

“ESTAFA E INGENIERÍA FINANCIERA: EL CASO DE LA CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO”.

Dr. José Francisco Bellod Redondo

Grupo de Investigación “Economía, Territorio y Medio Ambiente”, UPCT

bellodredondo@yahoo.com

jfbellod.blogspot.com

“Cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno”. Artículo 248 del Código Penal.

Resumen: miles de familias españolas han sido estafadas y han perdido sus ahorros en el proceso que ha conducido a la desaparición de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM); a causa de la comercialización masiva de activos financieros complejos como las participaciones preferentes o las cuotas participativas entre clientes poco informados. Finalmente Banco CAM, con un patrimonio neto de 2.472 millones de euros, fue vendido a Banco de Sabadell por 1 €; y los clientes se han visto obligados a canjear sus activos para conseguir liquidez, con importantes pérdidas de capital. Esto demuestra el fallo en los sistemas de supervisión (Directiva MIFID).

Abstract: thousands of Spanish families have been scammed and have lost their savings in the process leading to the demise of the Savings Bank (CAM) because of the mass marketing of complex financial assets such as “*participaciones preferentes*” or the “*cuotas participativas*” from uninformed customers. Finally CAM Bank, with a net worth of 2,472 million euros, was sold to Banco de Sabadell for 1 €, and customers have been forced to exchange their assets for liquidity, with significant loss of capital. This demonstrates the failure of monitoring systems (Directive MiFID).

Key – words: participaciones preferentes, cuotas participativas, AIAF, MIFID, Banco CAM, Banco de Sabadell.

JEL – Classification: G24, G28.

1.- Introducción.

La crisis que vive el sistema financiero español ha tenido un impacto directo entre los clientes de aquellas entidades que, como la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), han comercializado masivamente activos tóxicos entre su clientela minorista tradicional.

La presunta estafa cometida contra los clientes de la CAM se produce mediante dos productos financieros ahora tristemente famosos: las “*Cuotas Participativas*” y las “*Participaciones Preferentes*”. Las irregularidades se producen en varios momentos clave:

- Cuando creyendo contratar un depósito a plazo fijo, se les vende uno de esos productos.
- Al suspender la cotización de las cuotas participativas, para facilitar su venta a Banco de Sabadell.
- Al ser despojada la CAM de las acciones de Banco CAM; que con un patrimonio neto de 2.472 millones de € es vendido a Banco de Sabadell por 1 €
- Al forzar a los clientes estafados a aceptar un canje de productos tóxicos por acciones de Banco de Sabadell en condiciones leoninas.

La situación es tan alarmante que las Cortes Valencianas han creado una Comisión de Investigación (en adelante, la *Comisión*) para esclarecer los sucesos que llevaron a la quiebra e intervención de la CAM.

2.- Antecedentes: las Cajas de Ahorros y la Burbuja Inmobiliaria.

En el periodo 1999 – 2007 tiene lugar en España la “*burbuja inmobiliaria*”, alimentada por el dinero barato, el deseo de blanquear capitales ante la inminente sustitución de la peseta por el euro, y una evolución demográfica muy dinámica¹. Burbuja en la que las Cajas de Ahorros, entre ellas la CAM, van a tener una participación muy activa y no solo como suministradores de crédito: implicaba operaciones de mayor riesgo como la adquisición

¹ Véase Bellod Redondo (2007).

masiva de terrenos para urbanizar o ya urbanizados, la creación de una red propia de empresas de promoción, construcción y tasación, inmobiliaria, etc.

Pero en 2007 la economía española había acumulado ya suficientes desequilibrios como para dar por agotado el “*modelo del ladrillo*”². Esto, unido al crack financiero global inducido por las “*hipotecas subprime*” estadounidenses, colapsó la economía española y nos condujo a la recesión que desde entonces estamos sufriendo.

La implicación del las Cajas en el “*modelo del ladrillo*” resultó fatal: en el momento de ser intervenida por el Banco de España, la CAM tenía crédito concedidos a empresas industriales por un valor inferior a los 1.000 millones de euros del total de 53.000 millones concedidos³. Quebrando la economía los prestatarios hipotecarios dejaron de pagar sus hipotecas y el suelo en manos de las Cajas no pudo venderse.

A esto hay que sumar la ingente cantidad de “*malas prácticas*” de los gestores y que cada día salpican las páginas de la prensa española: desde la financiación de proyectos faraónicos social y económicamente inviables (pero rentables para la alianza entre burgueses y políticos locales) hasta elementales y humillantes casos de apropiación indebida o administración desleal.

Así se esfumó el “*dinero*” del balance patrimonial de las Cajas, y su “*activo*” pasó a ser muy inferior a su “*pasivo*”⁴. Había que intervenir para evitar la quiebra de los bancos y que los ahorradores perdieran su dinero, es decir, había que “*sanear*” el sistema financiero. Que dicho saneamiento era necesario me parece a todas luces indiscutible; la forma en que se está llevando a cabo, mediante un proceso de socialización de pérdidas... es “*harina de otro costal*”.

² Muchos tuvimos ocasión de alertar de esos desequilibrios de forma temprana (endeudamiento familiar, déficit en la Balanza de Pagos, etc.), alertas que se perdieron infructuosamente como la voz de quien clama en el desierto. Por ejemplo véase Bellod Redondo (2007).

³ Intervención del Sr. Iturriaga Miñón, administrador de Banco CAM designado por el FROB, en la *Comisión*. Diario de Sesiones de 2 de mayo de 2012, página 9.

⁴ Es lo que se denomina en la jerga contable “*quiebra técnica*”.

El otro elemento *catalizador* de la situación actual, ha sido la evolución en la regulación financiera, en particular en lo relativo a la contabilidad de las entidades financieras. Ese proceso de reforma regulatoria se denomina genéricamente “Basilea II” y “Basilea III”, por ser esa la ciudad en la que radica su promotor, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, en inglés⁵).

La crisis económica condujo al Gobierno del Sr. Zapatero a hacer una apuesta errada en materia de política económica, apuesta que el Gobierno del Sr. Rajoy asumiría sin cambios significativos. El análisis del Gobierno frente a la crisis era el siguiente: *la economía va mal porque no hay crédito, no hay crédito porque bancos y cajas no consiguen crédito en los mercados monetarios internacionales, los mercados no les prestan porque no se fían, y no se fían por la falta de transparencia contable de las entidades...* El Gobierno apostó por romper este círculo vicioso recorriendo el camino inverso: restauremos la confianza, los mercados prestarán a bancos y cajas y éstos, a su vez, volverán a prestar a familias y empresas provocando la reactivación de la economía española⁶.

¿Y cuáles fueron las herramientas diseñadas por los dos últimos gobiernos para apuntalar la *confianza* en el sistema financiero español? Se ensayaron, por decirlo de alguna manera, varias estrategias muy probablemente a instancias del Banco de España.

La primera de ellas fue la implementación de los citados Acuerdos de Basilea⁷. En ellos, el BIS ofrece una serie de herramientas analíticas para evaluar la calidad de una entidad financiera⁸. En particular el BIS recomienda tener en cuenta el concepto “CORE CAPITAL” y aconseja que este no sea inferior al 10%: en él se computa el dinero captado en capital social, las reservas, las pérdidas y ganancias, las “*obligaciones subordinadas*”, las “*participaciones preferentes*” y las “*cuotas participativas*”; no así el dinero captado mediante depósitos.

⁵ El BIS es el banco central de los bancos centrales.

⁶ Sobre el carácter falaz de este planteamiento ya nos hemos pronunciados en otros textos. La falacia radica en que Bancos y cajas pueden hacer otras cosas con el dinero recibido, por ejemplo atesorarlo a la espera de tiempos mejores, como están haciendo ahora. Es lo que Keynes hubiera llamado “*trampa de la liquidez*”.

⁷ A tal efecto se aprobó el Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero.

⁸ Una exposición formal del Acuerdo Basilea III puede encontrarse en Rodríguez de Codes Elorriaga (2010).

El Gobierno del Sr. Zapatero (y después el Sr. Rajoy) *conminaron*, por medio de sucesivos decretos de reforma financiera, a las entidades financieras a lograr un elevado ratio de “*core capital*” para que se disiparan las dudas sobre la salud de nuestro sistema financiero y se restaurase el flujo crediticio. Y decimos conminaron: *la negativa implicaba intervención*. Por el contrario, se premiaba a las entidades que esforzaran en obtener esos recursos mediante emisiones de participaciones en su capital⁹. Pero para entonces había un grave escollo: los inversores que tradicionalmente adquirían “*participaciones preferentes*” (Fondos de Inversión, otros Bancos, etc.) ya no estaban por la labor y *ello provocó un movimiento comercial muy agresivo de colocación de este producto entre clientes minoristas desconocedores de ello*.

El Banco de España animó a emitir este tipo de productos de forma masiva entre clientes minoristas con dos objetivos: a) resolver la excesiva dependencia de unos mercados mayoristas cada vez más renuentes a inyectar dinero en el sistema financiero español y, b) elevar el “core capital” (indicador de solvencia) de bancos y cajas.

3.- La Comercialización de Activos Tóxicos por la CAM¹⁰.

Durante la década del 2000, las Cajas de Ahorros en general, y la CAM en particular, fueron entidades muy activas en la emisión de activos financieros complejos y absolutamente ajenos a la cultura financiera del ahorrador medio. Se trata de productos financieros tristemente famosos como las “*participaciones preferentes*” y las “*cuotas participativas*”.

Las “*participaciones preferentes*”¹¹ son un producto de renta fija, de vida perpetua, en el que el pago de la retribución del inversor (“*cupón*” o “*dividendo*”) está supeditada a

⁹ Artículo 1 del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. En este decreto se introduce un término ligeramente divergente del “*core capital*” y es “*capital principal*”. La diferencia radica en que este último es más “suave” por cuando admite en el cómputo

¹⁰ Un primer análisis de las reformas de las Cajas efectuadas en los años 2010 y 2011 puede encontrarse en Bellod Redondo (2011). Disponible en Eumed: <http://www.eumed.net/ce/2011a/jfbr2.htm>

¹¹ Un análisis más exhaustivo puede encontrar se en el artículo “Participaciones Preferentes: la Nefasta Experiencia Española”; Bellod Redondo (2012), disponible en <http://www.eumed.net/ce/2012/jfbr4.html>

la obtención de beneficios por el emisor. ***Se trata de un producto complejo destinado tradicionalmente a inversores institucionales.*** Se trata de un activo de “*renta fija*” (la rentabilidad es fija y conocida en el momento de su contratación); su poseedor se convierte en *acreedor* de la entidad (no en socio) y es (al igual que las acciones) de vida perpetua: si el cliente quiere deshacerse de la “*obligación subordinada*” ha de intentar venderla en un mercado organizado (como las acciones en la Bolsa). Al contrario que otros productos financieros (plazos fijos, deuda ordinaria...) ***ofrecen una elevada rentabilidad porque el cliente acepta tácitamente situarse en un escalón muy bajo en el orden de prelación de los acreedores:*** los tenedores de este producto son los penúltimos en cobrar en caso de que la entidad no pueda pagar la totalidad de sus deudas, por lo que se asume un riesgo elevado. Además, al no ser depósitos, ***no están cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) en caso de quiebra.***

Las “*obligaciones subordinadas*” son un producto muy anterior a las “*cuotas participativas*”, que guarda una estrecha similitud con las “*participaciones preferentes*”. Al igual que aquellas, las “*obligaciones subordinadas*” estaban destinadas tradicionalmente a inversores institucionales o cualificados, no al gran público. Así, se ofertaban a Bancos y Fondos de Inversión (radicados incluso en paraísos fiscales), entidades que manejan información de primera mano sobre el tipo de producto que adquieren. En el caso de la CAM las emisiones son poco cuantiosas y datan de 1988 (véase Cuadro 1).

En todos los casos, al tratarse de productos de *vida perpetua* (como las acciones), el inversor que quiere recuperar el dinero invertido ha de cursar una orden de venta en el mercado en el que estos activos cotizan (el mercado AIAF). Al igual que sucede con las acciones en la Bolsa, el precio (cotización) de estos productos varía constantemente y el inversor puede perder su capital si en el momento de la venta esta tiene lugar por debajo del precio de adquisición. Y también en este caso puede ocurrir que al intentar vender no existan inversores que demanden el producto, por lo que la venta y la recuperación del dinero no será posible.

En el Cuadro 1 hemos consignado los datos relativos a las emisiones de *renta fija* de la CAM. Puede comprobarse que el saldo vivo nominal asciende a 1.630´6 millones de euros, de los cuales el 80´3% corresponde a “*participaciones preferentes*” (el detalle de las emisiones aparecen en el Cuadro 2), por lo ***que éste se convierte en el producto principal***

mediante el cual la entidad financiera captó recursos de sus clientes de forma irregular. Y se observa que es en 2009, ya en plena crisis económica cuando se produce la emisión más significativa: la serie “C”. Además, resulta significativo que las “participaciones preferentes” no fueran emitidas directamente por la CAM, sino por una empresa de su grupo empresarial (CAM CAPITAL S.A.U.), radicada en las Islas Caimán, célebre paraíso fiscal¹².

En cuanto a la *renta variable*, en 2008 la CAM emitió 50.000.000 cuotas participativas con un valor nominal de 2 € cada una más una prima de emisión total de 192.000.000 €.

Cuadro 1
Emisiones de Renta Fija de la CAM

	Año de emisión	Importe (Millones)
Participaciones Preferentes		
Serie "A"	2001	300.0
Serie "B"	2002	159.6
Serie "C"	2009	850.0
Obligaciones Subordinadas		
CAM	1988	18.0
Torrent	1988	3.0
Deuda Subordinada	2004	300.0
Total Renta Fija Perpetua	2008	1630.6

Fuente: Hechos relevantes de Banco de Sabadell, CNMV.

¹² En todas las emisiones de activos financieros negociables suele haber una entidad financiera, normalmente un banco de inversión, encargado de organizar y supervisar todo el proceso e incluso, llegado el caso, de garantizar su colocación. El prestigio de esta entidad es tenido muy en cuenta por los potenciales inversores. En las participaciones serie “A” la empresa directora de la emisión fue el Deutsche Bank.

Cuadro 2

Participaciones Preferentes emitidas por Caja de Ahorros del Mediterráneo

Serie	Año de emisión	Rentabilidad
A	2001	Euribor a 3 meses + 0`25%
B	2002	Euribor a 3 meses + 0`20%
C	2009	Fija: 7`35% anual (dos años). Variable: Euribor a 3 meses + 5`9% (a partir 2 años).

Fuente: folletos de emisión, CNMV.

Los clientes de la CAM se vieron atrapados entre la necesidad de la CAM de obtener recursos que computaran en el “core capital” y la decreciente liquidez de estos activos tóxicos debido a la crisis económica. Cada vez que un cliente llegaba a la CAM con dinero fresco, interesado en un depósito a plazo, la CAM trataba por todos los medios de que contratase “participaciones preferentes” o “cuotas participativas”. Para el logro de tal objetivo la colocación de estos productos estaba incentivada en las retribuciones del personal¹³. Probablemente en la mayoría de los casos ni se les presionaba: directamente se les contrataba uno de estos productos y el cliente salía de la oficina bancaria creyendo que llevaba a casa un producto seguro con la protección del FGD.

Los clientes *descubrieron la estafa* por dos vías:

- a) A medida que iban tratando de recuperar el dinero invertido, situación que se intensificó a raíz de las necesidades de liquidez de las familias asfixiadas por la crisis económica. Necesitaban recuperar el dinero invertido en los

¹³ Como admitió el Sr. Sala Lloret, miembro del Consejo de Administración de la CAM, en su comparecencia en la Comisión, “es práctica habitual en empleados de banca y cajas de ahorros el dar unos incentivos por la colocación de los diferentes productos que se comercializan o que se ponen en el mercado en esos momentos. Razonablemente, claro que darían unos incentivos a quien colocara tanto cuotas participativas como preferentes”. Diario de Sesiones, 14 de mayo de 2012, página 41. Por su parte, el Sr. Hernández Olivares, miembro de la Comisión de Control, lo confirmaba en esa misma Comisión: “Objetivos sobre seguros, planes de pensiones, fondos de inversión, fondos estructurados, cuotas participativas, participaciones preferentes, préstamos ICO, préstamos hipotecarios, de todo tipo. Habían marcados unos objetivos que los directores teníamos que cumplir religiosamente o dar cuenta porque no se cumplían”. Diario de Sesiones, 18 de mayo de 2012, página 40.

depósitos pero no era posible porque nadie estaba dispuesto a comprar esos activos en los mercados en los que cotizaban (mercado AIAF¹⁴).

- b) Cuando a consecuencia de las pérdidas, la CAM y después Banco CAM suspenden el pago del “cupón”, algo impensable de haberse trata de depósitos a plazo fijo.

La sorpresa de los clientes es mayúscula: ¿es que no era suficientemente atractivo para la CAM tener clientes dispuestos a colocar dinero fresco en plazos fijos? Es un dinero muy estable que permanece en la Caja durante años y permite a la entidad hacer negocio con tranquilidad... Tradicionalmente así era, pero ya no: *no porque los depósitos a plazo no computan en el “core capital” y la CAM no sólo necesitaba dinero fresco sino también elevar su ratio de “core capital” para disuadir al Banco de España de una posible intervención*. Ese fue el motivo principal del presunto engaño: la burguesía local gestora de la CAM (esta reflexión vale para el resto de Cajas), amenazada de perder el control y las prebendas asociadas a la gestión de la entidad, decidió impedirlo engañando a los clientes.

En la **Comisión de Investigación de las Cortes Valencianas** (la *Comisión*) en la que se examina las circunstancias que condujeron a la intervención de la CAM por parte del Banco de España, se han ofrecido testimonios muy interesantes al respecto¹⁵.

En las Cuentas Anuales de CAM Capital SAU de 2011 se anunciaba la suspensión del pago del “cupón” de todas las series emitidas de participaciones preferentes correspondientes a 2012 debido a la situación de pérdidas registrada en 2011 por Banco CAM SAU.

El caso de las “cuotas participativas” es algo diferente. En su modalidad actual de crearon en 2002 siendo ministro de Economía el Sr. Rodrigo Rato Figueredo¹⁶, que después

¹⁴ AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros. Es el mercado español de renta fija privada, fundado en 1986.

¹⁵ Personalmente he tenido ocasión de investigar el asunto entrevistándome con numerosos afectados y comprobar la documentación que aportan: clientes de edad avanzada, algunos de ellos analfabetos, con un perfil inversor muy conservador a los que se les mentía para colocarles estos productos financieros mientras ellos creían que estaban contratando o renovando su depósito a plazo fijo vencido. Hay casos en los que el contrato está firmado con la huella digital, dado el analfabetismo del cliente. Casos en los que se simula una tradicional “cartilla”, con anotaciones de puño y letras del empleado en vez de anotaciones mecanizadas, para simular que lo que el cliente se lleva a casa es una libreta con un depósito a plazo fijo en vez de una cuenta de valores, etc.

sería Director General del Fondo Monetario Internacional (de donde dimitió por razones personales¹⁷) y recaló nuevamente en España para dirigir BANKIA, entidad cuya suerte sido análoga a la de la CAM.

Los testimonios formulados en la *Comisión* indican que la decisión de emitir “*cuotas participativas*” fue realizada por orden del Banco de España¹⁸. ***Eso da que pensar que ya en 2007 el Banco de España tenía serias dudas sobre la solvencia de la CAM.*** Y es evidente que ***el Banco de España utilizó la CAM como laboratorio para ensayar la emisión de este nuevo activo financiero, con el ánimo de que otras cajas de ahorro siguiesen su ejemplo, experimento del cual fueron víctimas los clientes de la CAM.***

Sin embargo, cara al público, el Banco de España mantenía una versión muy distinta, pregonando a diestro y siniestro la fortaleza del sistema financiero español. He aquí unas palabras del entonces Gobernador, Sr. Fernández Ordóñez: “*Otra especificidad española ha sido la posición de relativa fortaleza desde la que su sistema financiero se ha enfrentado a la crisis. Las entidades españolas continuaron desarrollando un modelo de negocio «tradicional» durante toda la etapa expansiva, centrado en la intermediación financiera minorista. Esta es, seguramente, la principal razón por la que, como hoy es bien conocido, el papel de los intermediarios españoles en la generación, adquisición o financiación de activos tóxicos ha resultado irrelevante*”¹⁹.

¹⁶ Artículo 14 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Reforma del Sistema Financiero. Posteriormente, también siendo Ministro de Economía el Sr. Rato, se aprobó un nuevo marco legal que fue el que sirvió de sustento legal a la emisión de cuotas participativas de la CAM: Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros.

¹⁷ Según la maledicencia de la prensa de la época, en realidad fue “*invitado*” a dimitir ras ser ampliamente criticado por el excesivo nivel de vida que llevaba a costa del FMI.

¹⁸ Declaración del Sr. Modesto Crespo en la Comisión: “*Las cuotas participativas por qué se crearon. Pues fue una recomendación del Banco de España. En un determinado momento nos pidió que se hicieran las cuotas participativas, y así se hizo. Es anterior también a mi mandato. Yo cuando llegué, ya esa recomendación se había dado y ya se estaban presentando. Yo era secretario en aquel momento, cuando se presentaron las cuotas participativas*”. Diario de Sesiones de las Cortes Valencianas, página 44. En la declaración del Sr. Ángel Martínez consta lo siguiente: “*La cuota participativa es un tema complicado porque, en primer lugar, fuimos la única caja que iniciamos esto, y la iniciamos a sugerencia porque el Banco de España nos dijo, o insinuaron, o dejaron entrever, que les venía bien que una caja del peso de Caja Mediterráneo iniciara esta actividad*”; Diario de Sesiones, 14 de mayo de 2012, página 16.

¹⁹ Discurso pronunciado por el Gobernador ante el Consejo de Gobierno del Banco de España, junio de 2009.

El experimento no fue muy fructífero ya que la CAM ha sido la única caja que emitió “*cuotas participativas*”: una emisión de 50.000.000 millones de unidades de valor nominal 2 euros, más una prima de emisión de 192 millones de euros: cada “*cuota*” se emitió por 5’84 euros. El folleto de emisión²⁰ nos revela algunos datos inesperados e interesantes: el proceso de emisión fue supervisado por el banco de inversión LEHMAN BROTHERS, dirigido a la sazón por D. Luis de Guindos, hoy Ministro de Economía²¹; la CAM admitía que el producto era complejo, más arriesgado que las acciones de las sociedades anónimas y que no sería vendido a iniciativa de los clientes²²...

Cuando los clientes de la CAM, en la creencia de ser titulares de un plazo fijo, trataban de obtener liquidez se cursaba una orden de venta de las “*cuotas participativas*”, admitidas a cotización en la Bolsa. En el Gráfico 1 representamos evolución histórica de la cotización de las “*cuotas*”. La cotización fue bastante satisfactoria hasta febrero de 2011, probablemente porque a medida que se liquidaban se cursaban nuevas órdenes de compra para los clientes que iniciaban o prorrogaban un plazo fijo, momento en que se inicia una caída irreversible hasta llegar a una cotización de 1’34 € el 9 de diciembre de 2011 (2 días antes se había adjudicado el Banco CAM al Banco de Sabadell).

Mientras estuvo admitida a cotización, los clientes de la CAM tenedores de cuotas participativas pudieron obtener liquidez. En algunos casos no perdieron dinero: mientras la cotización estuvo por encima del precio de adquisición de las cuotas. A partir de cierto nivel de caída, los clientes que trataban de liquidar sus plazos fijos percibían menos dinero del depositado al realizar el contrato.

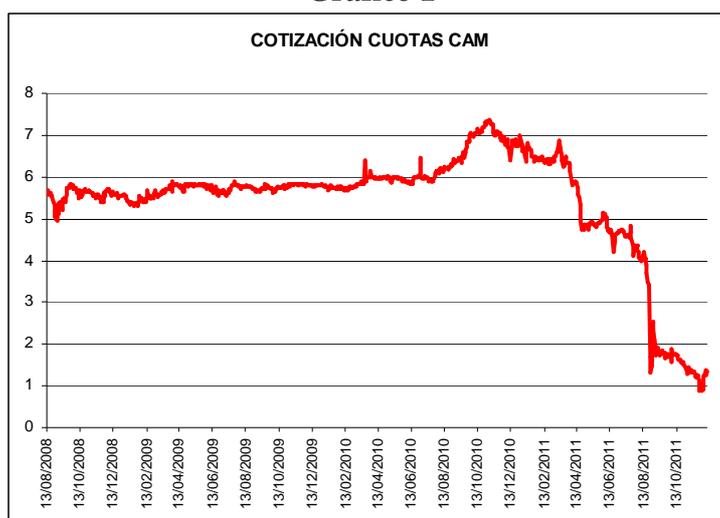
²⁰ De acuerdo con la legislación vigente, cuando una empresa emite un activo financiero que vaya a cotizar en un mercado organizado (la Bolsa, por ejemplo), tiene la obligación de editar un “*folleto*” (en realidad suele ser un documento de centenares de páginas) explicando pormenorizadamente la operación. Ese folleto queda depositado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) como mecanismo de garantía de los inversores frente a emisiones de “*chiringuitos financieros*”.

²¹ Véase folleto de emisión, página 6. En el momento de redactar este artículo se anuncian las exigencias del Eurogrupo para la aprobación del rescate de la banca española, que conlleva, entre otras cosas, la cesión de ciertas competencias del Ministro De Guindos al Banco de España.

²² Ídem, página 71.

Suspendida la cotización los clientes tenedores de “cuotas” seguirían siendo propietarios de las mismas (y co – propietarios de la CAM), pero incapaces de obtener liquidez. ¿Por qué se suspendió la cotización? Obviamente para facilitar la venta de Banco CAM a Banco de Sabadell. Conclusión: *el deseo del Banco de España de colocar Banco CAM en manos de un banco privado causó la inmovilización las cuotas participativas.*

Gráfico 1



4.- Banco de Sabadell: El horrible sonido del acordeón.

El Gobierno y el Banco de España instaron a las cajas de ahorros, entre ellas la CAM, a ensayar diversas soluciones estructurales.

Una de ellas fueron los Sistemas Institucionales de Protección (SIP) o “fusión fría”²³, un contrato mediante el cuál varias cajas de ahorros ponen en común su patrimonio y el equipo directivo, pero sin renunciar a su personalidad jurídica independiente. Esta fórmula fracasó: ni se reactivó el acceso a los mercados financieros mayoristas ni los burgueses y políticos locales coaligados pusieron mucho de su parte por que fructificara²⁴.

²³ Muchos economistas tienen la estúpida propensión a emplear términos procedentes de otras disciplinas, como la Física, quizá en la creencia atávica de que así refuerzan la credibilidad de su discurso.

²⁴ Según el Sr. Iturriaga Miñón, “Evidentemente hubo –y eso lo saben ustedes por la prensa, igual que yo– distintos tira y afloja en cuanto a si el peso de la CAM debía de ser este, otro o el de más allá, evidentemente, con los apoyos políticos de un lado o de otro. En fin, todo eso ha sido motivo de tratamiento en la prensa de

Este fracaso condujo a la solución definitiva: la *segregación patrimonial* de las Cajas de Ahorros y la creación de bancos a los que se les traspasaba el negocio financiero.

Esta fórmula consiste en crear una nueva persona jurídica, un banco, al que se le traspasa la actividad financiera y el patrimonio de la Caja, que pasa a ser, en principio, accionista único del nuevo banco. Con esa idea se creó **Banco Base** (28 de diciembre de 2010) que, tras la ruptura con el resto de socios se convirtió en **Banco CAM** (21 de junio de 2011). Así los clientes de la CAM a quienes se les vendieron “*cuotas participativas*” se convirtieron en co – propietarios de la CAM y así, indirectamente, co – propietarios de Banco CAM. Si Banco CAM obtenía beneficios estos afluirían a la CAM vía dividendos, y parte de ellos a los clientes cuota – partícipes en calidad de retribución de las “*cuotas participativas*”.

Por supuesto, todo esto ocurría al margen del conocimiento y de la voluntad de los clientes de la CAM, que sólo fueron conscientes de ello cuando trataron de convertir en dinero sus falsos depósitos a plazo.

El 21 de julio de 2011 la CAM es intervenida por el Banco de España, consciente de la mala situación financiera de la entidad.

Esto tiene dos implicaciones.

En primer lugar el Consejo de Administración de la CAM es sustituido por tres administradores nombrados al efecto por el Banco de España. Por lo tanto a partir de esa fecha *las competencias propias del Consejo de Administración pasan a manos de los administradores, que dependen orgánicamente del Banco de España*²⁵.

manera extensa y, además, prolija. El porqué fracasa. Pues yo tengo mi criterio, y el criterio es muy sencillo. Yo creo que fracasa porque los otros socios no se fían de la información de la CAM, así de sencillo”; Diario de Sesiones de la Comisión, de 2 de mayo de 2012, página 12.

²⁵ Los interventores nombrados son el Sr. Iturriaga Miñón, el Sr. González Peña y el Sr. Orenes Bo. Boletín Oficial del Estado, 22 de mayo de 2012, departamento: Banco de España.

Cabe plantearse si las decisiones que toman a partir de ese momento son las que corresponde a alguien que vela por los intereses de la CAM, de sus propietarios (cuota –partícipes), acreedores o clientes... o si bien se limitan a ejecutar la estrategia diseñada por el Banco de España.

En segundo lugar, se da inicio al proceso de *enajenación de Banco CAM con la consiguiente desaparición de la CAM como entidad financiera.*

Al mismo tiempo que se producía la intervención, el Banco de España exigió a la CAM la aprobación de un Plan de Reestructuración. El 7 de diciembre de 2011 se aprobó por parte del FROB. Dicho Plan incluía el saneamiento del Banco CAM mediante una “operación acordeón”²⁶ y la adquisición del 100% de las acciones de Banco CAM por el FGD. Debemos recordar que tras ser intervenida, la CAM seguía siendo propietaria del 100% de Banco CAM, aunque ya no gestionase el Banco.

Justo después de intervenir la CAM en julio de 2011, los administradores nombrados por el FROB decidieron anular la convocatoria de la Asamblea de la CAM prevista para septiembre de ese año. Existen diferentes interpretaciones acerca de esa decisión, nada inocente por cierto. De acuerdo con las declaraciones del administrador nombrado por el FROB²⁷, la convocatoria simple y llanamente no tenía sentido. Pero existe la posibilidad de un conflicto latente entre los planes del FROB y los del Consejo de Administración saliente. Este último deseaba aprobar la amortización con indemnización de las “cuotas participativas” (algo inaceptable para el Banco de España); y el FROB aspiraba a paralizarlo todo a la espera de una sola decisión... *servir la CAM en bandeja al mejor postor: “¿Cómo vamos a llevar a cabo un proceso de reestructuración en el que hay que meter esta cantidad de millones de euros en el capital y al mismo tiempo estamos autorizando la devolución de capital a sus tenedores por ese importe?”*²⁸.

²⁶ Se trata de una operación contable por la cual se reduce y se amplía simultáneamente capital social de una empresa. Viene regulada en los artículos 343 a 345 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

²⁷ Declaraciones del Sr. Iturriaga Miñón, Diario de Sesiones, de 2 de mayo de 2012, página 15.

²⁸ Ídem, página 15.

Tras realizar una valoración patrimonial de Banco CAM, el 15 de diciembre se aprobó una reducción del capital de Banco CAM (se amortizan sin indemnización las acciones en poder de la CAM) y simultáneamente un aumento de capital por importe de 5.249 millones de euros que suscribirá íntegramente el FGD. Previamente la CAM, había aprobado *renunciar a ejercer su derecho de suscripción preferente de las nuevas acciones de Banco CAM*, a instancias del FROB y del Banco de España: la legislación establece que los accionistas antiguos (la CAM) tienen preferencia para suscribir acciones nuevas. *De no haber renunciado a ese derecho, la CAM podría haber adquirido las nuevas acciones de Banco CAM que, con un patrimonio neto de 2.472 millones de euros, Banco de Sabadell adjudicaría por 1 €.*

Así, la “operación acordeón” no sólo sirvió para sanear la entidad, sino que fue utilizada deliberadamente para garantizar la exclusión de los antiguos propietarios, de modo que el comprador pre – seleccionado, Banco de Sabadell, tuviese que comprar Banco CAM al FGD (nuevo accionista tras la operación acordeón) y no al antiguo (CAM).

En ese momento la CAM dejaba de ser accionista de Banco CAM, y los clientes con “cuotas participativas” dejaban de ser co – propietarios indirectos de Banco CAM: ya había vía libre para que la negociación de compraventa se realizase directamente entre FGD y Banco de Sabadell, sin participación de la CAM o de sus cuota – partícipes. Y a partir de ahí la CAM se convertía en algo así como un barco a la deriva, sin licencia para continuar el negocio bancario, y con un patrimonio muy reducido: el valor de las cuotas participativas era 0 y el Banco de Sabadell no las necesitaba para nada. Según el Real Decreto 11/2010, la caja de ahorro que ostenta menos de un 25% pierde su licencia para el ejercicio de la actividad financiera y ha de convertirse en una fundación especial.

En cuanto a los tenedores de “participaciones preferentes” y “obligaciones subordinadas” con la operación de segregación pasaron a ser acreedores de Banco CAM: con la adquisición, el Banco de Sabadell integra en su propio pasivo las deudas de Banco CAM y su grupo empresarial, entre ellas las “obligaciones subordinadas” y las “participaciones preferentes”. No así las “cuotas participativas”, que ya no guardan relación con Banco CAM al haberse producido la exclusión de la CAM de su propiedad mediante la operación acordeón.

El Banco de Sabadell obtiene la propiedad de todo el grupo Banco CAM en unas condiciones muy ventajosas. Consigue hacerse con la propiedad de todo el grupo mediante el pago simbólico de 1 € a su propietario (¡cuyo patrimonio neto asciende a 2.472 millones de euros!). Además se suscribe un acuerdo (“Esquema de Protección de Activos”) por el cual el FGD indemnizará a Banco de Sabadell por el 80% de las pérdidas que pudieran producirse en los activos de Banco CAM, acuerdo que tiene una duración de 10 años²⁹. Además, con anterioridad a la venta se había producido una importante inyección de dinero para dotar de liquidez a Banco CAM procedente del FGD: 5.249 millones de euros³⁰.

Una vez adquirido el Banco CAM, el Banco de Sabadell, con fecha 12 de junio de 2012, ha realizado una ***oferta de canje*** a los tenedores de los productos financieros reseñados en el Cuadro 1 (quedan excluidos los poseedores de “*cuotas participativas*”). ***Y es aquí donde los clientes de la CAM sienten que son sometidos a un nuevo abuso.***

La oferta del Banco de Sabadell, que vence el 27 de julio de 2012, registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es la siguiente: pagará el valor nominal del producto y el cliente se obliga automáticamente a reinvertir ***todo*** ese dinero en comprar acciones de Banco de Sabadell a un precio no inferior a 2’30 € la acción, de nueva emisión, emitidas al efecto. Es decir: ***el cliente no va a ver ni va a tocar dinero alguno.***

A partir de ahí el cliente tiene varias posibilidades.

El cliente puede vender las acciones al día siguiente. Hoy por ejemplo³¹, cotizaban a 1’404 €: ***perderían automáticamente el 39% de lo invertido...*** aunque conseguirían dinero fresco... nos han vendido las acciones muy caras (2’3 €) y nos vemos obligados a revenderlas muy baratas (1’404). Así un cliente que, por ejemplo, fue estafado al invertir 10.000 euros en la CAM recuperaría 6.104 €, y habría perdido para siempre los 3.896 € restantes (y así por cada 10.000 euros invertidos).

²⁹ Seguramente al fijar esa dilatada duración los redactores tenían en mente, sobre todo los posibles fallidos en los préstamos hipotecarios.

³⁰ De ellos 2.800 mediante la conversión del préstamo inicialmente aportado por el FROB con fecha 1 de abril de 2011, pero que inicialmente asumió el FGD.

³¹ Estas líneas se han redactado con fecha 16 de julio de 2012.

La pérdida será mayor aún al 39% si el cliente adquirió el producto por encima del valor nominal³².

Otra alternativa ofrecida por Banco de Sabadell es que el cliente se comprometa a mantener sin vender esas acciones durante 4 años. En ese caso el Banco le abona, esta vez sí en efectivo, un 1'5% trimestral sobre el valor nominal (un 6% anual). Puede vender las acciones en cualquier momento y entonces perdería, obviamente, el derecho a percibir ese porcentaje.

¿Qué sucede con los clientes que no acudan al canje?

Seguirían siendo acreedores subordinados de Banco de Sabadell hasta que este decida amortizarlos (puede hacerlo en cualquier momento pasados 5 años desde la emisión). Y teóricamente el Banco debe cumplir con ellos las obligaciones de pago de intereses que contrajo la CAM al emitir esos productos. El problema es que si el cliente quiere recuperar el dinero invertido lo va a tener muy difícil: al ser productos perpetuos tendría que venderlos en el mercado AIAF, que hoy carece absolutamente de liquidez.

También existe el riesgo de que en la próxima reforma financiera, el Gobierno autorice la amortización de este tipo de productos con una **quita** importante, a petición de la Unión Europea como condición para aprobar el rescate bancario. Si la quita es importante podría perder incluso más que si acepta el canje ahora.

En cuanto a las “*cuotas participativas*”, han sido amortizadas con valor 0 €, es decir, sin indemnización ninguna para sus poseedores, por acuerdo de la Asamblea general de la CAM celebrada con fecha 9 de julio de 2012, en una sesión celebrada en medio de una enorme tensión. A pesar de que la ley establece esa posibilidad, la Asamblea General nunca

³² También es verdad que la Bolsa es un casino y pudiera ser que las acciones de Banco de Sabadell se disparasen después del 27 de julio por encima de 2'30. Técnicamente es posible. Pero dadas las lamentables expectativas de la economía española, no parece muy probable.

trató la posibilidad de crear un “*sindicato de cuota – partícipes*”, organización que hubiera permitido dar voz a estos clientes en el citado órgano³³.

La adquisición de Banco CAM por Banco Sabadell tendrá otras repercusiones aparte de las ya comentadas. En particular la reestructuración de Banco CAM implica el cierre de sucursales y la reducción de la plantilla, una condición básica impuesta por el Banco de España a todas las entidades sometidas a saneamiento. Probablemente por cuestiones estratégicas Banco de Sabadell aún no ha anunciado el alcance de esta medida, si bien el Banco de España es diversos análisis considera que sobra entre el 12% - 18% de los empleados de las Cajas de Ahorros³⁴.

6.- ¿Qué falló?

Algo tuvo que fallar para que los clientes de la CAM acabaran siendo víctimas de tantas irregularidades y despojados de sus ahorros.

Falló todo: la persistente crisis económica simplemente actuó como catalizador entre los elementos que ya estaban sobre la mesa. Al igual que falla un mal automóvil cuando lo sometemos a maniobras extremas, falló la CAM cuando la persistente e intensa crisis económica condujo a muchos de sus clientes a reclamar el reintegro de sus depósitos.

Este tipo de activos nunca debió llegar a manos de clientes minoristas: la legislación establecía mecanismos preventivos para evitar prácticas de comercialización adecuadas en materia de activos financieros. Pero como se aprecia en el Cuadro 3, en el momento de su

³³ Artículo 7 del Real Decreto 302/2004. A partir de 2010 las emisiones de obligaciones conllevan obligatoriamente la creación de un sindicato de obligacionistas (artículo 403 del real Decreto legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital).

³⁴ Intervención del D. Miguel Ángel Fernández Ordóñez, Gobernador del banco de España, en el XVIII Encuentro del Sector Financiero – Deloitte – ABC, 5 de abril de 2011: “*Los objetivos de este proceso de reestructuración e integración eran muy claros... En segundo lugar, reducir el exceso de capacidad instalada, tanto en las redes como en los servicios centrales. Los ajustes previstos en los planes de reestructuración representan una reducción de entre un 10% y un 25% en el número de oficinas y entre un 12% y un 18% en el número de empleados*”.

emisión, el 69% de las “*participaciones preferentes*” fueron adjudicadas a clientes minoristas y empleados; mientras que solo el 31% acabó en manos de clientes cualificados.

Cuadro 3
CAM: Emisión de Cuotas Participativas

	Nº cuotas	Porcentaje
Tramo minorista	32,792,916	65.6%
Tramo empleados	1,707,084	3.4%
Tramo cualificados	15,500,000	31.0%
Total	50,000,000	100.0%

Fuente: CNMV, información adicional folleto...

En realidad, el *diseño institucional de los mercados financieros* dispone de unos mecanismos preventivos para evitar irregularidades y abusos. En 2007, justo antes de la emisión masiva de participaciones preferentes (2009) entró en vigor la Directiva **MIFID** (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros)³⁵. El **MIFID** obliga a las entidades financieras a proteger los intereses de sus clientes y a tal efecto establece la obligación de clasificarlos según su grado de cultura financiera y realizar un test³⁶ en el que se mide aquella. También establece el tipo y crecencia de la información que se ha de facilitar al cliente. De esa forma se pretende evitar situaciones como la que se han producido: que la reducida cultura financiera del cliente permita a la entidad abusar de él colocándole un producto no adecuado al mismo.

Obviamente la experiencia está demostrando que la Directiva MIFID ha fallado estrepitosamente: se violó sistemáticamente. En la mayoría de los casos estos test son cumplimentados por la propia entidad financiera, no por el cliente. También es muy posible que los propios empleados de las entidades financieras desconocieran qué era exactamente una “*participación preferente*” y se limitasen a cumplir los objetivos de comercialización impuestas por su entidad. Estoy convencido de que buena parte de esos empleados carecen de conocimientos para explicar a un cliente qué es una “*participación preferente*” y por tanto no podían cumplir con las exigencias de la Directiva MIFID. Sin embargo la Directiva MIFID establece taxativamente que es obligación de las entidades financieras ““*emplear personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las*

³⁵ Las siglas corresponden al inglés Markets in Financial Instruments Directive [2004/39/EC](#).

³⁶ Puede ser un “*test de conveniencia*”, si el producto financiero es contratado a iniciativa de la entidad financiera, o un “*test de idoneidad*” si el contrato se produce a iniciativa del cliente.

funciones que se les asignen.... Garantizar que las personas competentes cumplen sus distintos cometidos de forma adecuada, honesta y profesional”³⁷.

Respecto al momento de emisión, si nos referimos a las participaciones preferentes y de acuerdo con los datos de Bellod Redondo³⁸ (2012), numerosas entidades financieras emitieron participaciones preferentes ***cuando ya era constatable un problema de liquidez en los mercados financieros mayoristas y, particularmente, en el mercado AIAF, por lo que la promesa de liquidez inmediata que se les hacía a los clientes no tenía visos de realizarse ya en el momento de la emisión.*** Recuérdese que los primeros atisbos de la actual crisis se produce en agosto de 2007, con la intervención masiva de varios bancos centrales ante la suspensión de pagos de dos fondos de inversión europeos; y en septiembre de 2008 se produce la quiebra del centenario banco de inversión Lehman Brothers, momento a partir del cual se despeja cualquier duda sobre el carácter estructural y global de la crisis. Y en ese contexto algunas entidades se embarcan en emisiones masivas de participaciones preferentes³⁹.

Según los datos de Bellod Redondo (2012), ***el año 2009, ya en plena crisis económica, es el año que bate todos los récords en la emisión de “participaciones preferentes”***: los mercados financieros mayoristas se habían cerrado a razón de la quiebra de Lehman Brothers, así que podemos suponer que buena parte de las “participaciones” emitidas ese año fueron comercializadas entre clientes minoristas. De hecho en los años inmediatamente anteriores (2006, 2007, 2008) las emisiones son muy escasas. ***La fuerte reactivación de las emisiones en 2009 lleva a pensar en una estrategia deliberada por parte de bancos y cajas para captar en los mercados minoristas el ahorro que ya no aportaban los mercados mayoristas, a pesar de que este no era el tipo de activo financiero aconsejable para ellos.***

El caso de la CAM es paradigmático: precisamente en 2009 lanza la mayor emisión de “participaciones preferentes” (serie C), valorada en 850 millones de euros.

³⁷ Artículo 27.1, Real Decreto 217/2008.

³⁸ Disponible en Eumed: <http://www.eumed.net/ce/2012/jfbr4.html>

³⁹ Es el caso de la Caja de Ahorros del Mediterráneo y la emisión de la “Serie C”.

Según los datos de Bellod Redondo (2012), puede afirmarse que *las participaciones preferentes siempre han tenido una liquidez muy limitada*. Resulta evidente que las “participaciones preferentes” siempre han tenido una liquidez menor que el resto de valores de renta fija negociada en el mercado AIAF: frente a los 193 días del total de mercado AIAF, las “participaciones” tardan en venderse ¡una media de 2580 días! El mercado de “participaciones” ha tenido una liquidez media equivalente a tan solo el 7’9% de la del conjunto de valores de renta fija privados. Además, esa liquidez cae notablemente a partir de 2007. En ese año la rotación es equivalente al 13’3% de la del conjunto AIAF y a partir de ahí cae drásticamente a un escaso 3%. *En 2009 se hicieron emisiones masivas aún a sabiendas de la reducidísima liquidez de estos activos, abusando descaradamente de unos clientes confiados en gozar de la liquidez y la garantía propia de los depósitos a plazo fijo.*

Esto suponía una ruptura con la práctica habitual anterior a 2008. Como indica el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con anterioridad a esa fecha era habitual que las entidades financieras amortizaran a los 5 años los activos de duración perpetua (“preferentes”, “obligaciones subordinadas”)⁴⁰, o que la propia entidad recomprara el activo al cliente y se encargase por su cuenta de revenderlo. *Se estafó a los pequeños clientes para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas estaban cada vez menos dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.*

Asfixiados por la falta de liquidez y el desempleo masivo, la mayoría de los clientes de la CAM poseedores de renta fija han optado por aceptar las condiciones de canje propuestas por Banco de Sabadell: concretamente un 95%. Estos datos pueden verse en el Cuadro 4.

⁴⁰ Esa posibilidad es legal y existe para los productos emitidos por la CAM, pero se negó a efectuarla.

Cuadro 4

Banco de Sabadell: Solicitudes de Canje

Activo	Unidades	Valor nominal (€)	% del total emitido
Participaciones preferentes			
Serie "A"	480,124	288,074,400	96.0%
Serie "B"	252,678	151,606,800	95.0%
Serie "C"	814,525	814,525,000	95.8%
Subtotal	1,547,327	1,254,206,200	95.8%
Obligaciones Subordinadas			
CAM	28.957	17403446	96.5%
Torrent	4.832	2904080	96.6%
Subtotal	33.789	20307526	96.5%
Deuda subordinada especial	475.732	285439200	95.2%

Fuente: Hechos Relevantes, CNMV.

Conclusiones:

Miles de familias españolas se sienten estafadas por la secuencia de acontecimientos que ha conducido a la disolución de Banco CAM y su absorción de Banco de Sabadell.

La CAM emitió activos financieros muy complejos que merecen el calificativo de “*activos tóxicos*” (“*participaciones preferentes*” y “*cuotas participativas*”). A pesar de su complejidad y de la decreciente liquidez de los mercados en que cotizan, la CAM optó por comercializarlos entre clientes minoristas carentes de cultura financiera, recurriendo incluso al engaño y abuso de confianza, ante la imposibilidad de distribuirlos en los mercados financieros mayoristas.

El 21 de julio de 2011 la CAM es intervenida por el Banco de España, y se inicia un proceso que conduce a expropiar a CAM de sus acciones en Banco CAM, y su venta a Banco de Sabadell en condiciones muy ventajosas. En el momento de ser vendida a Banco de Sabadell por sólo 1 €, Banco CAM tenía un patrimonio neto de 2.472 millones de euros.

Por el contrario, Banco de Sabadell ha conseguido que los clientes estafados por la CAM acepten desprenderse de sus activos en condiciones que implican importantes pérdidas de capital.

Este proceso nos lleva a concluir que la Directiva MIFID, pensada para proteger los derechos de los pequeños ahorradores, carece de la eficacia necesaria para evitar estafas masivas.

Bibliografía.

Bellod Redondo, J. F. (2007); “Crecimiento y Especulación Inmobiliaria en la Economía Española”; *Principios – Estudios de Economía Política*, nº 8, pp. 59 – 82; http://www.fundacionsistema.com/media/PDF/Ppios8_Bellod%20Redondo.pdf

Bellod Redondo, J. F. (2011, a); “Crisis y Reforma de las Cajas de Ahorros en España”; *Contribuciones a la Economía – Eumed*, <http://ideas.repec.org/a/erv/contri/y2011i2011-0514.html>

Bellod Redondo, J. F. (2011, b); “Detección de Burbujas Inmobiliarias: el Caso Español”; *Contribuciones a la Economía – Eumed*, <http://ideas.repec.org/a/erv/contri/y2011i2011-0513.html>

Bellod Redondo, J. F. (2012); “Participaciones Preferentes: la Nefasta Experiencia Española”; *Contribuciones a la Economía – Eumed*; <http://www.eumed.net/ce/2012/jfbr4.html>

Cals Güell, J. (2001); “Las Cajas de Ahorro en el Sistema Financiero Español. Trayectoria Histórica y Realidad Actual”; Jornadas sobre “La Singularidad de las Cajas de Ahorros Españolas”, Zaragoza, 28 de mayo de 2001, disponible en <http://www.ecap.uab.es/RePEc/doc/wpdea0208.pdf>

García – Vaquero, V. y Alonso, F. (2012); “La Evolución de los Mercados de Renta Fija Privada entre 2000 y 2011”; *Boletín Económico*, Banco de España, julio, pp. 109 – 116.

Rodríguez de Codes Elorriaga, E. (2010); “Las Nuevas Medidas de Basilea III en Materia de Capital”; *Estabilidad Financiera*, nº 19, pp. 9 – 20; <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0119.pdf>