

# EL FUNCIONAMIENTO DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

ABRAHAM NÁJERA PASCUAL

*Abogado*

## RESUMEN

El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros se crea como respuesta a la crisis financiera actual con la finalidad de proporcionar liquidez a las entidades de crédito mediante la adquisición de éstas de determinados instrumentos financieros de máxima calidad conforme a criterios de mercado y respetando en todo caso los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación, de manera que se impulse la financiación a empresas y ciudadanos.

## ABSTRACT

*The Fund for the Acquisition of Financial Assets has been established as a response to the current financial crisis in order to facilitate the funding of the credit institutions by means of the acquisition of top quality financial assets from them subject to market criteria and in all cases respecting the principles of objectivity, security, transparency, efficiency, profitability and diversification, thus fostering financing to companies and households*

## SUMARIO

- I *Introducción la crisis financiera y el derecho paraconcursal bancario español*
- II *El fondo para la adquisición de activos financieros*
  - 1 *Rasgos esenciales*
    - 1.1 *Constitución, régimen jurídico y finalidad*
    - 1.2 *Financiación y vigencia*
  - 2 *Funcionamiento*
    - 2.1 *Activos elegibles para la inversión del Fondo*
      - A) *Origen*
        - a) *Entidades de crédito*
        - b) *Fondos de titulización*
      - B) *Respaldo*
      - C) *Antigüedad*
      - D) *Máxima calidad*
      - E) *Admisión a negociación*
      - F) *Plazos de vencimiento*
      - G) *Homogeneidad*

- H) *Requisitos adicionales*
- 2.2 *Modalidades de adquisición*
  - A) *Compras en firme*
  - B) *Compraventas dobles o simultáneas*
- 2.3 *Procedimiento de selección: la subasta*
  - A) *Acuerdo previo del Consejo Rector*
  - B) *Convocatoria por la Comisión Ejecutiva*
  - C) *Ofertas*
    - a) *Clases de ofertas*
    - b) *Valor mínimo y máximo de las ofertas*
    - c) *Presentación y contenido de las ofertas*
  - D) *Resolución de la subasta y adjudicación*
    - a) *Tramo competitivo*
    - b) *Tramo no competitivo*
- 2.4 *Órganos*
  - A) *El Consejo Rector*
    - a) *Naturaleza y funciones*
    - b) *Composición*
  - B) *La Comisión Ejecutiva*
    - a) *Naturaleza y funciones*
    - b) *Composición*
  - C) *El Comité Técnico*
    - a) *Naturaleza y funciones*
    - b) *Composición*
- 2.5 *El papel del Banco de España*
- 2.6 *Publicidad y control*

## I. INTRODUCCIÓN. LA CRISIS FINANCIERA Y EL DERECHO PARACONCURSAL BANCARIO ESPAÑOL

El año 2008 nos ha dejado un 2009 lleno de interrogantes sobre la profundidad y el alcance real de la crisis que tuvo en agosto de 2007 a las hipotecas *subprime* estadounidenses como detonante. Una crisis fundamentalmente financiera, de liquidez y sobre todo de confianza, que sumada a otros muchos y preocupantes factores, directa o indirectamente relacionados con ella, como el aumento de la morosidad que hundió sus raíces, al menos en nuestro país, de un lado en el estallido largamente anunciado de una burbuja inmobiliaria imposible y de otro en el dramático incremento del número de desempleados, está poniendo a prueba la solidez de las entidades de crédito españolas.

Haber sobrevivido a 2008 sin que hayan aflorado de forma cierta, como ha sucedido en tantos otros países, las dificultades de ninguna entidad de crédito en España, pese a los factores diferenciales, y en mucho casos más graves, a los que se están viendo sometidas, sin verse arrastradas por el dominó perverso que ha derribado a bancos a uno y otro lado del Atlántico durante el año pasado, es sin duda un triunfo y una señal de que quizá la supervisión del Banco de España ha dado sus frutos.

Pero la gravedad de la crisis, que está haciendo mella en el verdadero corazón del sistema financiero, nos obliga a no descartar los peores escenarios y a prepararnos adecuadamente para afrontarlos.

Si llegamos al extremo de que alguna entidad de crédito española entre en concurso, su régimen no diferirá en demasía del de cualquiera de las empresas cuyos procedimientos colapsan.

los Juzgados de lo mercantil, alzando voces que reclaman una reforma de una Ley Concursal que aún está celebrando su quinto aniversario. Más allá del papel del Fondo de Garantía de Depósitos en la Administración concursal, apenas contamos con las reglas, fundamentalmente en cuanto a ley aplicable, competencia, delimitación de la masa activa e información y derechos de los acreedores, que contiene la Ley 6/2005 en relación con el saneamiento y liquidación de aquellas entidades de crédito que desarrollen actividades transfronterizas en el ámbito de la Unión Europea, así como alguna especialidad en cuanto al tratamiento de los títulos hipotecarios emitidos y las hipotecas que les sirven de sustento.

Es, sin embargo, la existencia de un verdadero derecho paraconcursal bancario, normas de carácter fundamentalmente preventivo que responden mejor a las peculiaridades de las situaciones de crisis de este tipo de entidades y al necesario mantenimiento de la confianza en el conjunto del sistema financiero, lo que marca la diferencia. Normas rara vez puestas en práctica que por desgracia podemos necesitar tener muy presentes en los próximos meses, rodeados como estamos de incesantes rumores que apuntan, a veces de forma interesada, a bancos y cajas supuestamente heridos de muerte.

En uno de sus extremos, el Fondo de Garantía de Depósitos se erige de nuevo como protagonista auspiciado por el Real Decreto 2606/1996. Su articulado va desgranando a su alrededor soluciones que parecen reunir buena parte de las adoptadas en otros países, agrupadas en tres grandes tipos de medidas de saneamiento: ayudas financieras (préstamos en condiciones favorables, garantías, ayudas a fondo perdido o adquisición por parte del fondo de préstamos de dudoso cobro y otros activos dañados o no rentables, entre otras), reestructuración de la propiedad del banco en crisis (propiciando su absorción o fusión con otra entidad, el traspaso de su negocio, la suscripción por parte del fondo de un aumento de capital, o de cuotas participativas en el caso de las cajas de ahorros, la adecuada aplicación de sus recursos propios para absorber las pérdidas, etc.), y otras medidas de gestión que garanticen una mejora en la organización y procedimientos de la entidad.

En el otro, este derecho paraconcursal bancario se apoya en los arts. 31 a 38 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, que para facilitar el salvamento y asegurar la eficacia de esas ayudas y remedios permitirían al Banco de España acordar la sustitución temporal de los administradores de la entidad o el nombramiento de interventores en situaciones de excepcional gravedad en cuanto a su solvencia, liquidez o estabilidad o que hicieran peligrar la efectividad de sus recursos propios, de tal forma que cualquier acto o acuerdo del resto de órganos requiriese la aprobación expresa de aquellos para su validez.

Pero se trata de una regulación que pretende dar respuesta a una situación preconcursal puntual de una entidad, y que se presenta inadecuada para hacer frente a un fallo de mercado como el actual, toda vez que quien en este momento se debate en la cuerda floja no es una entidad concreta, sino todo el sistema financiero, acusando la sequía de liquidez que bebe de la desconfianza. Desconfianza de unas entidades frente a otras, que ha llevado al cierre en la práctica del mercado interbancario como una de sus fuentes de liquidez, con la consiguiente desaparición del papel de controladoras mutuas de la solvencia que desarrollan en dicho mercado. Desconfianza de los depositantes en general frente a las entidades de crédito que ha limitado otra de sus vías de financiación, tan sólo restañada en parte mediante la ampliación in extremis de las cuantías cubiertas por el fondo de garantía de depósitos a través del Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, que parece haber triunfado en evitar un éxodo masivo de ahorros, faltos de mejores refugios, a la calidez de los colchones. Todo ello, unido a las enormes

dificultades que prácticamente desde el comienzo de la crisis han presentado los mercados de capitales como alternativa para la captación de fondos por la distorsión que la incertidumbre sobre los riesgos de crédito y contrapartida ha provocado, ha conducido a un contexto como el actual, en el que la ausencia de liquidez se ha traducido para familias y empresas en obstáculos desconocidos en los últimos tiempos para acceder a la financiación bancaria.

En esos convulsos primeros días de octubre de 2008, al calor de los compromisos adoptados por el Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea del día 7 ante la gravedad de la crisis y la descoordinación de las nacionalizaciones, compras, inyecciones de recursos y desesperadas maniobras que se estaban llevando a cabo en los países europeos más afectados, la aprobación de dos Reales Decretos-Leyes, el sexto y el séptimo de ese año, ya debidamente convalidados por el Congreso, materializó en España la vía elegida para enfrentarse por fin a lo inevitable: intentar reabrir el acceso para las entidades de crédito a los mercados de capitales.

Así, 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, desarrollado por la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, que ha tenido que ser poco después modificada por la Orden EHA/3748/2008, de 23 de diciembre, se centró en la posibilidad de apoyar las emisiones de deuda de las entidades de crédito que cumplieran ciertos requisitos a través de la concesión de avales por el Estado. Asimismo, confirió al Ministro de Economía y Hacienda la facultad de adquirir títulos emitidos por las entidades de crédito para reforzar sus recursos propios, sentando así someramente las bases para su recapitalización, medida al hilo de la cual el Banco Central Europeo, en su dictamen CON/2008/52, de 17 de octubre, insistió, apoyándose en las conclusiones del último Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea, en la «necesidad de garantizar que los accionistas y la dirección soporten debidamente las consecuencias de la intervención», sugiriendo así que se fijasen condiciones específicas que permitieran maximizar en este escenario los beneficios potenciales para los contribuyentes

Acompañando a aquél, el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, que junto con su desarrollo mediante la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, y las directrices de inversión de dicho Fondo adoptadas por su Consejo Rector en su reunión del 27 de octubre, pretende ser objeto de este estudio, se planteó un objetivo mucho más ambicioso: no sólo inyectar liquidez a las necesitadas entidades de crédito, sino poder canalizarla hasta su destino último, las familias y empresas españolas, víctimas finales de la crisis y huérfanas de financiación con la que poder afrontar sus más básicos proyectos.

Para ello, se constituye un fondo público cuya dotación, de hasta 50.000 millones de euros provenientes de emisiones de deuda pública, se está destinando a adquirir de forma voluntaria de las entidades de crédito instrumentos financieros emitidos necesariamente por éstas o por fondos de titulización, respaldados en todo caso «**por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras**». Sin embargo, el objetivo de permitir de nuevo el acceso con normalidad al crédito bancario por parte de empresas y particulares, primando para ello la adquisición de activos respaldados por nuevas financiaciones, parece haber chocado en las primeras subastas con escollos que han llevado a su fracaso

Primero, la participación de las entidades de crédito en las subastas a través de las que se llevan a cabo las adquisiciones se vio afectada negativamente por la indefinición de una regulación excesivamente breve en la que la falta de diferenciación con las subastas ordinarias

de liquidez del Eurosistema, en las que se inspira, y las condiciones económicas, poco atractivas en un escenario de anunciadas bajadas de interés, se unieron a la preocupación por los efectos de la difusión de los resultados sobre las entidades que acudieran a las subastas —que ha abocado su aplicación a una opacidad justificada en el mantenimiento de la confianza y la credibilidad del sistema—, provocando fuertes debates y recelos.

Además, los mecanismos finalmente elegidos para plasmar esa preferencia por activos respaldados por nuevas financiaciones, a través fundamentalmente de la necesidad de que los instrumentos financieros hayan sido emitidos en fechas relativamente recientes —lo que no impide que los créditos en que se sustenten sean más antiguos—, y en la previsión de pujas no competitivas cuya adjudicación depende del volumen de créditos concedidos o renovados con posterioridad a determinada fecha, para las que se puede reservar hasta un 25% de los importes de cada subasta, tampoco se están mostrando eficaces para forzar que la liquidez se encauce a través del crédito bancario hasta particulares y empresas, quedándose al parecer en contribuir a resolver los acuciantes problemas de bancos y cajas o proporcionarles mayor seguridad ante lo que se avecina, sin mitigar como se esperaba los efectos de la crisis financiera en la economía real.

Un fracaso que sin duda ha contribuido al goteo incesante de medidas económicas de discutible eficacia para luchar contra la crisis, como el Real Decreto 10/2008, de 12 de diciembre, cuya Exposición de Motivos delata desde sus primeras líneas su origen común con el Real Decreto-Ley 6/2008, o a que algunas entidades, como las cajas de ahorro de menor tamaño, se estén uniendo para afrontar mejor la crisis. Sin embargo, la preocupación inicial y más profunda por las necesidades financieras de particulares y empresas ha empezado a verse acompañada por el creciente temor a que no aprovechar esta liquidez extraordinaria que se ofrece a nuestras entidades de crédito las coloque en una situación de desventaja frente a las de otros países, que están haciendo acopio de recursos y recapitalizándose gracias a planes de rescate y medidas que, justificados por la necesidad de mantener un sector básico para la economía mundial, intentan claramente contra la libre competencia, en el mejor de los casos, lo que puede constituir el acicate necesario para el éxito del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

## II. EL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

### 1. Rasgos esenciales

#### 1.1 *Constitución, régimen jurídico y finalidad*

Con la finalidad, por tanto, de servir a la revitalización de la oferta de crédito bancario a la actividad productiva de empresas y particulares residentes en España, a través de la adquisición con criterios de mercado de determinados instrumentos financieros de alta calidad emitidos por las entidades de crédito o por fondos de titulización, el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Se configura como un fondo carente de personalidad jurídica, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda a través de la Secretaría de Estado de Economía, y sujeto en cuanto a su régimen presupuestario, económico-financiero, contable y de control a lo dispuesto en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, en lo atinente a los fondos de dicho tipo cuya dotación se efectúe de forma mayoritaria desde los Presupuestos Generales del Estado, mencionados en su art. 2.2.

Además, de conformidad con el art. 13 del Real Decreto-Ley, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros queda excluido de la aplicación de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público, al no tener la consideración de sector público a los efectos previstos en la misma, lo que permite flexibilizar su operativa.

Es, en el fondo, un instrumento de liquidez para las entidades de crédito, una alternativa extraordinaria y temporal, y en buena medida semejante, a las operaciones de mercado abierto del Eurosistema ejecutadas a través de subastas que se emplean de forma habitual como mecanismos de política monetaria, mediatizado en este caso por la necesidad de servir al objetivo específico marcado de estimular a la postre la concesión de nueva financiación a empresas y particulares.

## *1.2 Financiación y vigencia*

La dotación con la que contará inicialmente el Fondo para el cumplimiento de sus fines se cifra por el art. 2 del Real Decreto-Ley en 30.000 millones de euros, ampliables hasta 50.000 millones, con cargo a los Presupuestos Generales del Estado

Si bien no debe confundirse con la vigencia del Fondo, que no ha sido prefijada, pues dependerá en circunstancias normales fundamentalmente de los vencimientos de los activos adquiridos y de las operaciones celebradas, y que terminará con la extinción y liquidación de aquél, algo que puede ser además acordado de forma anticipada por el Consejo de Ministros en atención a las circunstancias económicas al amparo de la Disposición Final Tercera del Real Decreto-Ley, el art. 2.2 de la Orden EHA/3118/2008 determina que las adquisiciones de activos sólo podrán llevarse a cabo hasta el 31 de diciembre de 2009, en coherencia con el carácter temporal de una medida tan excepcional como la creación del Fondo, y atendiendo a las recomendaciones del Banco Central Europeo, que en sus dictámenes CON/2008/52 y CON/2008/1960, de 17 y 27 de octubre, respectivamente, recalcó la necesidad de clarificar adecuadamente este extremo, que el Real Decreto-Ley dejaba tan sólo entrever.

Así, del límite total de la dotación del Fondo, el propio Real Decreto-Ley concedió un crédito extraordinario al presupuesto del ejercicio 2008, financiado mediante la emisión de deuda pública, por importe de 10.000 millones de euros, que podía haber sido ampliado hasta 30.000 millones para ese mismo ejercicio. Sin embargo, las dos primeras subastas, celebradas ambas en 2008, únicamente previeron la adquisición de activos financieros hasta un importe máximo conjunto de 10.000 millones de euros, de los que se adjudicaron 2.115 en la primera de ellas y 7.224 en la segunda

En cuanto al resto, deberá por tanto dotarse con cargo a los presupuestos para 2009, como ya adelantaba el Real Decreto-Ley, habiendo sido ya convocadas las dos siguientes subastas, para el mes de enero, por importe conjunto de 10.000 millones de euros.

## **2. Funcionamiento**

Para poder cumplir con su finalidad, al menos inmediata, de proporcionar recursos a las entidades de crédito para que éstas a su vez puedan retomar su papel esencial como intermediarias en el mercado del crédito, facilitando financiación a familias y empresas, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, como su propio nombre indica y se ha anticipado, emplea uno de los instrumentos típicos de aplicación de la política monetaria: la adquisición de las

entidades de crédito de determinados tipos de instrumentos financieros negociados en mercados regulados. Dichas adquisiciones, ejecutadas siempre a través de subastas, se llevan a cabo bien mediante compras en firme, bien mediante compraventas simultáneas, a semejanza de los mecanismos de inyección de liquidez del Eurosistema a los que aspira a servir de alternativa.

De conformidad con lo previsto en el art. 4.3 del Real Decreto-Ley 6/2008, la actividad del Fondo como adquirente de esos activos y fuente de liquidez, así como sus desinversiones, han de verse impregnadas en todo caso por los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación, que tienen su plasmación en los diferentes aspectos configuradores del régimen jurídico del Fondo, como se expondrá en los siguientes apartados.

## 2.1 Activos elegibles para la inversión del Fondo

### A) Origen

Los instrumentos financieros aptos para ser adquiridos por el Fondo han de ser emitidos necesariamente por entidades de crédito o fondos de titulización, tal y como contempla el art 41 del Real Decreto-Ley 6/2008.

#### a) Entidades de crédito

Si bien en nuestro ordenamiento el concepto de entidad de crédito actualmente recogido en el art. 1.1. del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas, sustancialmente idéntico al contenido en el apartado 1 del art. 4 de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio<sup>(1)</sup>, dejaría fuera a los establecimientos financieros de crédito, vueltos a admitir en tal definición a través del apartado cuarto de la Disposición Adicional 7.<sup>a</sup> del Real Decreto-Ley 12/1995 y del art. 1 del Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito, parece coherente con el objetivo de la regulación del Fondo que también éstos puedan beneficiarse de la liquidez que éste pueda proporcionar para llevar a cabo su función de financiación, aun más claramente próxima a empresas y familias, si cabe. No en vano, pese a la prohibición que se les impone de captar fondos reembolsables del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otros análogos, irrelevante a estos efectos, se cuentan entre sus actividades principales las de préstamo y crédito —incluyendo crédito al consumo, crédito hipotecario y la financiación de transacciones comerciales—, *factoring* con o sin recurso, arrendamiento financiero, la emisión y gestión de tarjetas de crédito o la comisión de avales y garantías, todas ellas esenciales en la operativa ordinaria de cualquier empresa

#### b) Fondos de titulización

Junto a los activos emitidos por las entidades de crédito, el Real Decreto-Ley admite que el Fondo pueda invertir en instrumentos financieros cuya emisión haya sido realizada por fondos de titulización, siempre que cumplan el resto de requisitos que se describen más adelante

(1) «a) una empresa cuya actividad consiste en recibir del público depósitos u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia, o b) una entidad de dinero electrónico con arreglo a la Directiva 2000/46/CE».

Algunos indicios, como el penúltimo párrafo del punto 1 del acuerdo tercero del Consejo Rector, relativo las directrices de inversión del Fondo, al referirse a las entidades de crédito como las originadoras de los créditos que respaldan los bonos de titulización, y, especialmente, la finalidad última que persigue esta regulación, permiten sostener que únicamente podrán ser adquiridos activos emitidos por fondos de titulización utilizados por las propias entidades de crédito como vehículos para titularizaciones otorgadas por ellas a particulares y empresas.

### B) Respaldo

Se exige además que dichos instrumentos financieros se encuentren «**respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras**» (art 4.1. del Real Decreto-Ley 6/2008), lo que a priori se refiere esencialmente tanto a (i) títulos del mercado hipotecario (bonos, cédulas, participaciones hipotecarias, etc.), que cuentan con la garantía de toda la cartera hipotecaria de la entidad de crédito emisora o sólo de determinadas operaciones hipotecarias, y por tanto están respaldados por ellas en un sentido jurídico, como a (ii) bonos de titulización emitidos por fondos de titulización cuyo activo esté precisamente constituido por créditos concedidos a particulares, empresas o entidades no financieras, constituyendo así su respaldo en sentido económico.

Sin embargo, la amplitud de la mención genérica contenida en el Real Decreto-Ley ha sido ligeramente restringida por las directrices de inversión establecidas por el Consejo Rector del Fondo en los acuerdos adoptados en su primera reunión del 27 de octubre de 2008, publicados mediante Resolución de 31 de octubre de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Así, en el acuerdo segundo sólo se contempla la adquisición de cédulas hipotecarias, bonos de titulización hipotecaria y bonos de titulización de activos, estos últimos respaldados a su vez por cédulas hipotecarias o simplemente por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, quedando por tanto excluido fundamentalmente otro tipo de títulos del mercado hipotecario. Además, se confiere un papel preponderante a las cédulas hipotecarias, al ser éstas las únicas, directamente o sirviendo a su vez de respaldo a bonos de titulización, que pueden ser objeto de compras en firme, mientras que en las compraventas dobles estarían admitidos todos los instrumentos anteriormente enumerados.

Aunque nada impediría, dentro del ámbito permitido por el Real Decreto-Ley, modificar o ampliar con posterioridad las directrices de inversión del Fondo, lo cierto es que ya se han convocado o incluso celebrado las cuatro primeras subastas por un importe máximo total acumulado de 20.000 millones de euros de los 30 000 inicialmente previstos y todo parece indicar que las directrices se mantendrán como fueron aprobadas inicialmente hasta agotar la dotación del Fondo.

Por último, con las referencias a «**entidades no financieras**» como destinatarias de los créditos subyacentes ha de entenderse que se pretende excluir la adquisición de activos respaldados por financiaciones concedidas a otras entidades financieras, en consonancia con el propósito de la norma de que se abra de nuevo el mercado del crédito bancario para el público, minimizando así el impacto de la crisis en la economía real.

### C) Antigüedad

Ahondando en el postrer objetivo de no quedarse meramente en inyectar liquidez a las entidades de crédito, y de que efectivamente las medidas previstas se traduzcan en impulsar

de nuevo el acceso con normalidad al crédito bancario por parte de empresas y particulares, el Real Decreto-Ley 6/2008 complementó la necesidad de que los activos se apoyasen sobre financiaciones concedidas a éstos estableciendo inicialmente que se primaría la adquisición de activos respaldados por nuevas financiaciones, entendidas como tales las otorgadas con posterioridad al 7 de octubre de 2008.

Sin embargo, la ubicación de esta prioridad en la Exposición de Motivos, sin que se reprodujera en el articulado del Real Decreto-Ley, y los propios términos en que se expresó («primará»), adelantaba que no sería posible excluir totalmente la adquisición de instrumentos respaldados por créditos más antiguos, aunque en concurrencia con otros más recientes éstos tuvieran preferencia, de forma coherente con el objetivo de la norma

Posteriormente, la Orden EHA/3118/2008 y las directrices de inversión del Fondo vinieron a concretar los mecanismos para tratar de hacer realidad esta preferencia, verdadero núcleo de una regulación que ha de buscar canalizar la liquidez hacia sus destinatarios últimos y que de momento se ha demostrado incapaz de lograr su meta.

De una parte, la Orden prevé la posibilidad de reservar hasta un 25% de las cantidades subastadas en cada ocasión a ofertas no competitivas, en las que no se precisa indicar el tipo de interés, como se explica en el apartado 2.3.3.1 siguiente, con la finalidad de proceder a su reparto entre las entidades de forma proporcional a su contribución al crecimiento del crédito con posterioridad al 15 de octubre de 2008.

De otra, las directrices de inversión exigen, para las compras en firme de activos, que éstos hayan sido emitidos con posterioridad al 15 de octubre de 2008, relajando este requisito para las operaciones de compraventa dobles o simultáneas, en las que se admiten valores emitidos a partir del 1 de agosto de 2007, lo que no prejuzga la antigüedad de lo que realmente ha de ser relevante si se quiere revigorar el crédito bancario, las financiaciones que les sirven de sustento, que pueden ser en mucho anteriores a los activos que respaldan.

Dos mecanismos que se antojan insuficientes para dar cumplimiento a la finalidad perseguida, máxime si tenemos en cuenta que en las dos primeras subastas no se previó la existencia de un tramo no competitivo y que en las dos siguientes, aun reservándose el porcentaje máximo permitido para ello, su convocatoria ha permitido que la parte no adjudicada del mismo se acumule al tramo competitivo.

#### D) Máxima calidad

Otra de las características que ha de predicarse de los instrumentos financieros para que puedan ser objeto de inversión por parte del Fondo es la de ser de máxima calidad, como ya adelantaba el art. 4.3 del Real Decreto-Ley 6/2008, en parte para cumplir con el principio de seguridad que el mismo proclama como orientador tanto de las inversiones como de las desinversiones del Fondo, y en parte para huir de cualquier comparación con medidas adoptadas en otros países encaminadas a la adquisición de activos de riesgo o tóxicos, que se encuentran en el origen de la crisis, y de la calificación como plan de rescate.

Dicho requisito de máxima calidad se explicita en las directrices de inversión de forma dispar para cada una de las modalidades de adquisición. Mientras que para las compras en firme se exige que las cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias tengan una calificación crediticia triple A o asimilada de una agencia de

calificación de riesgos de reconocido prestigio, para las operaciones de compraventa dobles se admiten instrumentos con una calificación crediticia mínima de doble A o asimilada

Por su parte, en las operaciones de política monetaria del Eurosistema el umbral de calidad crediticia para activos admisibles en garantía se encuentra fijado en una evaluación de crédito de A por la sección 6.3.1 de la Orientación BCE/2000/7, del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2000, sobre instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, aunque ha sido transitoriamente rebajado por la Orientación BCE 2008/18, del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2008, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, hasta una calificación crediticia equivalente a BBB

#### E) Admisión a negociación

Inciendo también en hacer realidad el principio de seguridad informador de la operativa del Fondo, se impone por las directrices de inversión, tanto para los activos adquiridos en firme como para los que sean objeto de compraventas dobles, su necesaria admisión a negociación en un mercado regulado o, al menos, que el emisor la solicite en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de adjudicación de la subasta, condicionándose la efectividad de ésta a que se produzca la admisión a negociación en los tres meses siguientes

En las convocatorias de las subastas ya realizadas se establece, para el supuesto de no cumplirse esta condición en el plazo previsto, la sustitución por activos equivalentes que sí la cumplan, salvo en las compras en firme, donde tal posibilidad no se contempla, al tratarse de valores de nueva emisión y que han de reunir determinados requisitos muy específicos de homogeneidad, en cuyo caso se prevé la restitución de los instrumentos a la entidad y el abono por ésta, junto a la devolución del importe adjudicado, de la cantidad resultante de aplicar sobre la misma un tipo de interés igual al expresado en su oferta más doscientos puntos básicos.

Los criterios de selección que se aplican para determinar la admisión de activos negociables a los efectos de las operaciones de política monetaria del Eurosistema también incluyen su negociación en un mercado regulado, conforme a la definición recogida en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, si bien, al margen del hecho de que se aceptan igualmente determinados activos no negociables, también caben aquellos negociados en ciertos mercados no regulados que el Banco Central Europeo determina periódicamente atendiendo a principios de seguridad, transparencia y accesibilidad desde el punto de vista de la ejecución de la función de gestión de activos de garantía del Eurosistema.

#### F) Plazos de vencimiento

En cuanto a los plazos de vencimiento o vida estimada media de los activos que pueden ser adquiridos por el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, las directrices de inversión del Fondo se remiten a los máximos que se determinen en cada momento mediante acuerdo del Consejo Rector de forma previa a cada subasta, limitándose, para las operaciones simultáneas, a establecer el vencimiento mínimo de estas, el plazo de recompra de los activos correspondientes, en doce meses. De esta forma se siguen las recomendaciones del Banco Central Europeo, que ha sugerido en sus dictámenes sobre esta normativa que las adquisiciones del Fondo no se realicen a vencimientos inferiores a tres meses, los habituales de las operaciones de financiación a plazo más largo del Eurosistema, operaciones de mercado abierto de inyección de liquidez que también se instrumentan a través de subastas

En las cuatro primeras subastas del Fondo, los plazos de las compraventas dobles han sido hasta el momento de dos años y el vencimiento o vida estimada media de las cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias para su compra en firme se ha fijado en tres años.

#### G) Homogeneidad

De conformidad con lo previsto en la letra a) del acuerdo segundo del Consejo Rector adoptado en su reunión de 27 de octubre de 2008, en las adquisiciones mediante compras en firme, los activos elegibles habrán de presentar características homogéneas que serán determinadas por la Comisión Ejecutiva en las convocatorias de las subastas. Dichos requisitos se refieren al vencimiento o vida estimada media de los activos que se presenten, a los cupones de los valores y a la periodicidad en el pago de dichos cupones, entre otros

En concreto, para las dos primeras subastas de este tipo, en las que se ha optado por exigir que se trate de activos de nueva emisión, se ha especificado, además de su vencimiento, ya referido en el apartado anterior, un valor nominal de 100 000 euros; un tipo fijo con un cupón del 4% anual, en la primera, y del 3,50% anual, en la segunda, calculado en base Act/Act; y devengo de intereses desde la fecha de su emisión, que será la de pago de las ofertas adjudicadas, permitiéndose únicamente para los bonos de titulización fechas de emisión previas, pero manteniendo el resto de características, incluida la fecha de vencimiento.

En las operaciones de adquisición temporal no se exige tal requisito de homogeneidad, si bien a la hora de proceder a la correspondiente adjudicación, como se verá, los activos ofrecidos se aglutinan para formar grupos homogéneos en función también de condiciones como su vencimiento, cupones y periodicidad de pago de los mismos que los hagan comparables como activos aptos para servir de garantía.

#### H) Requisitos adicionales

Por último, las directrices de inversión del Fondo determinan que los instrumentos susceptibles de ser objeto de operaciones de compraventa dobles han de cumplir las condiciones para estar en la lista de activos elegibles que el Banco Central Europeo actualiza diariamente y publica en su página web ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), no exigiéndose, por tanto, como en el borrador inicial que se hizo público de estas directrices, que estén efectivamente incluidos en dicho listado.

Dado que buena parte de los requisitos examinados anteriormente se solapan o son comunes, aun con matices, a los que establece la Orientación BCE/2000/7, del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2000, esta referencia ha de entenderse hecha a los restantes criterios de selección que para activos negociables contiene dicha Orientación en la sección 6.2.1 de su Capítulo 6.

Así, por ejemplo, han de estar denominados en euros, contar con un principal fijo no sujeto a condiciones y un cupón (cero, fijo o variable ligado a un tipo de interés de referencia) que no pueda dar lugar a un flujo financiero negativo y no encontrarse subordinados a otras emisiones de renta fija del mismo emisor. Además, para los bonos de titulización se exige que los activos titulizados hayan sido adquiridos mediante una «auténtica compraventa» (*true sale*) y no se encuentren vinculados de forma alguna a riesgos crediticios o activos similares que resulten de la transferencia de dichos riesgos a través de derivados de crédito

Asimismo, el lugar de su emisión ha de encontrarse dentro del Espacio Económico Europeo y deben mantenerse y liquidarse en la zona del euro a través de un sistema de liquidación de valores que cumpla los requisitos establecidos por el Banco Central Europeo.

Algunos de estos criterios de admisibilidad se han ampliado de manera transitoria hasta el 31 de diciembre de 2009, primero por el Reglamento BCE/2008/11, del Banco Central Europeo, de 23 de octubre de 2008, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, y después por la Orientación BCE/2008/18, del Banco Central Europeo, de 21 de noviembre de 2008, de tal forma que se aceptan temporalmente como garantía activos denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas o yenes japoneses, o aquellos subordinados protegidos por una garantía aceptable.

## 2.2 *Modalidades de adquisición*

Ni el Real Decreto-Ley 6/2008 ni su Orden de desarrollo definieron específicamente la forma en que el Fondo llevaría a cabo sus operaciones, limitándose a exponer que éste realizaría las adquisiciones de acuerdo con los mecanismos habituales en los mercados financieros y a regular el procedimiento de selección de activos elegido, la subasta

Fue el Consejo Rector el que, en su reunión de 27 de octubre de 2008, señaló, dentro de las directrices de inversión del Fondo y al determinar los instrumentos financieros elegibles para la inversión de éste, las dos modalidades disponibles para llevar a cabo las adquisiciones de activos: la compra en firme, reservada a los activos más seguros y de mayor calidad, y la adquisición temporal, también denominada compraventa doble o simultánea, a semejanza de las operaciones principales de la política monetaria del Eurosistema en su vertiente de inyección de liquidez

### A) Compras en firme

La compra en firme de activos financieros supone simplemente la transmisión plena de la propiedad de determinados activos al Fondo a cambio de un precio que se determina a través de las pujas realizadas por las entidades en las oportunas subastas. No existe por tanto compromiso ni derecho de recompra, por lo que el Fondo, que deviene titular de dichos instrumentos financieros hasta su vencimiento, percibiendo los pagos de intereses y principal correspondientes, podría venderlos en el mercado

### B) Compraventas dobles o simultáneas

En las compraventas dobles o simultáneas, en cambio, pese a transmitirse igualmente la titularidad del activo en cuestión, la entidad de crédito se compromete, y tiene el derecho, a volver a adquirirlo en un momento futuro específico y a cambio de un precio determinado de antemano, por lo que el efecto es próximo al de una financiación garantizada por una prenda sobre el instrumento de que se trate; de ahí que incluso se haya previsto en las primeras subastas el pago anual de intereses para este tipo de operaciones.

Éste es el mecanismo típicamente utilizado por el Eurosistema para la gestión e inyección de liquidez a las entidades financieras en sus operaciones de mercado abierto. Por ello, el Banco Central Europeo en sus dictámenes CON/2008/52 y CON/2008/1960, de 17 y 27 de octubre, respectivamente, ha recordado la necesidad de mantener la coherencia y compatibilidad con el marco operacional de aquél y la importancia de que las operaciones del Fondo no interfieran con la señalización de la política monetaria única, sugiriendo incluso que el vencimiento de

este tipo de transacciones sea superior al de las del Eurosistema, como se ha explicado en el apartado 2.1.6 anterior.

Por lo demás, en este tipo de adquisiciones, salvo algunos matices, se sigue de forma preferente la misma operativa que en las cesiones temporales del Eurosistema, algo también recomendado por el Banco Central Europeo.

En la práctica, una vez adjudicado el volumen de liquidez correspondiente a cada entidad en la pertinente subasta, al tipo de interés determinado en la misma, han de entregarse instrumentos financieros elegibles cuyo valor sea suficiente para servir de garantía a la operación temporal mediante la transmisión de su titularidad al Fondo. Para la determinación del importe efectivo de dichos activos se toman, conforme señala el Consejo Rector en las directrices de inversión y se ha detallado en las convocatorias de las subastas, los precios publicados por el Banco Central Europeo. Sin embargo, en atención al principio de seguridad, sobre esos valores de mercado se aplican recortes específicos que lo reducen en porcentajes que varían en función del tipo de activo y de su vida residual y estructura de cupones. Dichas deducciones, también conocidas como *haircuts*, son las mismas previstas en la sección 6.4 de la Orientación BCE/2000/7, del Banco Central Europeo, de 31 de agosto de 2000, sobre instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

Además, durante toda la vida de la operación, y con periodicidad diaria si efectivamente se adopta el funcionamiento habitual de las cesiones temporales del Eurosistema, se llevan a cabo otras medidas de control de riesgos consistentes en la comprobación de ese valor efectivo, una vez aplicados los recortes de valoración, de tal forma que en el supuesto de superarse ciertos márgenes de variación pueda requerirse la sustitución de los activos entregados, la aportación de valores adicionales o la devolución del exceso. De esta manera se trata de mantener en el tiempo el valor de mercado ajustado de los activos de garantía y proteger al Fondo del riesgo de incurrir en pérdidas en el supuesto de verse obligado a liquidarlos por impago de la entidad adjudicataria.

### 2.3 Procedimiento de selección la subasta

En desarrollo de lo previsto en el art. 4.2 del Real Decreto-Ley 6/2008, la Orden EHA/3118/2008 establece la subasta como el procedimiento de selección de activos, tanto para compras en firme como para compras simultáneas, que empleará el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros y regula su celebración, sujetándose así a los principios de objetividad, en cuanto a la elección de las entidades que se beneficien del Fondo y a la determinación de los tipos de interés aplicables, y eficiencia, en cuanto a la asignación de los fondos entre aquéllas, que han de presidir su actuación.

Merece la pena destacar que, como recoge el Consejo de Estado en su dictamen de 30 de octubre de 2008 sobre el proyecto de Orden, la Asociación Española de Banca y la Confederación Española de Cajas de Ahorro se opusieron a este tipo de procedimientos, abogando por una adjudicación basada en la cuota de mercado de cada entidad y un sistema de precios conocidos y públicos de antemano, al considerar el impacto alcista de las subastas en los tipos de interés resultantes.

Asimismo, como también menciona en dicho dictamen el Consejo de Estado, al menos teóricamente sigue manteniéndose la posibilidad, conforme al tenor literal del art. 4.2 del Real Decreto-Ley, de que el Fondo acuda a otros mecanismos habituales en los mercados financieros para la ejecución de sus operaciones, al estar concretando la Orden únicamente los procedimientos de selección de activos referidos en dicho precepto.

#### A) Acuerdo previo del Consejo Rector

Con carácter previo a la convocatoria de cada subasta, el Consejo Rector determina los rasgos esenciales de la misma, es decir, el importe efectivo máximo de la subasta, los activos que podrá adquirir el Fondo, así como, en su caso, su plazo de vencimiento o vida estimada media y las características de las operaciones de adquisición, al amparo de lo previsto en el art 21 de la Orden

Asimismo, corresponde al Consejo Rector, en su caso, determinar el porcentaje de la cantidad subastada que queda reservado a ofertas no competitivas, dentro del máximo previsto, como se explica en el apartado 2.3.3.1 siguiente.

#### B) Convocatoria por la Comisión Ejecutiva

Atendiendo tanto a los criterios que el Consejo Rector determine para cada subasta como a las directrices de inversión establecidas con carácter general por aquél en su primera reunión del 27 de octubre de 2008, se encomienda a la Comisión Ejecutiva adoptar el acuerdo de convocatoria de la misma, que será publicado en el *Boletín Oficial del Estado*, con el contenido mínimo que estipula el art. 3 de la Orden:

— Volumen máximo que podrá adquirir el Fondo en la subasta. En las convocadas hasta el momento, además de reiterar las cuantías fijadas por el Consejo Rector, se ha previsto que el importe efectivo máximo no adjudicado en la primera de las subastas, para operaciones de adquisición temporal, se acumule al límite de la segunda, destinada a compras en firme.

— Requisitos y características de los activos y de las operaciones de adquisición.

— El lugar, fecha y hora límite de presentación de las ofertas.

— El número máximo de ofertas por entidad y el importe mínimo de cada una de ellas, con indicación, en su caso, de que las que se realicen por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros de otro importe mínimo fijado en la convocatoria. A este respecto, la convocatorias realizadas hasta el momento han mantenido los importes mínimos (3.000.000 de euros) y múltiplos (1.000.000 de euros) fijados en el art. 4.2 de la Orden y establecido en tres el número máximo de ofertas por entidad, más una adicional no competitiva cuando se ha previsto la existencia de este tipo de pujas.

— Criterios de valoración de las ofertas

— Plazo máximo de resolución del procedimiento de selección y de su notificación.

— La fecha y hora límite de pago de las ofertas adjudicadas

— Medio de notificación o comunicación de la resolución.

— El importe máximo de las ofertas, en su caso.

#### C) Ofertas

##### a) Clases de ofertas

Como se ha venido anticipando, el art. 4 de la Orden EHA/3118/2008 permite formular, además de ofertas competitivas, ofertas no competitivas en caso de que así haya sido admitido para cada subasta por el Consejo Rector.

En las ofertas competitivas han de indicarse el volumen y el tipo de interés, expresado en tanto por ciento con tres decimales, a los que se está dispuesto a ofrecer los activos al Fondo.

En las ofertas no competitivas, sin embargo, no es preciso indicar el tipo de interés, sino tan sólo el volumen ofrecido. El objetivo explícito de este tipo de pujas es favorecer la concesión de nuevas financiaciones, repartiéndose entre las entidades que las formulen la cantidad reservada de forma proporcional a su contribución al crecimiento del crédito con posterioridad al 15 de octubre de 2008, para lo que se toman los importes de la rúbrica «Créditos. Otros sectores residentes» comunicados mensualmente al Banco de España, comparando los últimos disponibles antes del anuncio de la subasta con los correspondientes a tres meses antes de aquella fecha. Por ello, aquellas entidades cuyo crédito no haya experimentado crecimiento alguno en el período considerado no podrán formular este tipo de ofertas.

La Orden permite que, como máximo, pueda reservarse hasta un 25% de la cantidad total subastada a las ofertas no competitivas, pudiendo modificar el Consejo Rector el límite reservado, siempre dentro de dicho límite. Debe entenderse que, a falta de determinación del porcentaje concreto en el acuerdo previo del Consejo Rector, no existirá tramo no competitivo en la correspondiente subasta, como ha sucedido en las dos primeras ya celebradas. En las dos siguientes, sin embargo, se ha reservado expresamente el porcentaje máximo previsto, habiéndose asimismo recogido otras menciones específicas oportunas en los acuerdos de convocatoria.

#### **b) Valor mínimo y máximo de las ofertas**

Salvo que resulte conveniente establecer otros distintos por concurrir circunstancias que lo aconsejen o en atención al vencimiento de los activos, facultad que corresponde a la Comisión Ejecutiva al convocar la subasta, el importe mínimo de cada oferta, competitiva o no competitiva, será de 3.000 000 de euros, debiendo ser múltiplos enteros de 1.000 000 de euros los importes de aquellas superiores a dicho umbral.

Por otra parte, en cumplimiento de los criterios de diversificación establecidos por el Consejo Rector, la Comisión Ejecutiva cuenta con la facultad, en la convocatoria de cada subasta, de fijar importes máximos para las ofertas que pueda presentar cada entidad, decisión que no se ha tomado hasta el momento.

#### **c) Presentación y contenido de las ofertas**

La Orden EHA/3118/2008, en su art. 4.3, puntualiza que podrán presentar ofertas en las subastas convocadas al efecto tanto las entidades de crédito domiciliadas en España como las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras, debiendo manifestar su interés por participar en cada subasta con carácter previo mediante correo electrónico. De esta forma, viene a atenderse el requerimiento del Banco Central Europeo, que en sus dictámenes CON/2008/52 y CON/2008/1960, ya mencionados, reclamaba que las operaciones del Fondo estuvieran abiertas a todas las entidades inscritas en los registros del Banco de España, evitando así cualquier distorsión de la igualdad de condiciones, elemento decisivo para la integración de los mercados financieros europeos.

Las ofertas, que se considerarán compromisos en firme de enajenación, deben especificar el importe total solicitado y el tipo de interés que se solicita, o únicamente lo primero en el caso de las no competitivas, como se ha expuesto.

## D) Resolución de la subasta y adjudicación

### a) Tramo competitivo

A los efectos de proceder a la resolución de la subasta, una vez cerrado el plazo establecido para la presentación de las ofertas, las pujas competitivas son clasificadas para cada grupo homogéneo de activos de mayor a menor tipo de interés ofrecido.

El Consejo Rector, en el primer punto del acuerdo tercero adoptado en su reunión del 27 de octubre de 2008, sentó los criterios de diversificación de las inversiones del Fondo, que, de forma separada y con el fin de evitar la concentración de riesgos, le impiden mantener más de un 10% de la cartera de activos adquiridos en firme en valores de un mismo emisor, y más de un 10% de la cartera de valores adquiridos en operaciones simultáneas con una misma entidad, considerándose, para las compras de bonos de titulización, la participación en el fondo de titulización emisor de cada entidad de crédito originadora de los créditos que les sirven de respaldo

Además, con el objeto de permitir la participación de un mayor número de entidades, independientemente de su tamaño, en el segundo punto del mismo acuerdo se fijó el importe efectivo máximo adjudicable a cada entidad, para cada grupo homogéneo de activos y en cada subasta, siendo el menor de (i) el 10% del volumen máximo a adquirir por el Fondo en la subasta y (ii) el porcentaje que resulte de multiplicar por 2,5 la cuota de la entidad, previamente calculada por el Banco de España antes de cada subasta, en la rúbrica «Créditos Otros sectores residentes» correspondiente al balance de la última fecha disponible antes del anuncio de convocatoria, por el volumen máximo que podrá adquirir el Fondo en la misma. No obstante, este límite puede ser rebasado hasta la total adjudicación del importe máximo de la subasta, y en ningún caso pueden adjudicarse cantidades inferiores a 1.000.000 de euros

Respetando en su caso para cada uno de los grupos homogéneos de activos dichos importes efectivos máximos y los límites de diversificación de la inversión referidos, las pujas competitivas son cubiertas sucesivamente de mayor a menor tipo de interés ofrecido, efectuándose, para aquel en el que se agote el importe máximo de liquidez de la subasta, un reparto proporcional entre las ofertas a dicho tipo en función de los importes solicitados por cada entidad al tipo de interés marginal, salvo que antes se alcance el tipo de interés mínimo permitido, en cuyo caso no podrían aceptarse todas las ofertas

Es la rentabilidad de la deuda pública al plazo correspondiente la que determina dicho tipo de interés mínimo permitido, de forma que el tipo de interés más bajo aceptado, o marginal, deberá ser en todo caso superior, conforme al art. 5.2 de la Orden, al coste de financiación equivalente del Estado, en coherencia con la forma de financiación prevista para el Fondo, con cargo a la emisión de deuda pública, y con el principio de rentabilidad previsto por el Real Decreto-Ley

Se trata de esta forma de subastas a tipo de interés variable en las que además se ha optado por aplicar un procedimiento de adjudicación a tipo múltiple, también conocido como subasta americana (frente a la holandesa, en la que todas las pujas cubiertas se adjudican al tipo de interés marginal), de manera que todas las ofertas cuyo tipo de interés solicitado sea mayor o igual que el mínimo aceptado se adjudicarán al tipo ofrecido en cada caso. Cabe destacar, no obstante, que, tal y como señala en su acuerdo octavo la convocatoria de la tercera y cuarta subastas, el Fondo realizará, para facilitar la operativa, una única operación con cada entidad adjudicataria al tipo de interés medio ponderado de las ofertas que le hayan sido aceptadas.

**b) Tramo no competitivo**

Por lo que se refiere a las ofertas no competitivas, su adjudicación se realiza al tipo de interés marginal, es decir, al tipo mínimo aceptado para las ofertas competitivas, siempre que haya sido cubierta alguna puja de este tipo, sin exceder en ningún caso el importe máximo previsto para el tramo no competitivo ni los límites de diversificación de la inversión del Fondo ya mencionados.

Según aclara la Comisión Ejecutiva en la convocatoria de la tercera y cuarta subastas, si el importe conjunto de las pujas de una determinada entidad aceptadas supera el límite máximo individual atribuido a la misma o supone incumplir los criterios de diversificación de las inversiones del Fondo, se adjudicarían en primer lugar las pujas no competitivas formuladas por la entidad, respetando dichos límites y, posteriormente, las ofertas competitivas hasta el exceso que pudiera restar, en su caso, por orden de tipo de interés decreciente

**2.4. Órganos**

El Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, como se ha dicho, carece de personalidad jurídica y se encuentra adscrito a la Secretaría de Estado de Economía del Ministerio de Economía de Hacienda. Las tareas de administración, gestión y dirección, que corresponden a dicho Ministerio de conformidad con lo previsto en el art. 3 del Real Decreto-Ley 6/2008, se desarrollan a través de sus dos órganos de gobierno: el Consejo Rector y su Comisión Ejecutiva.

Asimismo, la Comisión Ejecutiva del Fondo puede contar con el asesoramiento técnico que estime conveniente, mencionándose de forma expresa el que puedan proporcionarle tanto el Banco de España como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y creándose a través de la Orden EHA/3118/2008 un comité técnico al efecto.

**A) El Consejo Rector****a) Naturaleza y funciones**

El Consejo Rector, creado por el art. 3 del Real Decreto-Ley, es un órgano colegiado, sujeto por tanto en cuanto a su funcionamiento, al igual que la Comisión Ejecutiva, a las disposiciones del Capítulo II del Título II de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, cuyas principales funciones, descritas en el apartado 3 del referido artículo, son:

a) Establecer las directrices de inversión del Fondo, como hizo en su reunión inicial de 27 de octubre de 2008.

b) Efectuar el seguimiento y evaluación de la actividad del Fondo

c) Decidir la aplicación de los rendimientos de los activos del Fondo, así como el producto de sus vencimientos o ventas.

d) Aprobar los presupuestos de explotación y capital del Fondo, así como aquellas actuaciones que deriven de lo establecido en la Ley General Presupuestaria.

e) Aprobar el informe cuatrimestral, elaborado por la Comisión Ejecutiva, sobre la gestión del Fondo, que centrará después el control parlamentario de su actuación.

Los acuerdos adoptados por el Consejo Rector se publicarán en la página web del Fondo ([www.fondoaaf.es](http://www.fondoaaf.es)).

### **b) Composición**

El Consejo Rector se encuentra integrado por seis miembros: el Ministro de Economía y Hacienda, 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

Se atribuye su Presidencia al Ministro de Economía y Hacienda, actuando como Secretario, con voz pero sin voto, el titular de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera

#### **B) La Comisión Ejecutiva**

##### **a) Naturaleza y funciones**

La Comisión Ejecutiva del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, creada en virtud del art. 3 del Real Decreto-Ley, es también un órgano colegiado, dependiente del Consejo Rector, al que se han atribuido las siguientes funciones:

a) Realizar las operaciones de adquisición, enajenación, disposición y gestión de los activos financieros del Fondo, de acuerdo con las directrices establecidas por Consejo Rector. Con este fin, convoca las subastas y determina sus características dentro de las directrices de inversión referidas, y adopta también los acuerdos de adjudicación (art. 5.3 de la Orden EHA/3118/2008), previo el correspondiente informe técnico conteniendo la propuesta de adjudicación motivada remitido por el comité técnico, en relación con cada subasta.

b) Elaborar la propuesta de los presupuestos de explotación y capital del Fondo.

c) Elaborar el informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo.

Asimismo, de conformidad con lo previsto en el art. 8.5 de la Orden, se encomienda también a la Comisión Ejecutiva la aprobación de las cuentas anuales del Fondo, formuladas por el Banco de España, para su posterior remisión al Consejo Rector y al Congreso de los Diputados

### **b) Composición**

Corresponde al Consejo Rector determinar la composición de la Comisión Ejecutiva del Fondo. Así, de conformidad con los acuerdos adoptados en la primera reunión de aquél, se encuentra actualmente compuesta por el Secretario de Estado de Economía, 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 de la Administración del Estado, con voz pero sin voto.

La Comisión Ejecutiva se encuentra presidida por el Secretario de Estado de Economía, actuando como secretario, con voz pero sin voto, un miembro de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera con rango de subdirector general.

## C) El Comité Técnico

### a) Naturaleza y funciones

Según establece el art. 3.6 del Real Decreto-Ley, la Comisión Ejecutiva puede contar con el asesoramiento técnico que se considere oportuno, incluido el del Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al objeto de valorar las propuestas y demás decisiones en asuntos de su competencia. Asimismo, se crea en virtud del art. 1 de la Orden un comité técnico al que corresponde no sólo dicho asesoramiento técnico a la Comisión Ejecutiva en el ejercicio de sus funciones, sino proponer a ésta, de manera motivada, las adjudicaciones que se realizarán en cada subasta, de conformidad con lo previsto en el art. 5.3 de la Orden.

### b) Composición

Con el fin de contar con la participación de especialistas, el Comité Técnico se encuentra integrado por la Directora General del Tesoro y Política Financiera, que será su Presidenta; tres representantes designados por el Banco de España, dos representantes designados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dos subdirectores generales de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, correspondiéndole a uno de ellos actuar como Secretario del Comité, y un representante designado por el Instituto de Crédito Oficial. Un número de miembros que el Consejo de Estado, en su dictamen de 30 de octubre de 2008 sobre el proyecto de Orden, consideró excesivo y que podría restar agilidad al papel asesor del Comité, en contra de lo exigido por el principio de eficiencia.

## 2.5 El papel del Banco de España

Atendiendo a las recomendaciones realizadas por el Banco Central Europeo en sus Dictámenes CON/2008/52, de 17 de octubre de 2008, y CON/2008/1960, de 27 de octubre de 2008, en el sentido de que no se viera afectada la independencia institucional y financiera del Banco de España, la normativa reguladora del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros limita el papel de aquél al de mero agente y banco depositario del Fondo, encargado de instrumentar las operaciones de éste y al que se encomienda la llevanza y mantenimiento de las cuentas de efectivo abiertas en el propio Banco de España y de valores en Iberclear, así como la llevanza, gestión y depósito de las garantías de las operaciones simultáneas, pudiendo realizar al efecto en nombre del Fondo cuantos actos y negocios jurídicos sean precisos.

Además, conforme al art. 8.5 de la Orden EHA/3118/2008, corresponde al Banco de España la llevanza de la contabilidad del Fondo y la formulación de sus cuentas anuales para su posterior aprobación por la Comisión Ejecutiva.

Aun cuando tanto el Banco de España como la Comisión Nacional del Mercado de Valores fueron mencionados de forma expresa como proveedores de asesoramiento técnico a la Comisión Ejecutiva del Fondo por el Real Decreto-Ley, su desarrollo parece haberse olvidado de aquélla, más allá de su representación en el comité técnico, mientras que el papel del Banco de España en su vertiente asesora se concreta en la Orden en la elevación a la Comisión Ejecutiva, con carácter bimestral, de información detallada sobre las operaciones financieras del Fondo instrumentadas por aquél, y cuatrimestralmente, de un análisis de las condiciones financieras generales en las que se enmarca la actividad del Fondo, así como de la evolución del crédito bancario en la rúbrica «Créditos. Otros sectores residentes», con el fin de realizar el seguimiento del cumplimiento de los objetivos del Fondo.

## 2.6 Publicidad y control

Una medida de la envergadura económica y pretendidamente social de la creación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, que además se nutre de recursos públicos, sin duda demanda un estricto control y transparencia en su actuación y operativa, que su regulación ha plasmado en diversos mecanismos de publicidad y supervisión de sus operaciones.

De una parte, y junto a la difusión de otros acuerdos de los órganos del Fondo, el art 7 de la Orden dispone la publicación de los resultados de las subastas celebradas. Sin embargo, el detalle de dicha divulgación se limita, distinguiendo entre tramo competitivo y no competitivo, a señalar el importe total solicitado, el total adjudicado, el número de ofertas presentadas y adjudicadas, el tipo marginal de la subasta y el tipo medio ponderado de la misma, lo que se presenta a todas luces insuficiente para dar cumplimiento al principio de transparencia a que se refería el Real Decreto-Ley 6/2008, pero que responde a las presiones que los potenciales beneficiarios de la liquidez del Fondo han ejercido para tratar de escudarse de las consecuencias negativas de acudir a sus subastas, cuando hace apenas unos meses se destacaba la importancia de que las entidades de crédito se sometieran a la disciplina del mercado.

De otra, sin perjuicio de la supervisión que corresponde a la Intervención General de la Administración del Estado a través de la auditoría pública, en los términos recogidos en la Ley General Presupuestaria, se prevé en el art. 6 del Real Decreto-Ley, desarrollado por el art 10 de la Orden, la sumisión de la operativa del Fondo al control parlamentario, a cuyo efecto el Ministerio de Economía y Hacienda remitirá a la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados un informe cuatrimestral sobre la gestión del Fondo.

Dicho informe, sobre el que descansa, por tanto, este control parlamentario particular, habrá de incluir, en términos agregados, los datos del estado de situación del Fondo —incluyendo su cuantía y la composición de su activo, analizando la calidad crediticia de los instrumentos adquiridos y su porcentaje en el total del Fondo, su rentabilidad, los gastos del Fondo y la tipología de los activos por su naturaleza y su participación en el total del Fondo—, así como de las actuaciones del período en lo relativo a las reuniones y acuerdos del Consejo Rector y de la Comisión Ejecutiva, la descripción de las adquisiciones realizadas, con referencia al procedimiento de adjudicación, precios y condiciones y el coste de las operaciones, junto con la descripción de las enajenaciones realizadas y de los rendimientos obtenidos durante el período.

Para la presentación de dicho informe, así como de la información elevada por el Banco de España a la Comisión Ejecutiva a que se ha hecho referencia en el apartado 6 anterior, el Ministro de Economía y Hacienda, en su calidad de Presidente del Consejo Rector, solicitará comparecer de forma cuatrimestral ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados. Asimismo, el Secretario de Estado de Economía, en su condición de Presidente de la Comisión Ejecutiva, solicitará hacerlo cada dos meses para informar sobre la evolución reciente del Fondo y los efectos de sus operaciones a la luz de los informes elaborados por el comité técnico y por el Banco de España.

En estos informes y comparencias, aún por ver la luz, reposa en definitiva la efectividad del principio de transparencia, en un difícil equilibrio del que depende en buena medida el éxito del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros. La oscuridad inicial

exigida por las entidades de crédito parece haber sido suficiente para mejorar en la segunda subasta celebrada la lamentable participación de la primera, sin duda también gracias a que aquella verdaderamente se presentó como una alternativa a las operaciones del Euro-sistema en sus aspectos positivos, al ser económicamente más atractiva y encaminarse a la adquisición en firme de activos financieros. Las inevitables filtraciones a la prensa de la identidad de los bancos y cajas participantes, sin embargo, no han hecho cundir el pánico entre sus depositantes ni han provocado la retirada masiva de sus depósitos, como se anunciaba, quizás también tranquilizados por la acrecentada cobertura del fondo de garantía de depósitos, por lo que la revelación cuatrimestral de los pormenores de las subastas celebradas tampoco debería hacer temer su estigmatización.