

LAS MEDIDAS DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO ESPAÑOL

JAVIER REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO
Abogado (*)

1 · INTRODUCCIÓN

El mundo se enfrenta desde hace ya algunos meses a una severa crisis financiera de considerables dimensiones que, con origen en los Estados Unidos de América, no ha tardado en extender sus efectos, merced a la globalización que caracteriza a la economía actual, al resto de países, repercutiendo tanto en las empresas de la denominada «economía real» como en las familias.

No es objeto de este artículo exponer los factores desencadenantes de la crisis, que ya han sido analizados en profundidad por personas mucho más autorizadas (puede consultarse sin ir más lejos una lúcida descripción de sus causas y de aquellas áreas de la regulación financiera necesitadas de reformas de calado en el artículo recientemente publicado en esta misma tribuna por don Guillermo de la Dehesa¹). Baste señalar a modo de apretado resumen que la expansiva política monetaria aplicada por la Reserva Federal estadounidense en los últimos años, manteniendo los tipos de interés en niveles muy reducidos durante un largo periodo de tiempo, provocó un exceso de liquidez en el mercado al tiempo que

estrechó los márgenes de intermediación de las entidades financieras, impulsándolas a relajar sus políticas crediticias en busca de una mayor rentabilidad. De este modo se originó un elevado volumen de créditos hipotecarios de baja calidad (hipotecas «*subprime*») que, una vez titulizados e incorporados como garantía de emisiones de deuda de elevada calificación crediticia, se distribuyeron a través del sistema financiero dispersando el riesgo de forma global. El exceso de crédito también contribuyó a una sobrevaloración de los activos adquiridos en buena parte con financiación ajena. Además, proliferaron los instrumentos financieros derivados de creciente complejidad que han puesto de manifiesto la dificultad de su valoración y de la medición de los riesgos asociados a ellos. El inevitable proceso de ajuste del valor de los activos, unido a la subida de los tipos de interés, ha disparado la morosidad de las carteras crediticias y reducido el valor de los bienes aportados como garantía, obligando a las entidades financieras a registrar grandes provisiones para adecuar el valor de sus activos al mercado, debilitando sus balances y poniendo de manifiesto la inadecuación de sus niveles de capital respecto del volumen total de riesgos asumidos.

Interesan más al propósito de este artículo las consecuencias que la crisis está teniendo en las entidades financieras y en el funcionamiento del mercado de crédito. En este sentido, desde el verano de 2007 se ha venido produciendo una sucesión de acontecimientos difícilmente imaginables tan sólo meses antes. En primera instancia, las entidades comenzaron en el segundo semestre de 2007 a registrar grandes provisiones sobre sus activos crediticios en sus balances en un proceso que aún dura hoy día, mientras los bancos centrales de las principales economías del mundo, actuando coordinadamente, comenzaron a inyectar grandes cantidades de liquidez al

(*) Del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid)

¹ Actualidad Jurídica Uría Menéndez número 21, septiembre-diciembre de 2008.

sistema. En septiembre de 2007, la entidad de créditos hipotecarios Northern Rock solicitó y obtuvo recursos extraordinarios del Banco de Inglaterra ante la imposibilidad de financiarse en el mercado interbancario. Entre los meses de enero y marzo de 2008 se produjeron los rescates del banco de inversión Bear Sterns (adquirido por JP Morgan Chase) y la nacionalización de Northern Rock, al tiempo que algunas de las mayores entidades financieras estadounidenses (Citigroup, Merrill Lynch) levantaron importantes cantidades de capital aportado por fondos soberanos de diversos países asiáticos para reforzar sus balances debilitados por las provisiones dotadas para reflejar la depreciación de sus activos. Más tarde, en la primavera del ejercicio 2008, diversos bancos británicos (Barclays, The Royal Bank of Scotland, Halifax Bank of Scotland) abordaron grandes ampliación de capital con derecho de suscripción preferente que, en algunos casos, experimentaron severos problemas en su colocación al mercado. El panorama iba a cambiar drásticamente en el mes de septiembre de 2008, cuando tras rechazar diversas oportunidades para ser adquirido por otras entidades y ante la negativa de la Reserva Federal estadounidense a rescatarle, Lehman Brothers se declaró en quiebra. Desde entonces, se ha producido tanto en Europa como en Estados Unidos una oleada de entradas masivas de las Administraciones públicas en el capital de entidades financieras (Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Citigroup, The Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB-HBOS, Hypo Real Estate, IKB, Fortis, ING, Dexia), combinada con un proceso de concentración, auspiciado en muchos casos por las autoridades, en el que entidades con problemas han sido adquiridas por otras más solventes (compra de Merrill Lynch por Bank of America, venta de activos de Fortis a BNP Paribas, adquisición de Alliance & Leicester y Sovereign Bancorp, así como de los depósitos minoristas, la red de oficinas y los correspondientes empleados de Bradford & Bingley por Banco Santander, etc.).

Todas estas circunstancias han desembocado en una crisis generalizada de confianza (o, por mejor decir, de ausencia de confianza) y una extrema aversión al riesgo que han conducido a una extraordinaria restricción crediticia (el llamado «*credit crunch*»), que está afectando tanto a las propias entidades financieras como a las empresas no financieras y a las familias. Las primeras están experimentando muchas dificultades para poder financiarse en el mercado interbancario ante la desconfianza de unas sobre la solvencia de las otras, así como para obtener capital o financiación en los mercados de capitales para

reforzar sus recursos propios y atender los vencimientos de su deuda. Las empresas no financieras y familias, por su parte, están sufriendo igualmente importantes restricciones en su acceso a la financiación bancaria, a los que se añaden los efectos de la crisis económica (con caídas del Producto Interior Bruto y del consumo y un drástico aumento del desempleo y de las empresas en situación concursal). Los problemas crediticios y de solvencia de las empresas y familias repercuten inmediatamente en las entidades de crédito, con aumentos de la morosidad que continúan deteriorando sus balances en una preocupante espiral.

Los gobiernos de los principales países del mundo, conscientes de la gravedad de la situación, que ha hecho tambalear los fundamentos del sistema bancario y de la regulación financiera, no han tardado en movilizarse para articular una actuación coordinada frente a la crisis. En el ámbito comunitario, las reuniones del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) y de los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona euro de 7 y 12 de octubre de 2008 perfilaron las medidas más urgentes cuya adopción se recomendaba a los Estados miembros con este objetivo y que, en una iniciativa sin precedentes en la Unión Europea, fueron puestas en marcha simultáneamente por los Estados miembros en los días siguientes a la segunda de dichas cumbres. Por su parte, en la reunión de los Jefes de Estado y de Gobierno de los países miembros del G-20 (más España y Holanda) celebrada el 15 de noviembre de 2008, además de establecerse un diagnóstico común sobre el origen y las causas de la crisis y subrayar las actuaciones más inmediatas adoptadas por los gobiernos para estabilizar el sistema financiero, se diseñó un plan de trabajo conjunto con el fin de abordar a corto y medio plazo un proceso más amplio de redefinición de la normativa del sector financiero en áreas como las normas contables, los requisitos de transparencia, gobierno corporativo, gestión de riesgos y recursos propios, así como las reglas de supervisión de las entidades financieras para prevenir nuevas situaciones de crisis, en cuya implementación el Fondo Monetario Internacional y el Foro para la Estabilidad Financiera están llamados a desempeñar un papel consultivo muy relevante.

Con todo, no pretendo referirme en este artículo a las iniciativas promovidas a nivel internacional para la revisión de las normas relativas a las materias antes citadas y otros aspectos, como la regulación de otras cuestiones como las agencias de calificación crediticia o los derivados de riesgo de crédito, sino tan sólo exponer las medidas más urgentes

adoptadas por el Gobierno español desde el mes de octubre de 2008 hasta la fecha con el fin de respaldar el sector financiero español, reactivando el mercado de crédito interbancario, fomentando la liquidez de las entidades financieras, facilitando su financiación a medio plazo y habilitando mecanismos para reforzar la estructura de capital de las entidades bancarias en caso necesario, todo ello con el objetivo de reestablecer la confianza y el buen funcionamiento del mercado de crédito.

2 · ELEVACIÓN DE LA COBERTURA DEL FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS Y DE INVERSIONES

Una de las primeras medidas que adoptó el Gobierno respecto al sistema financiero fue la elevación del importe máximo garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos y el Fondo de Garantía de Inversiones desde veinte mil euros hasta cien mil euros por titular y entidad, con el fin de fortalecer la confianza de los depositantes e inversores en las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión españolas. Esta medida se instrumentó mediante el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijaron los nuevos importes garantizados establecidos en los Reales Decretos 2806/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, y 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. La nueva cantidad garantizada excede del mínimo de cincuenta mil euros establecido por la normativa comunitaria, aunque no alcanza los estándares de otros Estados miembros, como Irlanda, que han garantizado los depósitos efectuados en sus entidades de crédito sin limitación de cuantía.

Esta medida es aplicable a los depósitos de efectivo o valores efectuados en entidades de crédito y empresas de servicios de inversión autorizadas para operar en España, incluidas las filiales españolas de entidades de crédito extranjeras o empresas de servicios de inversión extranjeras, así como en las sucursales de dichas entidades que hayan decidido adherirse voluntariamente a estos Fondos, pero no a las restantes sucursales de entidades no residentes no adheridas a los citados Fondos ni a las entidades comunitarias que capten depósitos o presten servicios de forma transfronteriza en régimen de libre prestación. Los depósitos de los clientes residentes en España de dichas entidades quedarán protegidos por los sistemas de garantía establecidos por el Estado miembro de origen de la entidad de crédito en aplicación de la normativa comunitaria.

3 · CREACIÓN DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

Mediante el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, el Gobierno español aprobó la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF). La regulación del FAAF se completa en la normativa de desarrollo del citado Real Decreto que comprende la Orden EHA 3118/2008, de 31 de octubre, la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera («DGTPF») de 31 de octubre de 2008, sobre composición de la Comisión Ejecutiva y directrices de inversión del FAAF, y las Resoluciones de la citada Dirección General por las que se publican los acuerdos de la Comisión Ejecutiva del FAAF relativos a la convocatoria de las subastas y las características de las operaciones de adquisición.

El FAAF es un fondo de carácter temporal que persigue proporcionar liquidez a las entidades financieras mediante la adquisición de activos financieros de máxima calidad con elevadas calificaciones crediticias emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Esta característica le diferencia de los fondos o esquemas similares creados en otras jurisdicciones, como por ejemplo el *Troubled Asset Relief Program* (TARP) estadounidense, que contempla la adquisición a las entidades financieras de activos crediticios deteriorados o de difícil valoración. Está dotado con un importe de treinta mil millones de euros susceptibles de ampliación a un máximo de cincuenta mil millones de euros.

El FAAF realiza sus operaciones por medio de subastas con el fin de preservar la transparencia en el proceso de fijación de los precios y la libre concurrencia entre las entidades que soliciten la adjudicación de transacciones, y adquiere los activos mediante dos modalidades: compras en firme (adquisición directa) y operaciones temporales de compraventa dobles o simultáneas (con pacto de recompra o «repos»), en las que las entidades se comprometen a recomprar en una fecha posterior los activos a un precio preestablecido. En estas últimas se establece la posibilidad de practicar ajustes durante la vida de la operación, de forma que si el valor de los activos subyacentes decrece, el FAAF puede requerir su sustitución o la aportación de activos adicionales; y si aumenta, puede restituirse el exceso.

Los activos en los que el FAAF puede invertir de forma directa comprenden cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por

cédulas hipotecarias; y de forma temporal en cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria (respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras), siempre y cuando cumplan con ciertos requisitos relativos a:

- (i) la fecha de su emisión (no anterior al 15 de octubre de 2008 y al 1 de agosto de 2007, respectivamente, según se trate de activos para su compra en firme o para operaciones de repo),
- (ii) la admisión a negociación en un mercado regulado de los valores a transmitir,
- (iii) la calificación crediticia mínima de los valores a entregar (que no podrá ser inferior a doble A para los activos objeto de operaciones de repo y de triple A para que los que sean comprados en firme), y
- (iv) su fecha de vencimiento o vida estimada media (que no podrá ser inferior a doce meses para los activos ofertados en operaciones simultáneas o dobles ni superior al establecido en las bases de la subasta respecto a los transmitidos en firme).

Estas características de los activos susceptibles de adquisición por el FAAF determinan la necesidad de que las entidades adjudicatarias de activos interactúen con la Comisión Nacional del Mercado de Valores («CMNV») y con la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, cuyo concurso es necesario tanto para la emisión, registro contable y admisión a negociación de los valores objeto de entrega por las entidades de crédito al FAAF (a cuyo efecto es preciso que dispongan de un folleto de base o un documento de registro de renta fija aprobado e incorporado en el registro oficial de la CNMV) como para la constitución, en su caso, de los fondos de titulización que emitan los bonos de titulización a ser suscritos por el FAAF.

Las normas de funcionamiento del fondo prevén determinados mecanismos a fin de preservar el buen funcionamiento del sistema de adjudicación de las operaciones y la capacidad de todas las entidades financieras de acceder efectivamente al mecanismo de liquidez que provee el FAAF. En este sentido, el FAAF está sujeto a reglas de diversificación de riesgos, de forma que, en cómputo global, el Fondo no podrá tener valores de un mismo emisor que representen más del diez por ciento de sus carteras de activos adquiridos en firme y en operaciones dobles, respectivamente. También se establecen límites de adjudicación de operaciones a una misma

entidad en cada subasta, que no pueden exceder del diez por ciento del importe de la subasta ni del porcentaje que resulte de multiplicar por dos coma cinco la cuota de la entidad en el mercado de crédito a residentes conforme al Boletín Estadístico del Banco de España. Del mismo modo, se contemplan en las reglas sobre la operativa de las subastas incentivos a la concesión por las entidades de nuevos créditos a empresas y familias residentes, facultándose para que se pueda reservar hasta un veinticinco por ciento del volumen global de cada subasta a un tramo no competitivo en el que el criterio de adjudicación no es el tipo de interés ofertado sino la contribución de la entidad al crecimiento del crédito con posterioridad al 15 de octubre de 2008.

Por lo que respecta a sus órganos de gobierno, el FAAF está regido por un Consejo Rector y una Comisión Ejecutiva. El Consejo Rector lo preside el Ministro de Economía y Hacienda, y está compuesto, además, por el Secretario de Estado de Economía, el Secretario de Estado de Hacienda y Presupuestos, el Presidente del Instituto de Crédito Oficial, el Abogado General del Estado y el Interventor General del Estado. Sus funciones comprenden, entre otras, las de establecer las directrices de inversión del FAAF, efectuar el seguimiento y evaluación de las actividades del FAAF, decidir la aplicación de los rendimientos que generen los activos en cartera y del producto de sus vencimientos o enajenaciones y aprobar el informe cuatrimestral de gestión del FAAF. Por su parte, la Comisión Ejecutiva, en dependencia del Consejo Rector, que designa a sus miembros (a excepción de su Presidente, que es el Secretario de Estado de Economía), está actualmente compuesta adicionalmente por la Directora General del Tesoro y Política Financiera, el Director General de Seguros y Fondos de Pensiones, un representante de la Abogacía General del Estado, un representante del Instituto de Crédito Oficial y un representante de la Intervención General del Estado (este último con voz pero sin voto), y le compete ejecutar las operaciones de adquisición, gestión y enajenación de los activos financieros propiedad del FAAF conforme a las directrices del Consejo Rector, convocando y estableciendo las bases de las subastas, y elaborar la información cuatrimestral sobre la gestión del FAAF.

Además, el Fondo está sometido, por un lado, al control parlamentario, ya que cuatrimestralmente el Ministro de Economía y Hacienda debe remitir un informe sobre la gestión del FAAF a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados, y por otro lado, al control de las autoridades comunitarias. A

este respecto, si bien la Comisión Europea aprobó mediante Decisión de 4 de noviembre de 2008 la creación y normas de funcionamiento del FAAF por entenderlo compatible con su Comunicación sobre la aplicación de las reglas sobre ayudas de Estado en el sector bancario dentro de la actual situación de crisis financiera a fin de minimizar sus efectos de distorsión de la competencia² al prever un acceso no discriminatorio de las entidades de crédito al FAAF y tener una duración y un alcance limitados en el tiempo, la Decisión exige al Reino de España que notifique nuevamente el FAAF a la Comisión si decide mantenerlo en vigor transcurridos seis meses, y le informe igualmente con periodicidad semestral sobre la aplicación de la medida para que la Comisión pueda comprobar que no se mantiene en vigor más tiempo del necesario para superar la situación de crisis.

Finalmente, por lo que respecta a los resultados cosechados por el FAAF desde su puesta en funcionamiento, cabe señalar que hasta la fecha el Fondo ha celebrado cuatro subastas adquiriendo activos por un importe total de 19.341 millones de euros, de los que 6.115 millones han sido comprados bajo la modalidad de adquisiciones con pacto de compra y los 13.226 millones restantes a través de adquisiciones en firme.

4 · AVAL DEL ESTADO A LAS NUEVAS EMISIONES DE DEUDA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Otra de las medidas adoptadas por el Gobierno español, en este caso orientada a facilitar la financiación a medio plazo del sector financiero español, consiste en la autorización para la prestación por el Estado de garantía a las emisiones de valores de las entidades de crédito residentes en España y los grupos consolidables de entidades de crédito españolas. Esta iniciativa se contiene en el Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro y en su normativa de desarrollo, que comprende la Orden EHA/3364/2008, de 13 de octubre (modificada parcialmente por la Orden EHA/3748/2008, de 21 de diciembre) y la Resolución de la DGTPF de 24 de noviembre de 2008.

² Comunicación de la Comisión de 13 de octubre de 2008 titulada «Aplicación de la normativa sobre ayudas de estado a las medidas tomadas en relación con las entidades de crédito en el contexto de la actual crisis financiera global», DOCE C/270/8 de 25 de octubre de 2008.

Se trata, nuevamente, de una medida temporal cuya vigencia se extiende hasta el 31 de diciembre de 2009 y que consiste en el otorgamiento de aval del Estado español por un importe máximo de doscientos mil millones de euros (cien mil millones de euros en cada uno de los ejercicios 2008 y 2009) a las operaciones de financiación que realicen las entidades de crédito españolas que cumplan los siguientes requisitos:

- (i) Tener su domicilio social en España.
- (ii) Disponer de una cuota de, al menos, el uno por mil del total del mercado de crédito español (tomando como referencia el epígrafe 2.4 «Préstamos y Créditos. Otros sectores» correspondientes a residentes en España del Boletín Estadístico del Banco de España).
- (iii) Haber emitido durante los cinco años inmediatamente anteriores al 14 de octubre de 2008, fecha de entrada en vigor del Real Decreto-Ley 7/2008, valores análogos a los susceptibles de ser objeto de garantía por el Estado.

A efectos de su distribución entre las entidades de crédito que pueden acogerse a esta medida, la cantidad máxima que será objeto de aval del Estado por cada entidad estará en proporción directa con la cuota que le corresponda a la entidad solicitante en el mercado de crédito español conforme al referido epígrafe 2.4 «Préstamos y Créditos. Otros sectores» correspondientes a residentes en España del Boletín Estadístico del Banco de España.

Para poder beneficiarse del aval del Estado, las operaciones de financiación que realicen las entidades de crédito deberán instrumentarse mediante la emisión de valores de deuda que reúnan las características que se indican a continuación. En este sentido, aunque el artículo 1 del Real Decreto-Ley 7/2008 contemplaba la posibilidad de que los depósitos de las entidades de crédito en el mercado interbancario fueran igualmente objeto de garantía, la Orden EHA/3364/2008 ha excluido expresamente estas operaciones de depósito entre las susceptibles de ser objeto de garantía³.

³ No obstante, el Banco de España ha aclarado en respuesta a las consultas formuladas por las asociaciones de entidades de crédito que, dadas las características del aval del Estado, tanto los valores garantizados como los eventuales valores de titulización emitidos por fondos cuyo único activo lo constituyan valores avalados de que dispongan las entidades de crédito en sus balances tendrán ponderación nula (activos sin riesgo) a los efectos de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito.

(i) Los valores a emitir deben ser valores de deuda no subordinados ni garantizados con otro tipo de garantías, y puede tratarse indistintamente de emisiones singulares o de operaciones realizadas al amparo de programas de emisión.

(ii) Las emisiones garantizadas con avales otorgados con anterioridad al 31 de diciembre de 2008 deberán realizarse no más tarde del 15 de diciembre de 2009. Para los avales otorgados durante el ejercicio 2009 el plazo límite para la realización de las emisiones garantizadas se fijará por resolución de la DGTPE.

(iii) El importe nominal de cada emisión ha de ser de al menos diez millones de euros, y el plazo de vencimiento de los valores no deberá ser inferior a tres meses ni superior, con carácter general, a tres años, si bien excepcionalmente podrán garantizarse valores con un vencimiento superior, de hasta cinco años, previo informe del Banco de España.

(iv) El interés de los valores podrá ser fijo o variable, siempre que, en este último caso, el tipo de referencia sea uno de amplia difusión y utilización en los mercados financieros. El tipo de interés efectivo deberá encontrarse dentro del rango de rentabilidades de mercado de emisiones y emisores de características similares y ser coherente con operaciones anteriores del mismo emisor. A estos efectos, el modelo de orden de otorgamiento del aval publicado en la página web de la DGTPE dispone que se tomará como referencia el tipo de interés de la deuda del Estado a plazo equivalente incrementado en el diferencial o margen resultante de la fórmula de cálculo de la Comisión del aval a la que más adelante haré referencia.

(v) La estructura de las operaciones garantizadas debe ser necesariamente sencilla. Así, los valores deberán ser amortizados mediante un único pago y no deberán incorporar opciones u otros instrumentos financieros derivados que dificulten la valoración del riesgo asumido por el Estado como avalista.

(vi) Las emisiones deberán realizarse en España y los valores emitidos deberán admitirse a negociación en mercados secundarios oficiales españoles. La Orden no aclara cómo debe interpretarse el primero de estos requisitos, lo que podría sembrar cierta incertidumbre sobre la posibilidad de que los valores garantizados sean objeto de colocación total o parcial en mercados extranjeros.

Sin embargo, esta duda queda inmediatamente despejada ante los diversos indicios que ponen de manifiesto que la voluntad es la de posibilitar que los valores garantizados puedan ser colocados a inversores no residentes. Así, puede destacarse, en primer lugar, el hecho de que no sólo se permita la realización de emisiones en divisas distintas del euro, sino que la Orden 3364/2008, de 21 de noviembre, fuera modificada por Orden 3748/2008, de 23 de diciembre, para ampliar la garantía del Estado al riesgo de tipo de cambio en los casos de emisiones en moneda extranjera, que no estaba inicialmente cubierto por el aval. En segundo término, cabe señalar que el documento de registro elaborado por la Dirección General del Tesoro e incorporado al registro oficial de la CNMV con fecha 19 de enero de 2009 a fin de complementar con la información del Estado español en su condición de garante los folletos de emisión que elaboren las entidades de crédito avaladas se haya depositado tanto en idioma castellano como en lengua inglesa. Finalmente, se da la circunstancia de que más de la mitad de la emisión que por importe de dos mil millones de euros realizó la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (la Caixa) con el aval del Estado español el pasado día 28 de enero de 2009 fue colocada a inversores extranjeros⁴, lo que, siendo la primera emisión de estas características que se realiza, es inconcebible sin la anuencia de las autoridades. La misma tónica han seguido las emisiones calculadas por el Estado realizadas posteriormente por Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid (64% de inversiones extranjeras), Banco Popular Español, (81,53% de inversiones no residentes) y las demás entidades financieras españolas que les han seguido en la realización de este tipo de emisiones.

Los avales se otorgan mediante Orden del Ministro de Economía y Hacienda notificada a la entidad de crédito solicitante y no se refieren a operaciones específicas. En este sentido, el procedimiento que deberá seguirse para que las emisiones concretas que realicen las entidades de crédito quedan efectivamente garantizadas por el aval otorgado es el siguiente:

(i) Con una antelación de al menos diez días naturales a la fecha prevista para la operación, la

⁴ Fuente: Nota de prensa de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (la Caixa) de fecha 28 de enero de 2008 disponible en la página web corporativa de la Caixa en el enlace http://prensa.lacaixa.es/show_release.html?id=4720.

entidad emisora avalada deberá comunicar a la DGTPF los detalles de la concreta operación que pretenda realizar, remitiendo una copia del folleto informativo, documento privado o escritura de emisión, en su caso, que presentará ante la CNMV para su registro.

(ii) La DGTPF examinará los detalles de la operación y, si se cumplen los requisitos necesarios para que la operación pueda acogerse al aval del Estado, en los términos establecidos en la orden de otorgamiento y en la normativa aplicable, lo comunicará a la entidad emisora avalada junto con la liquidación de la comisión a la que más adelante haremos referencia para que, tras acreditar su ingreso, proceda a realizar la emisión.

(iii) Una vez realizada la operación, la entidad emisora avalada comunicará los detalles de la operación a la DGTPF, al Banco de España y a la CNMV mediante la remisión del folleto informativo, documento privado o escritura registrado por la última de dichas instituciones y solicitará la admisión a cotización de la emisión en un mercado secundario oficial español.

(iv) La DGTPF comprobará que las características de la operación efectivamente realizada se ajustan a las previamente comunicadas por la entidad.

(v) En el plazo de tres días hábiles desde la fecha de admisión a cotización en un mercado secundario oficial español, la CNMV comunicará a la DGTPF la efectiva admisión a negociación de los valores emitidos.

Aunque el procedimiento comprende diversos trámites (en particular, la necesidad de notificar a la DGTPF con diez días de antelación las características de la operación propuesta) que, aplicados de forma estricta, podrían dificultar la posibilidad de acometer una colocación institucional de los valores garantizados mediante una prospección de la demanda con carácter acelerado tras la que se fijasen los términos y condiciones de la operación, las sucesivas emisiones realizadas por las entidades de crédito españolas se han colocado en todos los casos entre inversores cualificados y en un periodo de escasas horas, lo que nuevamente pone de manifiesto la voluntad de la autoridades de aplicar la norma de forma compatible con las prácticas más extendidas en los mercados financieros para este tipo de operaciones.

En cuanto al aval del Estado, sus principales características son las siguientes:

(i) Los avales se otorgarán con carácter irrevocable e incondicional (una vez cumplido el procedimiento anteriormente descrito) y con renuncia del Estado al beneficio de excusión, siendo ejecutables en la fecha de vencimiento de la obligación garantizada, sin que pueda exigirse al avalista el pago en un momento anterior a aquél (cabe entender que ni siquiera en los casos en que se produzca un supuesto de amortización anticipada obligatoria de la emisión). En caso de ejecución del aval, la DGTPF comunicará dicha circunstancia al Banco de España por si procediera adoptar alguna de las medidas de intervención y sustitución de la entidad de crédito avalada previstas en la legislación vigente.

(ii) El aval garantizará exclusivamente el principal del crédito así como los intereses ordinarios. No cubrirá por tanto las eventuales penalizaciones, costes ni cualesquiera otros gastos que los titulares de los valores garantizados puedan reclamar a la entidad de crédito emisora conforme a los términos de la emisión. En cuanto al riesgo de tipo de cambio en las emisiones denominadas en moneda extranjera, si bien inicialmente la Orden EHA 3364/2008, de 21 de noviembre, excluía expresamente este riesgo de la garantía, quedando de cuenta del emisor, consideraciones prácticas de mercado han aconsejado la modificación de la citada norma mediante la Orden 3748/2008, de 23 de diciembre, a fin de que queden garantizados el pago del total del principal y los intereses en la divisa pactada. Como contrapartida, no obstante, en estos supuestos la entidad emisora deberá constituir garantías sobre valores de deuda pública en favor del Tesoro por el mismo plazo de la emisión para cubrir el riesgo de tipo de cambio, riesgo que será revaluado mensualmente, ajustándose correlativamente las garantías aportadas por el emisor.

(iii) Los avales devengarán comisiones a favor del Estado, cuyo importe oscila entre el 0,5% y el 1,048% anual del valor nominal emitido, en función de las fórmulas establecidas en el anexo a la Orden 3364/2008, que tienen en cuenta el vencimiento de la emisión (inferior o superior a un año) así como la solvencia de la entidad de crédito emisora (que se mide en función de la cotización de los derivados de crédito sobre dicha entidad u otras entidades de calificación crediticia similar, o en su defecto, acudiendo a ciertas reglas previstas en la Orden).

(iv) Salvo que medie el consentimiento previo y escrito del Estado, el aval quedará sin efecto en el caso de que se produzcan modificaciones de las condiciones de la emisión durante su vigencia.

Al igual que en el caso del FAAF, el Reino de España notificó a la Comisión Europea la legislación sobre el otorgamiento de avales a las entidades de crédito españolas, que aprobó esta medida mediante su Decisión de fecha 23 de diciembre de 2008 al considerar que está en consonancia con las recomendaciones de su Comunicación de 13 de octubre de 2008 a la que anteriormente se ha hecho referencia, que el sistema diseñado no es discriminatorio, es limitado tanto en su duración y alcance como en su presupuesto global y en las garantías a que pueden acceder individualmente cada una de las posibles entidades beneficiarias y que, además, prevé limitaciones para evitar abusos y está sujeto a una remuneración a cargo de las entidades de crédito avaladas en condiciones de mercado. Como en el supuesto de la autorización del FAAF, la Decisión de la Comisión tan sólo tiene una vigencia de seis meses transcurridos los cuales el Estado español debe dar por concluido el sistema o bien notificar nuevamente su prolongación a la Comisión. Asimismo, el Reino de España se comprometió a notificar los planes de reestructuración para cada beneficiario efectivo de la garantía y a informar periódicamente a la Comisión sobre la aplicación del sistema.

Por último, en cuanto a la acogida de la medida, hasta el 31 de diciembre de 2008 se concedieron avales por importe de noventa mil millones de euros (de los cien mil millones de euros disponibles) a cincuenta y tres entidades financieras. Hasta la fecha se han emitido un total de 11.500 millones de euros en bases a tres años con el aval del Estado, por parte de Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona («La Caixa»), Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid, Banco Popular Español, S.A., Bankinter, S.A., Banco Pastor, S.A., Caixa d'Estalvis de Catalunya y Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante —Bancaja—. Asimismo, muchas otras entidades (como Banca March, Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito, Banco de Sabadell, S.A., Caja de Ahorros del Mediterráneo) han registrado en las últimas semanas sus nuevos folletos de base o suplementando sus folletos vigentes a fin de poder realizar emisiones de valores de renta fija con la garantía del Estado, que previsiblemente reproducirán en próximas fechas, siguiendo el orden que

ha fijado la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

5 · APORTACIONES AL CAPITAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La última de las cuatro medidas implementada por el Gobierno español en el marco del plan de actuación concertada de los países de la zona euro ha sido la habilitación concedida, con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, al Ministro de Economía y Hacienda para ordenar la adquisición, previo informe del Banco de España, de títulos emitidos por entidades de crédito residentes en España, cuando estas entidades necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten. Esta medida, contenida en el artículo 2 del Real Decreto-Ley 7/2008 es la única que no ha tenido hasta la fecha desarrollo reglamentario, seguramente porque a diferencia de otras jurisdicciones comunitarias en España las autoridades aún no han tenido que acudir al rescate de ninguna entidad financiera. No obstante, según informaciones de prensa, la DGTPF está trabajando en la normativa de desarrollo, que es de esperar sea aprobada en los próximos meses.

En cuanto al tipo de valores susceptibles de emisión por las entidades de crédito que pretendieran acogerse a esta medida, la norma sólo precisa que se incluyen las participaciones preferentes y las cuotas participativas. No obstante, pendiente de la concreción reglamentaria parece en principio que cabría la posibilidad de emitir toda la gama de valores que tienen el tratamiento de recursos propios de primera categoría conforme a la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España, desde la deuda subordinada (perpetua o con vencimiento siempre que no sea rescatables antes del quinto aniversario de la fecha de su emisión) hasta las acciones sin voto, rescatables, o incluso las acciones ordinarias y las privilegiadas. Podría pensarse también en la posibilidad de emitir instrumentos híbridos, como, por ejemplo, deuda subordinada convertible en acciones de la entidad. En todo caso, a fin de evitar trabas a posibles operaciones de rescate la norma aclara, sea cual fuere el valor elegido, que los valores que adquiera el Estado no estarán sometidos a las limitaciones establecidas por la normativa para su computabilidad como recursos propios.

La selección del tipo de valor a emitir depende, por un lado, de la retribución que el Estado desee percibir por su aportación al capital de la entidad y la prelación deseada en caso de sobrevenimiento de

una situación concursal y, de otro, del grado de influencia que el Estado se desee reservar en la gestión de la entidad de crédito rescatada, ya sea en cuestiones de gobierno corporativo (tales como posibles cambios en el Consejo de Administración o la introducción de limitaciones a la remuneración del equipo directivo) como en aspectos financieros (políticas de endeudamiento y de aplicación de resultados) y de negocio (políticas crediticias). Desde esa última perspectiva, obviamente los valores privados del derecho de voto (obligaciones subordinadas, cuotas participativas, participaciones preferentes, acciones sin voto) le otorgarían al Estado unas facultades de intervención inferiores a las que le concedería la suscripción de acciones ordinarias o incluso privilegiadas en un aumento de capital de la entidad. En el primer caso, el nivel de influencia dependería de lo previsto en la normativa aplicable (en particular, de lo dispuesto en la normativa de desarrollo del artículo 2 del Real Decreto-Ley 7/2008) y, en su caso, de los pactos convenidos por el Estado y la entidad crediticia emisora en los términos y condiciones de la emisión de los valores, mientras que en el segundo caso el Estado dispondría de voz y voto en la Junta General de accionistas de la entidad, pudiendo eventualmente condicionar su inversión a la aprobación previa por los accionistas de modificaciones estatutarias que reforzaran su grado de control sobre la entidad y le confirieran eventuales derecho de veto sobre ciertas materias reservadas.

Cuestión vinculada con la anterior en el caso de los bancos cuyas acciones estén admitidas a negociación en las Bolsas de Valores es la referente a la normativa de ofertas públicas de adquisición. Efectivamente, siempre que la aportación del Estado al capital de las correspondientes entidades se intrumente. Sea a través del Fondo de Garantía de Depósitos u otra institución similar, la operación podría acogerse a la excepción prevista en el apartado a) del artículo 8 del citado Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición, referida a las adquisiciones que realicen en el desarrollo de sus funciones, entre otros, los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito. Esta excepción, ya prevista en la normativa de ofertas públicas de adquisición precedente, permitió por ejemplo al Fondo de Garantía de Depósitos adquirir una participación mayoritaria en el capital del Banco Español de Crédito en 1993 sin necesidad de formular una oferta pública sobre la totalidad de acciones de la entidad.

Existiría una segunda alternativa en el caso de que, en atención a la identidad de la institución estatal aportante o, por cualquier otro motivo, no fuera aplicable la excepción citada en el párrafo anterior. Así, la inyección de capital por el Estado podría verificarse en forma de deuda subordinada o participaciones preferentes que no tuvieran inicialmente el carácter de convertibles en acciones con derecho de voto de la entidad emisora. Si, posteriormente, como consecuencia del deterioro de la situación financiera de la entidad fuera preciso proceder a la conversión de estos valores de forma sobrevenida en acciones de la entidad, sería a nuestro entender aplicable la excepción prevista en el apartado d) del artículo 8 del Real Decreto, que exceptúa del régimen de oferta pública de adquisición obligatoria las adquisiciones de acciones como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la entidad.

Otro asunto, en el caso de aportaciones al capital mediante la suscripción de ampliaciones de capital, es el relativo al tipo de emisión y al derecho de suscripción preferente. Efectivamente, con el fin de evitar cualquier tipo de desplazamiento patrimonial incluido entre el Estado y los restantes accionistas del banco a rescatar, el precio de emisión de las acciones a suscribir por el Estado deberá corresponder con su valor razonable, que a su vez se presume coincidente con su valor de mercado salvo prueba en contrario. Si el valor razonable se estimara en un importe inferior al precio de las acciones en el mercado, existirían dos posibilidades: la primera sería que el banco realizara una ampliación de capital al valor razonable con derecho de suscripción preferente y asegurada por el Estado, que se comprometería a suscribir las acciones no suscritas por los accionistas al término del periodo de suscripción preferente. La segunda, consistente en una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente a favor del Estado, podría resultar más complicada al hacer necesario desvirtuar la presunción de coincidencia del valor razonable con el precio de cotización de las acciones en el mercado, y tendría en todo caso como límite inferior del valor neto patrimonial de las acciones conforme al último balance aprobado de la entidad.

Al igual que en el caso del FAAF y del otorgamiento de avales del Estado a las entidades de crédito españolas, España deberá notificar a la Comisión Euro-

pea la medida de autorizar al Ministro de Economía y Hacienda para acordar la realización por el Estado de aportaciones de capital a las entidades de crédito una vez se hayan definido sus parámetros a través del desarrollo reglamentario pendiente. En todo caso, dado que nuevamente se trata de una autorización temporal (hasta el 31 de diciembre de 2009) y en la medida en que cumpla los restantes requisitos establecidos en la repetidamente mencionada Comunicación de la Comisión de 13 de octubre de 2008 sobre la aplicación de las reglas sobre ayudas de Estado en el sector bancario ante la actual crisis financiera, esto es, (i) prevea criterios de acceso objetivos y no discriminatorios de las entidades a las inyecciones de capital del Estado, (ii) limite las aportaciones a las mínimas estrictamente necesarias, (iii) contemple previsiones de salvaguarda para evitar abusos de competencia e instrumentos para que el Estado pueda hacer valer tales medidas preventivas, y (iv) que la entidad que reciba estas ayudas se someta a un plan de reestructuración a ser examinado posteriormente caso por caso por la propia Comisión, que distinguirá a estos efectos entre las instituciones financieras fundamentalmente sólidas afectadas exclusivamente por las actuales restricciones de acceso a la liquidez y los beneficiarios que, además, registren problemas de solvencia de carácter más estructural relacionados con su modelo de negocio específico o su estrategia de inversión.

Finalmente, en cuanto a la probabilidad de que la medida pueda llegar a ser puesta en práctica en el futuro, aunque se comienzan a escuchar algunas noticias sobre la posibilidad de que algunas entidades pudieran solicitar aportaciones de capital del Estado (por ejemplo, Caja de Ahorros de Castilla La Mancha en el marco de su proceso de fusión con Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera —Unicaja—) lo cierto es que por el momento y a diferencia de lo ocurrido en la mayoría de las jurisdicciones de nuestro entorno, ninguna entidad española ha tenido que recurrir a este tipo de ayuda, sino que continúan reforzando su solvencia captando exitosamente capital de sus accionistas o clientes y de otros inversores. Así, en noviembre de 2008 Banco Santander acometió la mayor ampliación de capital dineraria jamás realizada por una sociedad cotizada española en una operación con derecho de suscripción preferente en la que recaudó un importe bruto de 7.194 millones de euros. Por su parte, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria colocó exitosamente entre inversores minoristas nacionales durante el mes de diciembre de 2008 una emisión de participaciones

preferentes de mil millones de euros. En los meses de enero y febrero de 2009 se registraron diversas emisiones de obligaciones subordinadas (Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona por importe de dos mil quinientos millones de euros) y participaciones preferentes (Banco de Sabadell y Popular Capital —sociedad filial de Banco Popular Español y con su garantía— realizaron sendas emisiones de quinientos millones de euros).

6 · OTRAS MEDIDAS

Al margen de las medidas anteriormente mencionadas, se han adoptado en los últimos meses en España, dentro del contexto de extraordinaria inestabilidad financiera, otras medidas que, aunque de forma indirecta, también contribuyen a proporcionar apoyo a las entidades del sector financiero.

Así, por ejemplo, el día 22 de septiembre de 2008, el Comité Ejecutivo de la CNMV, a la vista de las excepcionales circunstancias de los mercados de valores, en una actuación concertada con los organismos equivalentes de otros Estados miembros de la Unión Europea y de terceros países adoptó diversas medidas relativas a las ventas en corto de acciones y otros valores participativos de entidades del sector financiero emisores de valores negociados en las Bolsas de Valores españolas por entender que había un déficit de información en el mercado. De esta forma, impuso la obligación temporal de hacer pública cualquier posición corta sobre acciones o cuotas participativas de los emisores del sector financiero siempre que ésta excediera del 0,25% del capital social del emisor admitido a negociación. Asimismo, estableció la obligación del titular de una posición corta de comunicar todas aquellas variaciones que supusieran un incremento de su posición corta o una disminución de ella por debajo del umbral del 0,25%. Como en el caso de las medidas antes examinadas, esta decisión tiene carácter temporal, extendiéndose su vigencia hasta el momento en que, por desaparecer las condiciones de mercado que la motivaron, la CNMV así lo establezca.

Esta medida está inspirada en las iniciativas que ya habían tomado en el mismo sentido tanto la *Financial Services Authority* del Reino Unido como la *Securities and Exchange Commission* estadounidense en los meses de mayo y junio de 2008, tras comprobar las dificultades experimentadas por las entidades financieras que en aquél período estaban intentando ampliar capital mediante emisiones de acciones por la existencia de grandes posiciones cortas de inversores especulativos como *hedge funds* que esta-