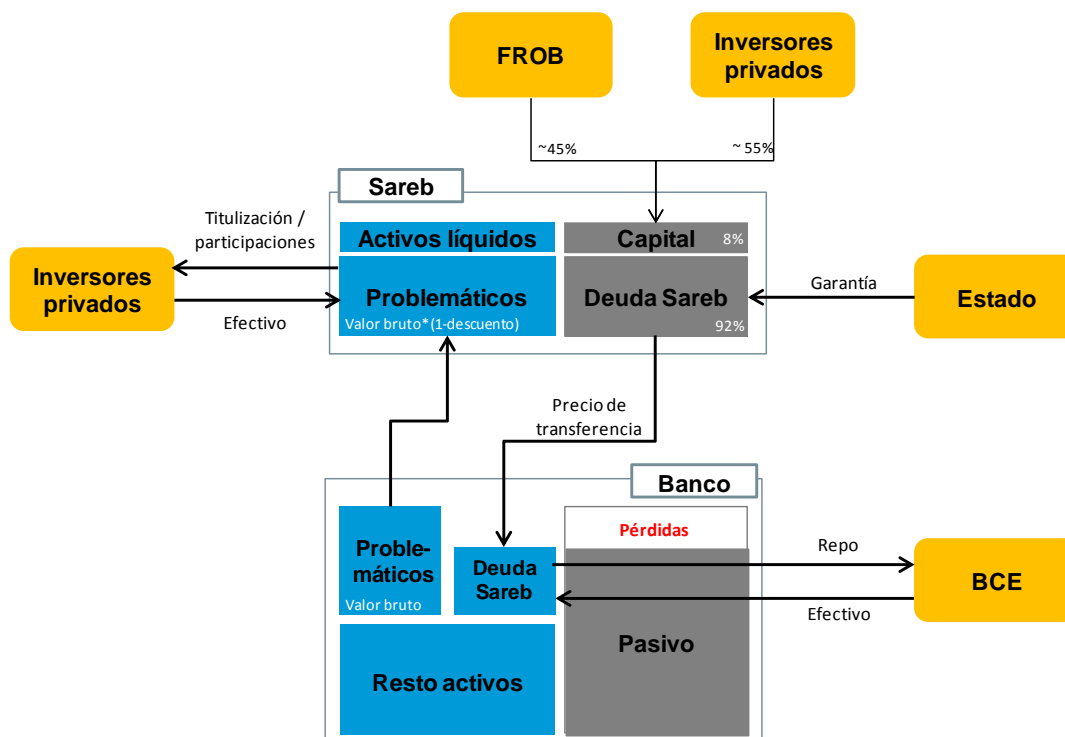
El segundo objetivo es acelerar la reestructuración del sector de la promoción y construcción inmobiliaria y lograr su efectivo desapalancamiento. Se pretende romper los incentivos perversos que permiten la supervivencia de empresas del sector cuyos proyectos no son económicamente rentables, reestructurando su deuda y repartiendo las pérdidas entre las distintas contrapartes.

Para no comprometer la estabilidad del sistema financiero, resulta primordial disponer de unos fondos de apoyo que permitan realizar todo el proceso de forma ordenada. Ello se debe a que, por un lado, las quitas y las ventas de activos inmobiliarios provocarán pérdidas a las entidades financieras propietarias de estos activos. Estas pérdidas podrían contagiarse al resto del sistema financiero a través de las interconexiones existentes y de la desconfianza que se instalaría en los mercados mientras se desconociera en quien recaerían finalmente las consecuencias. Por otro lado, una venta masiva de activos inmobiliarios en un breve periodo de tiempo podría provocar caídas bruscas de precios que no reflejarían cambios en su valor fundamental, sino que serían reflejo de las necesidades de liquidez de los vendedores. Estas caídas podrían afectar la solvencia de otros participantes en el mercado y, en consecuencia, contagiar también a otras entidades financieras que inicialmente no tenían problemas.

Por todo ello, la estabilidad del sistema financiero puede justificar la intervención del sector público en este proceso de reestructuración. En condiciones normales, el sector público suele estar sujeto a menos presiones de liquidez que las entidades bancarias y podría gestionar la venta de los activos para extraer su valor fundamental. Sin embargo, la crisis de deuda que está afectando a Europa en estos momentos, y a España en particular, ha impedido hasta ahora la adopción de esta solución para el caso español. La solicitud del rescate bancario ha facilitado los fondos necesarios para abordar el traspaso de los activos dañados fuera del sistema bancario, poniendo las bases para completar la reestructuración del sistema.

En los siguientes apartados se analizan, con la cautela que imponen las limitaciones sobre la información disponible, los principales elementos del esquema de funcionamiento de la Sareb. A modo de breve resumen, cabe decir que la Sareb adquirirá, fundamentalmente, activos problemáticos de las entidades en dificultades a un precio que pretende reflejar su valor fundamental. El déficit de capital generado en las entidades participantes podrá ser cubierto con la línea de crédito de 100.000 millones de euros concedida por el Eurogrupo. Por otro lado, la mayor parte de la financia-

Esquema de funcionamiento de la Sareb



Fuente: Elaboración propia.

ción necesaria para la adquisición de los activos problemáticos estará avalada por el Estado. Así, la Sareb pagará la adquisición de estos activos con títulos de deuda avalada que las entidades cedentes podrán descontar en el banco central para obtener liquidez. A cambio de estas ayudas, las entidades participantes deberán someterse a una fuerte reducción de su negocio y, tanto sus propietarios como sus acreedores más “júnior”, deberán absorber una importante parte de las pérdidas.

¿Cómo será la Sareb? Un análisis de su balance

La Sareb se constituye a partir del traspaso de los activos problemáticos de aquellas entidades que necesitan inyecciones de capital público para alcanzar un nivel de solvencia adecuado¹. Estos activos entrarán en el balance de la Sareb valorados a un notable descuento respecto al valor al que estaban contabilizados en los libros de las entidades, generándoles pérdidas (ver esquema).

Como criterio general, se traspasarán aquellos activos que el FROB estime que se encuentran

especialmente deteriorados o cuya permanencia en el balance de las entidades es perjudicial para su viabilidad. Estos se corresponden, según establece el R. D. 1559/2012, con las propiedades adjudicadas, las participaciones de control en empresas del sector inmobiliario y el crédito al sector promotor, incluido el crédito actualmente al corriente de pago². Sin embargo, este contempla también la posibilidad de traspasar crédito al consumo y a pymes de forma extraordinaria y a petición del FROB.

A 31 de diciembre de 2012, la Sareb había recibido activos problemáticos por valor de 37.110 millones de euros, procedentes de las entidades nacionalizadas (el grupo BFA-Bankia, CatalunyaBanc, NCG Banco, Banco Gallego y Banco de Valencia). En una segunda fase, que deberá completarse antes de marzo de 2013, se procederá al traspaso de los activos problemáticos del resto de entidades que necesitan inyecciones de capital público³ (BMN, Caja3, Liberbank y Banco CEISS). Teniendo en

² A fin de facilitar la gestión centralizada de los activos de la Sareb, se han establecido unos límites sobre el valor neto contable de los activos a traspasar. Así, las propiedades adjudicadas deberán tener un valor neto contable superior a 100.000 euros, mientras que el crédito al promotor deberá ser superior a los 250.000 euros por deudor.

³ “Evaluación de los planes de recapitalización según los términos del *MoU*”, nota de prensa del Banco de España, 30 de octubre de 2012.

¹ Identificado en los test de estrés como el necesario para soportar el escenario adverso de Oliver Wyman.

cuenta los descuentos anunciados y los balances de estas entidades, se estima que, una vez completado el proceso, el volumen de activos problemáticos en el balance de la Sareb ascenderá a unos 52.000 millones de euros.

Como pago por estos activos transferidos, la Sareb deberá emitir deuda "sénior" por valor de unos 52.000 millones de euros. Esta será la principal partida de pasivo de la Sareb. Estos títulos de deuda, que tendrán el aval del Estado, se entregarán a las entidades y podrán descontarse en el BCE para obtener liquidez. El resto del pasivo de la Sareb estará formado por sus recursos propios.

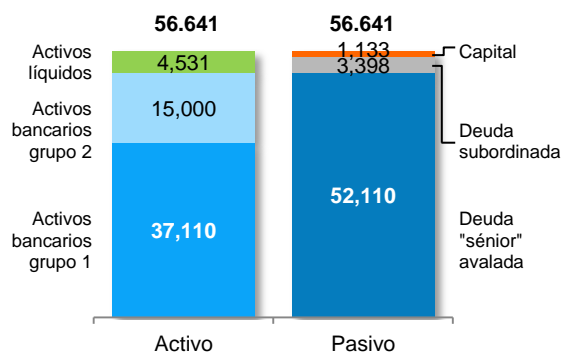
El objetivo del FROB y el Banco de España es que la Sareb tenga unos recursos propios equivalentes al 8% del pasivo. Estos estarán compuestos por capital ordinario (25%) y deuda subordinada (75%). La necesidad de que la deuda de la Sareb no consolide como deuda de las administraciones públicas impone la restricción adicional de que el FROB debe poseer menos del 50% de estos recursos propios.

Estas cifras implican que, una vez completado el proceso, los recursos propios de la Sareb ascenderán a unos 4.500 millones de euros, de los cuales alrededor de 3.400 millones estarán en forma de deuda subordinada. La participación privada necesaria será pues de casi 2.500 millones de euros. A 31 de diciembre de 2012, la Sareb había logrado captar 3.800 millones de euros, de los cuales 2.850 millones en forma de deuda subordinada. La participación privada ascendía a 2.090 millones de euros (de los que unos 523 millones en forma de capital), un 84% de la participación final necesaria.

De este modo, la Sareb nace como una sociedad fuertemente apalancada. Sus 1.133 millones de euros de capital, y la posible conversión de parte

La inversión privada en la Sareb deberá alcanzar alrededor de 2.500 millones de euros

Balance estimado de la Sareb tras el traspaso de los activos de las entidades de los grupos 1 y 2 (en millones de euros)



Fuentes: FROB y Banco de España.

de la deuda subordinada, le proporcionarán cierto colchón para absorber posibles pérdidas puntuales. Sin embargo, si se materializaran pérdidas sustanciales, la Sareb debería recapitalizarse, lo que elevaría la deuda pública de España por la proporción de la ampliación correspondiente al FROB. Además, las pérdidas atribuibles al FROB impactarían sobre el déficit de las administraciones públicas. Este límite será especialmente relevante durante los primeros años de operación, en los que la sociedad probablemente no habrá podido incrementar sus reservas a través de la retención de beneficios.

En conjunto, con la creación de la Sareb el Estado está asumiendo un riesgo contingente de unos 52.110 millones de euros, que podría materializarse una vez absorbidas las primeras pérdidas por los recursos propios.

Los activos a traspasar, en detalle

El volumen de activos problemáticos contabilizado en el balance de la Sareb tiene en cuenta el descuento aplicado por la sociedad en el momento del traspaso. Sin embargo, a fin de valorar la verdadera dimensión del proceso, es necesario conocer también el volumen de activos traspasados según su valor en los libros de las entidades.

Las cifras que para estas entidades proporciona el informe de Oliver Wyman sobre el ejercicio de estrés son un buen punto de partida, pues tienen en cuenta reclasificaciones del crédito que no figuran en las cuentas auditadas de 2011. Teniendo esto en cuenta, y sin considerar las participaciones en empresas inmobiliarias ni los límites inferiores anteriores aplicables a activos adjudicados y créditos a promotores, el volumen de activos que

El balance de las entidades se reducirá en unos 130.000 millones de euros por el traspaso

Valor bruto en libros a diciembre de 2011 (en millones de €)(*)

	Entidades del grupo 1 (A)	Entidades del grupo 2 (B)	(A)+(B)	%
Crédito al promotor	67.023	27.992	95.015	72,6
Problemático	43.364	12.271	55.613	42,5
Al corriente de pago	23.659	15.721	39.402	30,1
Activos adjudicados	26.995	8.884	35.879	27,4
Suelo	11.944	3.689	15.633	11,9
Obra en construcción	792	560	1.352	1,0
Edificios terminados	14.259	4.634	18.894	14,4
Total	94.019	36.876	130.894	

(*) Sin incluir las participaciones de control en empresas del sector inmobiliario ni tener en cuenta los límites mínimos aplicables a préstamos y activos inmobiliarios adjudicados.

Fuente: Elaboración propia a partir del Informe Oliver Wyman y las cuentas anuales de las entidades.

saldrán del balance de las entidades podría elevarse hasta unos 130.000 millones de euros. De estos, unos 94.000 millones de euros corresponderían a las entidades nacionalizadas (grupo 1) y unos 37.000 al resto de entidades que recibirán ayudas públicas (grupo 2).

Por tipo de activos, alrededor de un 27,4% de la cartera traspasada corresponderá a activos reales (inmuebles o suelo) que podrían ser vendidos directamente al mercado. El resto, unos 95.015 millones de euros, serán créditos. Esta cifra supone que un 32% de todo el crédito vinculado a la promoción inmobiliaria concedido a diciembre de 2011 podría salir del balance agregado del sistema bancario español. En términos de crédito al sector privado, esta cifra representa el 5,3% del saldo vivo a diciembre de 2011.

Otro de los elementos necesarios para valorar el riesgo que está asumiendo la Sareb con el traspaso de estos activos problemáticos es la composición en términos de activos reales (inmuebles, suelo, etc.). El informe de Oliver Wyman no proporciona datos acerca de la composición del crédito al promotor, ya sea según su estado o el tipo de activo real aportado en garantía. Por ello, una aproximación a la composición de los activos reales, incluyendo los que están en garantía de créditos, solo es posible utilizando los datos de los informes de transparencia que figuran en las cuentas anuales de las entidades.

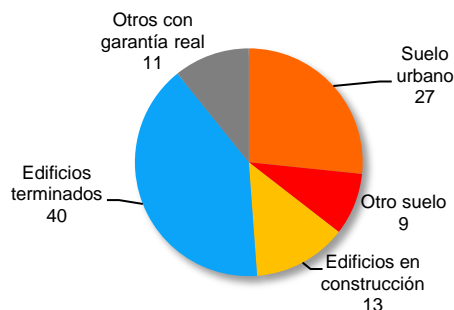
Según estos, aproximadamente un 32,4% del crédito al promotor a traspasar está vinculado a viviendas terminadas, un 22,8% a suelo urbano y un 15,9% no dispone de garantía real⁴. El valor que tenían las garantías de estos préstamos en el momento de su concesión puede aproximarse a partir de la ratio de *loan-to-value* (LTV) con la que se concedieron los préstamos. Es práctica habitual que el préstamo a promotores se conceda por un importe inferior al del valor de tasación del activo. En España, según el análisis realizado por Oliver Wyman con la última tasación disponible, los créditos a promotores se concedieron, en promedio, por el 68% del valor de tasación⁵. Este valor alcanza el 80% en el caso de los créditos cuya garantía está constituida por suelo no urbano.

Con todos estos datos, estimamos que los activos reales vinculados a la cartera que las ocho entidades podrían transferir a la Sareb estarían compuestos en un 40% por edificios terminados. El suelo urbano representaría un 26,5%, mientras que el

⁴ Disponen de una garantía personal, pignoraticia o 2ª hipoteca.
⁵ En el momento de la concesión, la ratio LTV oscilaba entre el 60% y el 88% en función de la entidad.

Un 40% de la cartera de activos a traspasar estaría vinculada a edificios terminados

Valor bruto de activos adjudicados y en garantía de préstamos* a diciembre de 2011 (en %)



(* El valor de las garantías tiene en cuenta la ratio LTV media por tipo de activo.

Fuente: Elaboración propia a partir las cuentas anuales de las entidades.

resto de suelo supondría un 8,8% de los activos reales.

En cuanto a la localización de estos activos, la única información disponible en el momento de la redacción del presente documento proviene de las filtraciones a la prensa del plan de negocio de la Sareb⁶. De acuerdo con estas, la mayoría de los activos provenientes de las entidades nacionalizadas se sitúan en Cataluña (21%), Comunidad Valenciana (18%), Madrid (15%), Andalucía (12%) y Galicia (7%).

El precio de adquisición de los activos es razonable

El precio de adquisición de los activos es uno de los factores clave para garantizar el éxito de la Sareb, ya que si es suficientemente bajo otorgará margen para vender las propiedades y hacerlo con beneficios. De lograrlo, contribuiría a eliminar la incertidumbre sobre los precios inmobiliarios que lastra la recuperación de ese mercado y reduciría la factura del rescate bancario para el contribuyente.

Naturalmente, el precio de adquisición también es clave para el futuro de las entidades que traspasan sus activos, pues determina las pérdidas que deberán asumir en el momento del traspaso. Además, cabe tener en cuenta que, para preservar la estabilidad financiera, el precio de adquisición es necesariamente superior a los precios de liquidación (*fire-sale*) que se ofrecen en el mercado. Por este motivo, este precio supone una ayuda pública para las entidades que traspasan sus activos y, en conse-

⁶ "El 75% de los activos inmobiliarios de la banca nacionalizada son de difícil venta", Cinco Días, 28 de noviembre de 2012.

cuencia, debe satisfacer la normativa europea en materia de ayudas estatales.

Teniendo esto en cuenta, el R. D. 1559/2012 establece que el traspaso debe hacerse con base al valor económico a largo plazo de los activos (VELP), determinado por expertos independientes en las pruebas de esfuerzo individuales, aunque en ningún caso el valor de traspaso podrá ser inferior a las coberturas exigidas hasta la fecha⁷. Oliver Wyman ofrece dos posibles valoraciones de los activos bancarios en función del escenario macroeconómico, aunque solo contempla un horizonte de dos años. Por tanto, tomar estas referencias como el valor a largo plazo de los activos resulta algo conservador, puesto que no se tienen en cuenta los efectos de una recuperación económica a medio plazo.

Los descuentos medios finalmente anunciados por el FROB parten del escenario base de Oliver Wyman y añaden un descuento adicional para cubrir los costes y el riesgo de la operación⁸, con lo que se aproximan a los del escenario adverso. Así, se establece un descuento promedio del 45,6% para el crédito al promotor y del 63,1% para las propiedades adjudicadas.

En general, la Sareb considera que los activos en garantía de créditos tienen un valor económico

El precio de transferencia implica un descuento promedio del 50%

Descuento sobre el valor en libros a diciembre de 2011 (en %)

	Oliver Wyman.		Oliver Wyman.		Pro memoria: Exigencias R. D. L. incluyendo <i>add-on capital</i> (media ponderada)
	Escenario base	Anunciado por Sareb	Escenario adverso	Escenario adverso	
Crédito promotor	28,6	45,6	42,8	46,1	
Vivienda acabada	17,2	32,4	27,3	19,8	
Obra en curso	25,3	40,3	39,4	46,7	
Suelo urbano	36,8	53,6	56,3	68,7	
Otro suelo	36,9	56,6	56,3	68,7	
Otros con garantía real	18,0	33,8	30,9	—	
Otros sin garantía	48,8	67,6	63,9	65,7	
Adjudicados	55,5	63,1	63,4	56,2	
Suelo	72,0	79,5	79,7	80,0	
Obra en curso	56,0	63,2	65,7	65,0	
Vivienda acabada	41,7	54,2	49,7	35,0	
Total	36,1	50,5	48,6	49,0	

Fuentes: Informe Oliver Wyman y Banco de España.

⁷ En concreto, se incluyen las provisiones exigidas en los reales decretos ley 2/2012 y 18/2012, sin el *add-on* de capital.

⁸ En el caso irlandés, este descuento adicional fue del 10%. Véase 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.

superior al de los activos adjudicados traspasados directamente por las entidades participantes (ver tabla en la siguiente columna).

Así, empleando de nuevo los valores promedio de la ratio de LTV para el crédito promotor en España, el suelo urbano en garantía tendría un descuento del 67,1% sobre su última tasación, frente al 79,5% aplicado al suelo adjudicado. En el caso de la obra en curso, el descuento para la que está en garantía sería del 58,2% frente al 63,2% de la obra adjudicada. La excepción es la vivienda terminada en garantía, cuyo descuento apenas se diferencia del de la vivienda adjudicada. Ello podría deberse al hecho de que el balance de las entidades ya incorporaba un mayor reconocimiento de la pérdida de valor de la vivienda adjudicada, bien por su retasación en el momento de la adjudicación o bien por una mayor acumulación de provisiones.

En conjunto, ponderando activos en garantía de créditos y activos adjudicados según su peso en las carteras a traspasar, la Sareb adquirirá vivienda terminada con un descuento de aproximadamente el 54,6% sobre el valor de última tasación y suelo con un descuento del 70,9%⁹.

A la luz de las previsiones realizadas por Oliver Wyman para el mercado inmobiliario, los precios a los que se va a transferir la vivienda terminada dan margen a la Sareb para comercializarla sin sufrir pérdidas. Suponiendo que las viviendas adjudicadas y en garantía de préstamos estuvieran tasadas a precios de 2008, año en el que los precios inmobiliarios alcanzaron su pico, el 54,6% de descuento sitúa el coste de adquisición promedio para la Sareb en 940 €/m². El escenario adverso de Oliver

Los activos reales en garantía de préstamos están mejor valorados que sus equivalentes adjudicados

Descuento sobre última tasación (en %)

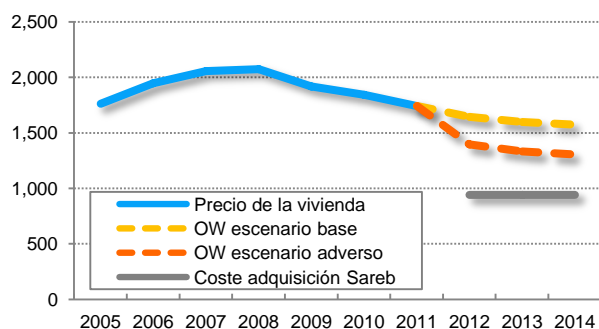
	LTV última tasación	Descuento sobre última tasación
Act. reales garantía del crédito promotor		
Vivienda acabada	67	54,7
Obra en curso	70	58,2
Suelo urbano	71	67,1
Otro suelo	80	65,3
Otra garantía real	48	68,2

Fuentes: Informe Oliver Wyman y Banco de España.

⁹ Del saldo en vivienda terminada, el 73,3% está en forma de garantía de crédito. Por tanto, 54,6% = 54,7% * 73,3% + 54,2% * (1 - 73,3%). Para el suelo, el 51,8% es suelo urbano en forma de garantía de crédito, el 15,5% es otro suelo en garantía y el 33% es suelo adjudicado. Así pues, 70,9% = 67,1% * 51,8% + 65,3% * 15,5% + 79,5% * 33,0%.

Amplio margen para la Sareb en la venta de viviendas

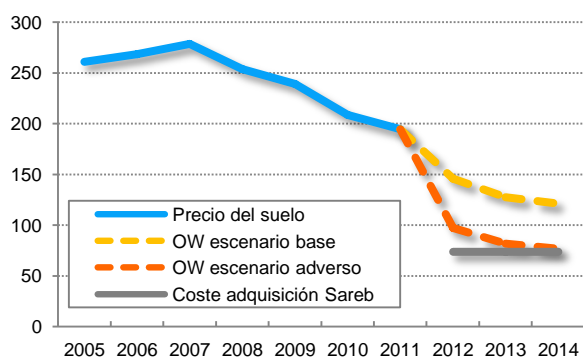
Evolución del precio de la vivienda y previsiones (en €/m²)



Fuentes: Ministerio de Fomento, Informe Oliver Wyman y elaboración propia.

Menor margen en el caso de la venta de suelo

Evolución del precio del suelo y previsiones (en €/m²)



Fuentes: Ministerio de Fomento, Informe Oliver Wyman y elaboración propia.

Wyman sitúa el precio de la vivienda en 2014 en una media de 1.304 €/m², tras una caída acumulada desde 2008 del 37%.

En el caso del suelo, el margen de comercialización para la Sareb parece mucho más ajustado. El descuento promedio del 70,9% aplicado a los precios de 2008 arrojaría una cifra de alrededor de 74 €/m², muy cerca de los 77 €/m² previstos por Oliver Wyman para 2014 en su escenario adverso.

Así pues, los precios de transferencia a la Sareb permiten cubrir escenarios adversos de caída de precios inmobiliarios, por lo que su viabilidad económica parece factible. Una cuestión distinta es si los beneficios que obtenga serán suficientes para ofrecer un retorno atractivo para el capital invertido.

Análisis del objetivo de rentabilidad: un sencillo ejercicio de simulación

Según el plan de negocio provisional, la Sareb tiene un objetivo de rentabilidad sobre recursos propios del 10% anual en los próximos 15 años.

Ello supondría un beneficio promedio después de impuestos de unos 453 millones de euros anuales. El *RoE* (*return on equity*, rentabilidad de los recursos propios) objetivo del capital puro sería del 14%, mientras que el de la deuda subordinada se situaría en el 8%. La cuestión principal que suscita este objetivo es si se corresponde con unas expectativas de precios inmobiliarios realistas en relación a los precios de transferencia a los que la Sareb adquiere los activos.

A fin de responder a esta cuestión, un sencillo ejercicio consistiría en ignorar la dimensión temporal del problema y asumir que la Sareb debe alcanzar cada año su rentabilidad objetivo. Entonces, comparando el beneficio objetivo con los costes que deberá soportar a lo largo del periodo, es posible establecer el nivel de ingresos necesarios para lograrlo. Además de las ventas de edificios y suelo, la Sareb dispondrá de otras dos fuentes de ingresos: los préstamos que se mantengan al corriente de pago y el alquiler de viviendas acabadas. Su contribución dependerá de ciertas características clave de los activos, para las cuales es factible obtener aproximaciones razonables. Simulando distintos valores para estas características, es posible obtener los márgenes en la venta de viviendas y suelo que la Sareb debería fijar para alcanzar el nivel de ingresos necesario. Junto al coste de adquisición de los activos, esta información permite determinar el precio de venta necesario y compararlo con las expectativas de evolución de los precios.

Para llevar a cabo su actividad, la sociedad deberá incurrir en unos costes anuales de gestión (incluyendo gastos operativos y el coste de ventas). Para aproximarlos, una posibilidad es tomar un valor equivalente al 1,6% de los activos transferidos en el primer año, que estaría en línea con el promedio de los gastos de explotación sobre activos totales medios del sistema bancario. Si bien esta cifra es superior al 0,4% registrado por la *NAMA* irlandesa en sus tres primeros años de actuación, otros analistas consideran que se trata de una estimación optimista. Por otro lado, la Sociedad deberá satisfacer también el coste financiero de la deuda avallada, cuyo tipo de interés se ha fijado en el euríbor a 3 meses más un diferencial que en la actualidad supera los 200 puntos básicos¹⁰. Finalmente, la Sareb deberá dedicar recursos a terminar la obra en curso y desarrollar suelo (*capex*). El volumen de estos recursos es más difícil de determinar, pues

¹⁰ En concreto, y según su registro en el BORME, las emisiones contemplan un diferencial compuesto por la suma del diferencial entre los bonos del Tesoro y el *asset swap* al plazo de vencimiento, más el *basis swap* 3-6 meses al plazo de la emisión según la cotización *mid ICAP* Europa. Para la emisión a un año, el diferencial resultante fue de 218,9 puntos básicos.

dependerá de si la Sareb realiza esta tarea por sí misma o busca socios para emprenderla.

La siguiente tabla muestra los ingresos netos promedio necesarios para alcanzar una rentabilidad de los recursos propios del 10%, en función del interés medio de la deuda avalada y el *capex*, expresados como porcentaje del saldo vivo de activos transferidos. Para su construcción se ha supuesto una amortización lineal en 15 años de la deuda avalada, una reducción equivalente en el *stock* de activos transferidos y unos costes fijos de gestión a lo largo de la vida de la Sareb. Para el *capex*, se ha asumido un total para los 15 años de vida de la Sareb equivalente a distintos porcentajes sobre el total de los activos transferidos, repartido linealmente entre 15 años. De este modo, para conseguir una rentabilidad media ponderada del capital y la deuda subordinada del 10%, con un tipo de interés de la deuda avalada del 4% en promedio a lo largo del periodo y un *capex* total del 20%, la Sareb debería ser capaz de obtener unas entradas anuales de *cash-flows* de alrededor del 17,7% del saldo vivo de activos transferidos.

A fin de lograr estos *cash-flows*, la Sareb dispondrá de tres fuentes de ingresos: la venta de edificios y suelo, el pago del nominal más los intereses del crédito promotor que se mantenga al corriente de pago en el medio plazo y, por último, el alquiler de las viviendas acabadas mientras no sea posible su venta. Sin embargo, por potencial de generación de ingresos, la fuente determinante es el crédito al promotor. Cuanto mayor sea el importe que se recupere de los créditos traspasados, más factible es que el margen de venta que la Sareb necesite imponer sobre viviendas y suelo sea coherente con la evolución de los precios. Así pues, asumiendo que la Sareb logra contener los costes de gestión en niveles aceptables, la clave de su éxito residirá en la gestión del crédito al promotor.

En concreto, los ingresos de la Sareb dependerán crucialmente de dos parámetros que miden la cali-

Los ingresos netos anuales promedio de la Sareb deberían situarse alrededor del 18% del saldo vivo de los activos traspasados

Ingresos netos promedio necesarios según tipos de interés y capex (en % del stock de activos transferidos)

		Capex		
		15	20	30
Interés de la deuda avalada (%)	2,5	15,1	16,2	18,4
	4,0	16,6	17,7	19,9
	6,0	18,6	19,7	21,9

Fuente: Elaboración propia.

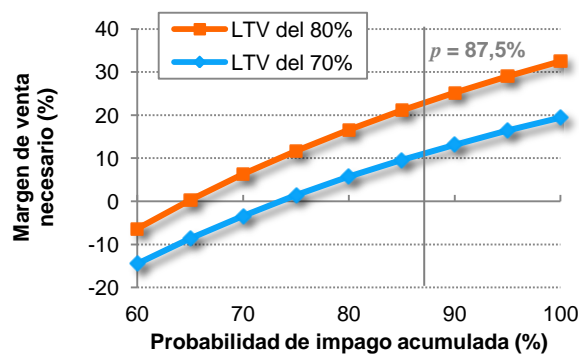
dad del crédito concedido (ver anexo para mayor detalle). El primero de ellos es la probabilidad acumulada de impago de los préstamos. Una baja probabilidad de impago ofrece un colchón de ingresos sustancial para la Sareb, pues implica recuperar gran parte del nominal (más los intereses) de los créditos concedidos a los promotores. No hay que olvidar que el nominal de estos créditos es notablemente superior al valor por el que se registrarán estos en los libros de la Sareb.

El segundo parámetro es la ratio *LTV* con la que se concedieron los créditos y cobra importancia en el momento en que la Sareb deba adjudicarse las garantías de los créditos que resulten impagados. Estas garantías pasarán a aumentar el *stock* de viviendas y suelo que la sociedad deberá gestionar. Para la Sareb, el coste de adquisición de estas garantías proviene del descuento aplicado a los créditos, modulado por la ratio *LTV*. Así, cuanto menor es la *LTV* de los créditos adjudicados, mayor es la diferencia entre el valor de las propiedades adjudicadas y el coste de adquisición para la Sareb, lo cual eleva los beneficios posibles. En cambio, si los créditos adjudicados se concedieron con una *LTV* elevada, la Sareb corre el riesgo de haber adquirido las propiedades subyacentes a un coste demasiado elevado en relación con la evolución esperada de los precios.

Partiendo de estas consideraciones, el siguiente gráfico muestra el margen de venta sobre viviendas y suelo que sería necesario, en promedio, para lograr las rentabilidades anunciadas en función de los dos parámetros que miden la calidad del crédito. En él se observa como con una probabilidad de impago acumulada del 61% según el escenario base de Oliver Wyman y una *LTV* cercana al 70%,

La calidad del crédito será clave para restar presión al margen de venta necesario

Margen promedio de venta necesario en vivienda y suelo para generar unos ingresos del 17,7% de los activos traspasados (en % del coste de adquisición para la Sareb)



Fuente: Elaboración propia.

la Sareb podría incluso vender los activos adjudicados por debajo de su coste de adquisición. Sin embargo, una posición más conservadora aconseja tomar como referencia el escenario adverso. Este sitúa la probabilidad de impago en un 87,5%, en cuyo caso el margen de venta necesario se situaría entre el 11% y el 23% para una LTV promedio de los créditos traspasados del 70% o del 80%, respectivamente.

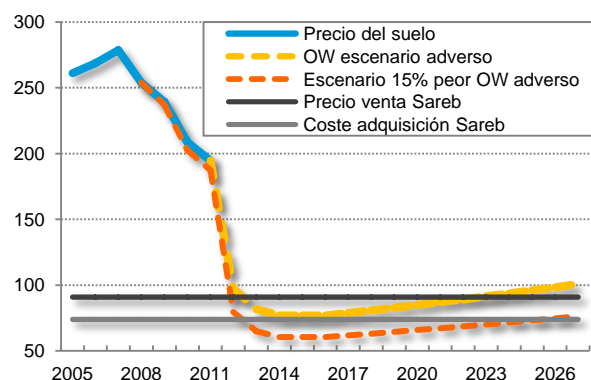
A la luz de los costes de adquisición discutidos en la sección anterior, un margen del 23% en la venta de viviendas podría ser factible para la Sareb. Sin embargo, existen dos elementos de riesgo que podrían alterar este resultado. En primer lugar, podría resultar problemática la localización de los activos adjudicados o, de forma más general, su calidad en relación con la media de inmuebles en el mercado. De hecho, las cifras ofrecidas por el Ministerio de Fomento¹¹ muestran como la caída acumulada del precio de la vivienda entre marzo de 2008 y septiembre de 2012 fue de 1,2 puntos porcentuales superior a la media en las provincias en las que la Sareb concentra sus inmuebles. Entre ellas, destacan las mayores caídas relativas en Madrid (+6,8 p. p.) y Valencia (+3,0 p. p.).

El segundo de los elementos de riesgo sería la puesta en el mercado de un volumen de viviendas demasiado elevado en los primeros años. Ello podría suponer una presión adicional en los precios que haría peligrar la consecución del margen necesario.

A fin de tener en cuenta estos elementos de riesgo, resulta conveniente considerar un escenario adicio-

Venta de suelo: escenarios suponiendo un margen de venta necesario del 23%

Evolución del precio de la vivienda y previsiones (en €/m²)



Fuentes: Ministerio de Fomento, Informe Oliver Wyman y elaboración propia.

nal con una desviación a la baja del 15% respecto a la evolución del precio medio en el escenario adverso. Este escenario empezaría a suponer un riesgo para los márgenes de la Sareb, especialmente durante los primeros años.

El caso del suelo parece mucho más complicado. El precio de venta necesario se situaría por encima de las previsiones de Oliver Wyman para el escenario adverso y serían necesarios incrementos en el precio de mercado superiores al 2,5% anual para obtener un margen de venta en los años finales que fuera suficiente para alcanzar el promedio del 23%. De añadirse el efecto de la localización de la cartera, la consecución del margen necesario aún sería más difícil.

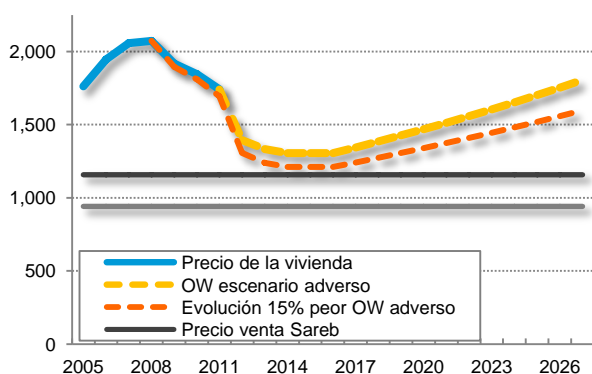
Condiciones del ritmo de desinversión

Con el fin de lograr ese margen promedio de alrededor del 23% formalmente la Sareb dispondrá de un periodo de 15 años para adaptar el ritmo de desinversión en activos a la evolución de los precios de mercado. Sin embargo, existe el riesgo de que este ritmo pueda verse condicionado si el Eurogrupo decide establecer un calendario de amortización para la deuda avalada.

La deuda avalada de la Sareb se ha emitido con vencimientos entre 1 y 3 años, por lo que su amortización puede realizarse tanto en efectivo como mediante la emisión de nuevos títulos. Establecer un calendario de amortización significaría determinar la evolución del saldo vivo de estos títulos a lo largo del tiempo o, en otras palabras, establecer un porcentaje mínimo para la amortización de los títulos que deba realizarse en efectivo. Para valorar este riesgo, una posibilidad es asumir un calendario que tome como referencia las condiciones es-

Venta de viviendas: escenarios suponiendo un margen de venta necesario del 23%

Evolución del precio de la vivienda y previsiones (en €/m²)



Fuentes: Ministerio de Fomento, Informe Oliver Wyman y elaboración propia.

¹¹ Tabla 2. Precios de la vivienda libre, Ministerio de Fomento.

pecíficas de la Facilidad de Recapitalización de Entidades Financieras¹². Estas establecen que el vencimiento medio de la asistencia financiera prestada no excederá los 12,5 años, dos años menos que el horizonte previsto de funcionamiento para la Sareb. Amortizar linealmente la deuda avalada en este plazo supondría un grado de exigencia nada desdeñable, especialmente para los primeros años de operación. Tal calendario podría ser contraproducente, pues supondría una elevada presión a la venta justo en un momento en el que los precios aún no se habrían estabilizado. Como referencia, el calendario acordado para la NAMA irlandesa, y cuyo horizonte de funcionamiento es de 10 años, es relativamente más exigente en los años finales del proyecto y más contenido durante el periodo intermedio.

La Sareb deberá, pues, gestionar muy cuidadosamente el gap de vencimientos que se producirá por la diferencia entre el ritmo de desinversión deseado y el calendario de amortización de la deuda avalada establecido. Ello le exigirá ser capaz de familiarizarse rápidamente con la cartera de activos traspasados, de manera que pueda identificar cuestiones tales como: qué activos resultarán más rentables si se mantienen hasta vencimiento; qué perfil de riesgo y de flujo de caja tienen; qué otros activos deberán ser vendidos y cuándo será el mejor momento para ello.

Una buena segmentación facilitaría a la Sareb la identificación de potenciales inversores interesados en las distintas clases de activos. En este sentido, la Ley 9/2012 y el Real Decreto Ley 1559/2012 conceden a la Sareb la posibilidad de segmentar

sus activos mediante la creación de distintos Fondos de Activos Bancarios (FAB), de carácter similar a los fondos de titulización. De este modo, la Sareb podrá agrupar los activos que desee mantener durante mayor tiempo en vehículos separados que podrán ser diseñados para adecuarse a las preferencias de distintos tipos de inversores, por ejemplo agrupándolos según su nivel de riesgo y perfil de flujos de caja. La entrada de nuevos inversores en estos vehículos, ya sea mediante aportaciones de capital o la compra de títulos de deuda, permitirá ir amortizando la deuda de la Sareb en manos de los bancos participantes y que el riesgo de los distintos activos se redistribuya entre los agentes más capacitados para soportarlo.

Riesgos del modelo operacional: cuidado con los incentivos

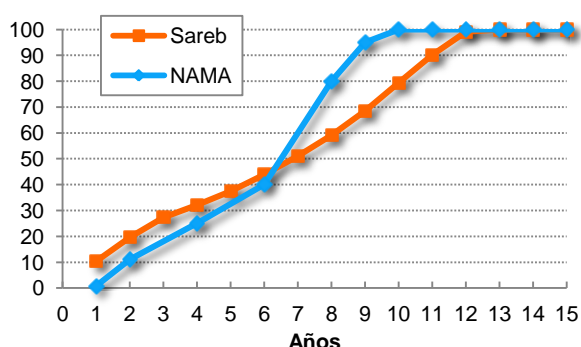
Hasta ahora, el presente documento ha discutido los aspectos más numéricos asociados a la Sareb y la consecución de sus objetivos. Sin embargo, tal y como ha quedado de manifiesto en apartados anteriores, el éxito de la Sareb pasa por maximizar las recuperaciones del crédito al promotor. Es por ello que la gestión de la Sareb deberá tener en cuenta los incentivos de los distintos agentes y sus reacciones más probables, con el fin de alinearlos con los objetivos de la Sociedad y asegurar que las distintas contrapartes implicadas (promotores, entidades cedentes de activos, etc.) ponen todo su desempeño en satisfacer sus compromisos.

Así, lo primero que deberá gestionar la Sareb son los incentivos de los agentes que gestionen sus activos, ya sean las entidades participantes o proveedores de servicios elegidos mediante licitación. Para ello, los acuerdos de servicio deberán establecer incentivos ligados a la preservación del valor de los activos y al ritmo de desinversión deseado. La Sareb debe evitar que el logro de objetivos ligados al número de créditos gestionados o unidades vendidas se consiga a cambio de sacrificar valor de los activos. Los acuerdos de servicio deberán incorporar también otros mecanismos de control de la actuación del proveedor de servicios. Estos deberían incluir, como mínimo, el derecho a realizar auditorías e incentivos/penalizaciones en función de la calidad de la gestión.

Sin embargo, el principal riesgo para la Sareb proviene de los incentivos de los promotores sanos a reclamar una quita sobre su deuda. Ello sucede porque se ha hecho público el descuento promedio sobre el nominal al que la Sareb ha adquirido estos créditos. De este modo, con el fin de apropiarse de parte de este descuento, los promotores sanos tienen incentivos a renegociar su deuda y mostrar

El calendario de amortización de la deuda de la Sareb podría ser relativamente exigente

Pago acumulado del principal de la deuda "sénior" (en %)



Fuente: Elaboración propia a partir del plan de negocio de la NAMA.

¹² "Acuerdo de Facilidad de Asistencia Financiera entre el MEDE y el Reino de España", (BOE n.º 296, de 10 de diciembre de 2012).

un deterioro exagerado de su situación. El reto de la Sareb es pues diseñar un mecanismo que le permita distinguir a los promotores verdaderamente en dificultades de los oportunistas.

El diseño general que el FROB contempla para la Sareb prevé algunas actuaciones respecto a los promotores deudores que van en esta dirección¹³. Así, “se exigirá a los deudores el pago del 100% de los flujos de caja disponibles para satisfacer sus obligaciones frente a la Sareb”. Además, en su negociación con ellos, la Sareb intentará lograr que los activos libres de cargas puedan utilizarse como garantías adicionales. Ello elevaría el coste de incumplimiento para los promotores y contribuiría a desincentivar comportamientos oportunistas. Lógicamente, un prerequisite importante para que estas actuaciones surjan efecto es que la Sareb disponga de la máxima información posible acerca de estas empresas.

En este sentido, mantener en un primer momento la gestión diaria del crédito al promotor en manos de las entidades cedentes tiene la ventaja de preservar la información de los deudores ya recabada por las entidades. Sin embargo, la Sareb deberá tomar en consideración dos inconvenientes de esta alternativa. En primer lugar, deberá tener en cuenta que estas, en su trato con los deudores, buscan preservar una relación a largo plazo y que ello puede sesgar sus decisiones hacia un trato demasiado favorable para los deudores. Tal relación no es de utilidad para la Sareb, por lo que puede preferir soluciones más drásticas que las que adoptarían las entidades. En Irlanda, la NAMA abordó este problema fijando los estándares de servicio que deben seguir las entidades participantes y exigiéndoles el reemplazo del personal anteriormente vinculado a la gestión de los préstamos ahora traspasados. En segundo lugar, las entidades cedentes sufren niveles de morosidad superiores a la media del sector, por lo que deben destinar muchos recursos a gestionar créditos en esta situación. Habiéndose liberado del problema del crédito al promotor, estas tienen incentivos a concentrar su esfuerzo en los créditos no traspasados, aun a riesgo de descuidar la gestión eficiente de los créditos de la Sareb. Del mismo modo, estas entidades pueden tener mayores incentivos a conceder financiación para la venta de propiedades en su balance que para las traspasadas a la Sareb.

La Sareb debe elegir entre: a) un proveedor mejor informado, y por tanto más eficiente, pero sujeto a mayores conflictos de interés (las entidades cedentes); o b) un proveedor menos eficiente y con me-

nor capacidad de ofrecer financiación, pero con menos conflictos de interés. La elección óptima no es obvia, pues depende del valor de la información de difícil trasmisión que haya sido recabada por las entidades. En este sentido, establecer un sistema de evaluación comparativa entre el desempeño de las distintas entidades durante el primer año de operación podría ayudar a revelar tanto el valor de esta información como el coste de prevenir los conflictos de interés.

Conclusión

La creación de una sociedad de gestión de los activos problemáticos de las entidades con problemas acelerará la necesaria reestructuración del sistema financiero español. A esta solución se ha llegado tras un notable esfuerzo privado de asunción de pérdidas por parte de las entidades, sus accionistas y los tenedores de instrumentos híbridos. Sin embargo, este ha sido insuficiente para evitar involucrar al sector público y, por consiguiente, a los contribuyentes. Estos, a través de su participación en la Sareb, asumen ahora el riesgo vinculado a los activos problemáticos. Por ello, el diseño y la gestión de la Sareb son capitales para que este riesgo se vea recompensado y no se materialice en una mayor deuda pública.

Del análisis precedente se desprende que el proyecto de la Sareb presenta riesgos importantes en el corto plazo. Sin embargo, una contención de los costes, una buena gestión del crédito y un diseño muy cuidadoso de los acuerdos de servicio podrían permitir a la Sareb alcanzar sus objetivos a largo plazo.

Así, pese a que los precios de transferencia parecen adecuados en el caso de la vivienda, a corto plazo existe el riesgo que el repago de la deuda avalada imponga la necesidad de vender un volumen de activos demasiado elevado en un momento en el que los precios aún no se han estabilizado. Ello podría influir en el nivel de precios y llevarlo a niveles por debajo del previsto para el escenario adverso, especialmente si el atractivo de la vivienda terminada de la Sareb no es muy elevado o esta se encuentra situada en zonas que están sufriendo una peor evolución de los precios.

Para compensar este riesgo, la Sareb deberá extraer el máximo beneficio posible del crédito promotor traspasado y de los edificios que pueda poner en alquiler, adelantando su flujo de caja para adecuarlo al calendario de amortizaciones de la deuda. Para ello, los FAB deberán comercializarse con éxito de forma rápida, tarea complicada si se tiene en cuenta la multitud de trámites asociados al traspaso de los activos y a la constitución de los fon-

¹³ “Diseño General de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)”, comunicación del FROB, 16 de noviembre de 2012.

dos. Del mismo modo, los acuerdos de servicio también deberán adoptarse con la velocidad suficiente como para modificar la conducta de las entidades cedentes y adecuarla a los objetivos de la Sareb. De lo contrario, existe el riesgo de que en el primer año se renegocien demasiados préstamos con condiciones relativamente más favorables para los promotores que para la Sareb.

Si, pese a todos estos condicionantes, la Sareb logra un buen desempeño en estas tareas, ello le permitirá establecer un ritmo de venta de sus propiedades compatible con la materialización de su valor económico real y la generación de un volumen suficiente de transacciones que permitan reactivar el mercado inmobiliario. Más allá de su contribución a la estabilidad del sistema financiero español, el establecimiento de una referencia razonable para los precios inmobiliarios, en línea con sus determinantes fundamentales, sería otro logro clave para contribuir a una recuperación económica sostenida.

Anexo

Este anexo detalla la derivación de la fórmula empleada para calcular el margen necesario para la Sareb en la venta de viviendas y suelo en función de parámetros conocidos.

A modo de simplificación, suponemos un modelo de un solo periodo. En el inicio del periodo se constituye la sociedad y se adquieren los activos transferidos (A) de las entidades financieras. Al final del periodo se venden los inmuebles y el suelo (F), se cobran los créditos (C) y los alquileres y se paga la deuda sénior. Los beneficios (Π), tras deducir el 30% de impuestos, se destinan a remunerar a los accionistas y los tenedores de deuda subordinada. La función de beneficios puede escribirse de la siguiente manera:

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

En la ecuación (1), P^F y P^C denotan el precio de los adjudicados y del crédito, respectivamente. Los subíndices V, S, E especifican si el precio se refiere al precio de venta, al de adquisición de la Sareb o al contabilizado por las entidades, respectivamente.

El primer término de la fórmula recoge los beneficios de la Sareb provenientes de la venta de los adjudicados iniciales. El segundo término, entre corchetes, recoge el beneficio esperado proveniente de los créditos a promotores. Con una probabilidad $(1-p)$, la Sareb recuperará el nominal del crédito (por el valor contabilizado en el balance de las entidades) más los intereses (i) . Con una probabilidad p , la Sareb deberá adjudicarse las propiedades en garantía de los créditos y venderlas al precio de los activos adjudicados. El tercer componente recoge los beneficios provenientes del alquiler de un porcentaje γ de las propiedades adjudicadas totales de la Sareb, con una rentabilidad a . Finalmente, el último término recoge los costes de gestión (g) y financieros (r) en porcentaje de los activos transferidos.

Adicionalmente, resulta conveniente utilizar las siguientes identidades, que se cumplen entre los precios a nivel de contrato y que relacionan las variables del modelo con parámetros observables o fáciles de aproximar:

$$P_V^F = (1 + \mu) P_S^F \quad (2)$$

$$P_S^j = (1 - \text{descuento}_S^j) \cdot P_E^j \quad \forall j = \{F, C\} \quad (3)$$

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

donde μ es el margen de la Sareb en la venta final de viviendas y suelo, *descuento* es el aplicado por la Sareb sobre el valor en libros de los activos de las entidades en el momento de la transferencia y LTV hace referencia a la ratio *loan-to-value* con la que se concedieron los préstamos a promotores.

Multiplicando ambos lados de la ecuación (4) por $(1 - \text{descuento}_S^C)$ y combinando el resultado con las ecuaciones (2) y (3), es posible escribir el precio de venta de los activos adjudicados en función del precio de adquisición del crédito al promotor pagado por la Sareb:

$$P_V^F = (1 + \mu) \cdot \left(\frac{1 - \text{descuento}_S^F}{1 - \text{descuento}_S^C} \right) \cdot \frac{P_S^C}{LTV} \quad (5)$$

También resulta conveniente emplear la siguiente definición de los activos transferidos:

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

Finalmente, sustituyendo las ecuaciones (5), (2) y (3) en la ecuación (1), dividiendo ambos lados por el saldo de activos traspasados (6) y reordenando, se obtiene una expresión para los ingresos que tan solo depende de variables observables o parámetros fáciles de aproximar:

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

Así, el lado izquierdo de la ecuación (7) recoge el porcentaje sobre el saldo de activos traspasados que debería ser capaz de ingresar la Sareb para lograr los objetivos anunciados de rentabilidad y cubrir los costes de gestión y financieros. En el lado derecho, las dos formas de w_S hacen referencia al peso de los activos adjudicados (o de los préstamos) en el total de activos traspasados a la Sareb, según el valor en libros de esta, por lo que también son magnitudes conocidas:

$$w_s^j = \frac{j \cdot P_s^j}{F \cdot P_s^F + C \cdot P_s^C} \quad \forall j = \{F, C\} \quad (8)$$

De este modo, la ecuación (7) permite aislar fácilmente el margen en la venta de viviendas y suelo (μ) en función del resto de parámetros. El informe de Oliver Wyman ofrece estimaciones sobre el valor promedio de la ratio *LTV* en el sistema financiero español, así como un rango de variación. El informe ofrece también un rango de valores para la probabilidad de impago acumulada p , en función de un escenario base o uno de adverso. Para el resto de parámetros se han asumido los siguientes valores:

	Parámetro	Valor
	Coste operativo	1,6% de los activos traspasados
g	Coste de las ventas	3% de los activos adjudicados, entre 15 años
	Capex	20% de los activos traspasados, entre 15 años
r	Interés deuda avalada	4%
i	Interés prést. promotor	5%
γ	% adjudic. en alquiler	30%
a	Renta de alquiler	4%