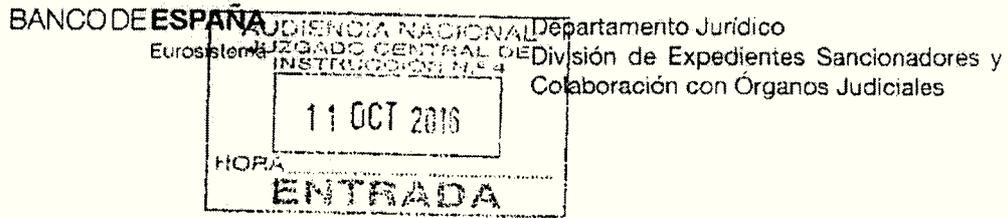


PRIMERA PARTE DOCUMENTACION REMITAS POR
BANCO DE ESPAÑA. DP. 59/12.



Salida

Fecha: 11/10/2016

2016/C79/00S011527



S/ref.: Diligencias Previas Proc.
Abreviado 59/2012

Juzgado Central de Instrucción nº 4 de la
Audiencia Nacional
C/ García Gutiérrez, 1
28010 - Madrid

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

Registro
Central de Madrid

N/ref.: GDJ/16/05338

Madrid, 11 de octubre de 2016

Nos referimos al oficio de ese Juzgado recibido en el Registro General del Banco de España el 6 de octubre de 2016 y por el que se requiere a esta Institución que remita a dicho Juzgado cuatro correos electrónicos del año 2011 -dos de abril y dos de mayo- a los que D. José Antonio Casaus Lara, Inspector de esta Institución, se refirió en su declaración testifical del pasado 5 de septiembre de 2016.

En cumplimiento de dicho requerimiento, y tras haber efectuado la correspondiente consulta al Sr. Casaus, con vistas a una correcta identificación y remisión de los citados correos internos, se facilitan los correos de 8 y 14 de abril y de 10 y 16 de mayo del 2011 remitidos por el Sr. Casaus desde su dirección de correo personal del Banco a las direcciones de correo personales del Banco de otros miembros del equipo o del entonces Jefe de Grupo.

Por último, la información contenida en el presente escrito y en los correos electrónicos que le acompañan tiene carácter reservado de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 82.4 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito, por lo que deberán adoptarse las medidas necesarias para preservar su confidencialidad.

María Ortega Diego
Jefa de la División de Expedientes Sancionadores y Colaboración con los Órganos Judiciales

CASAUS LARA, JOSE ANTONIO

De: CASAUS LARA, JOSE ANTONIO
Enviado el: viernes, 08 de abril de 2011 16:22
Para: PEREZ-CERDA SILVESTRE, JORGE; GONZALEZ HERNANDEZ, MARIA JESUS;
SALINAS LA CASTA, VICENTE; BRAVO LLATAS, PEDRO; MOLINA FRANQUELO,
JOSE CARLOS; SANCHEZ SAORIN, LUISA NOELIA
CC: COMIN RODRIGUEZ, PEDRO
Asunto: Reflexiones sobre la viabilidad del grupo Bankia y el coste para el contribuyente

Con aportaciones de todos, Pedro Bravo y Jorge Pérez-Cerdá han hecho el trabajo práctico que nos pedía Pedro Comín en relación con el pronunciamiento que tiene que haber BdE sobre el plan de capitalización de Bankia.

Yo he escrito unas reflexiones más generales sobre la viabilidad del grupo Bankia en general y las alternativas posibles, siempre teniendo en cuenta el coste para el contribuyente. Si pensáis leerlas, os recomiendo la impresión y la lectura tranquila, porque en pantalla es aún más difícil de digerir.

Lo más importante (los titulares), en letra roja.

Saludos.

José Casaus

En BFA (obviando los generadores de caja (DP, Iberdrola, Mapfre e Indra) y la **bomba de Banco de Valencia**), se quedan dos bloques: a) las acciones de Bankia, y b) un conjunto de activos no rentables, ilíquidos y posiblemente insuficientemente saneados, junto con un conjunto de pasivos exigibles caros (que sólo exigen en el medio plazo el pago del cupón y no de principal) y que superan a todos los activos de BFA (quitando las acciones de Bankia) en unos 5.000 M€ (por eso con 7.000 M€ de VTC del grupo se logra un Bankia premoney de 12.000 M€).

Los acreedores de BFA suman 21.000 M€, de los que el Estado asume 10.000 M€ (FROB y avaladas) y los privados otros 11.000 M€ (subordinadas y las otras preferentes). Las avaladas del Estado, curiosamente, son las mejor colocadas en la prelación del BFA. ¿Y cómo se van a cobrar esa deuda de 21.000 M€ esos acreedores? Pues principalmente con las acciones de Bankia, ya que los 10.000 M€ de suelos son ilíquidos y posiblemente sobrevalorados (la sobrevaloración es la que provoca la iliquidez: a 1 euro yo compro todos los suelos del mundo). Además, hay unos 4.000 M€ entre Iberdrola, Mapfre e Indra.

Dicho de otro modo, la cosa se puede resumir en que **los acreedores de BFA tienen sus expectativas de cobro en las acciones de Bankia**. Por eso, defendiendo los recursos públicos del FROB, Pedro Comín propuso que las preferentes del FROB pasaran a tener como **garantía pignoratícia las acciones de Bankia en BFA** (y determinando ya desde el inicio la relación de canje, que vendría determinada por el precio de la salida a Bolsa). Pero esta opción no se contempla ni en el Plan de Capitalización enviado a BdE el día 28 ni en la presentación del día 1 en Cibeles. **Quizá convendría, como alternativa a esa mejor opción que es la pignoración, solicitar el compromiso escrito de BFA de no vender sus acciones de Bankia sin previo consentimiento de BdE (o del FROB)**. Sería como la cláusula lock out de la que hablaremos con Stilia pero condicionando la venta no al paso del tiempo sino a la autorización administrativa (no sé si como acreedor o como autoridad administrativa). Porque, repito, el repago de esos 21.000 M€ (y entre ellos de los 4.500 del FROB), descansa básicamente en las acciones de Bankia. No sé si también habría que pedir el compromiso escrito de las cajas de no vender sus acciones en BFA sin previo consentimiento de BdE (o del FROB) porque esa venta podría suponer un cambio de control del deudor del FROB.

Yendo al fondo del asunto, tengo claro que no es viable a medio plazo una estructura como la de BFA con un pasivo de 21.000 M€ pongamos que al 6% de coste medio, al que hacer frente básicamente con unas acciones valoradas a mercado en 9.000 M€ (12.000 M€ con descuento del 25%) y que pueden generar en el mejor de los casos un 5% real [el banco cotizado no es tan bueno y una gran parte de sus resultados contable (790 M€) vendrán del devengo de promotores dudosos no contabilizados como dudosos], del que sólo llegaría arriba un 3% (con un pay out del 60%). Con 9.000 M€ de activo al 3% no compensamos (y menos pagamos) el coste de 21.000 M€ de pasivo al 6% ni ayudados por los 10.000 M€ de DP en carry trade ni por la puesta en equivalencia de Indra, Mapfre o Iberdrola (los ingresos serán menores que los costes por mucha cuenta de resultados que pinten con beneficio). Pero además de no ser viable económicamente tampoco lo es financieramente cuando en 2013 empiecen a vencer las avaladas y las subordinadas. ¿cómo va a hacer BFA frente a los pagos? Vendiendo acciones de Bankia, claro. ¿Y a qué precio? Pues mientras sigamos sin solucionar el problema, el grupo cada día valdrá menos, y las acciones de Bankia también. Al final, el FROB tendrá que convertir su deuda en acciones de BFA y responder frente a los tenedores de subordinadas y de preferentes para evitar que digan que un banco público deja tirados a unos inversores privados minoristas. Con lo que habremos socializado las pérdidas y habremos perdido unos meses/años.

¿Y cuál es la solución del problema?. Pues, en mi opinión, la toma de control del grupo por un banco (a ser posible extranjero) con capacidad financiera suficiente como para convencer al mercado de que puede afrontar los 120.000 M€ de financiación mayorista sin mayores problemas, de tal manera que pueda financiarse 200 puntos básicos más barato que lo que hoy lo hace el grupo Bankia. Teniendo en cuenta que cada año vencen de media en el grupo Bankia unos 15.000 M€ de los 120.000 de financiación mayorista supone un ahorro cada año de 300 M€ (antes de impuestos), que sobre los 600 M€ de MEX recurrente que en su día calculamos es mucho, mucho. Esa toma de control, y el consiguiente menor coste de financiación (junto con un recorte generalizado de los sueldos de un 10-15%) HARÍA VIABLE UN GRUPO QUE HOY NO LO ES por su reducido y menguante margen de intereses (por el peso de su deuda y por su enorme cartera hipotecaria con bajos diferenciales), por sus elevados costes de estructura pese al tjeretazo en marcha del 15% de la dimensión (sueldos medios altos para un sector en dificultades) y por sus activos ilíquidos y aún sobrevalorados (riesgo con promotores y adjudicados, en particular suelo). Esta sería la solución definitiva y la óptima, pues no perdería nadie: ni el contribuyente ni los acreedores. Y creo que es posible. Otra cosa es que los políticos que gestionan Bankia no quieran explorar esta vía para no perder sus poltronas ni su herramienta de financiación.

En definitiva, mi opinión, guiada por lo que nos pide la normativa (velar por el uso eficiente de los recursos públicos y salvaguardar los intereses de los depositantes), es

1. Búsqese un comprador para el grupo con suficiente músculo financiero para afrontar el peso de la deuda (y que dé ciertas garantías sobre su compromiso) lo que convertiría en viable un grupo que hoy no lo es. Cero pérdidas para el contribuyente
2. En caso de no encontrarse ese comprador, estoy de acuerdo con lo de la salida a Bolsa, pero con un Banco único y no con el doble banco. El doble banco dentro de un mismo grupo acabará en unos meses/años convertido en dos bancos independientes: a) el de abajo, que será vendido a un tercero por menos de lo que hoy podría conseguirse, y b) el de arriba, controlado por el FROB, que tendrá que poner más capital para pagar al resto de los acreedores (por la diferencia entre el precio de venta de las acciones del de abajo y la deuda total). Esa salida a Bolsa con un Banco único podría ser el primer paso para llegar a la solución definitiva del punto primero (y por tanto llegar a evitar las pérdidas para el contribuyente)
3. En cambio, la salida a Bolsa con un banco doble es el primer paso para nacionalizar las pérdidas, algo injusto y contrario a lo que nos pide la norma (velar por un uso eficiente de los recursos públicos). Si al final "tiene que ser" la salida a Bolsa con Banco doble, pignórense las acciones de Bankia en poder de BFA a favor del FROB. Así el FROB quedará bien situado y el Estado (por las avaladas) será el mejor colocado en la prelación respecto a preferentes y subordinadas, aunque tendrá que tomar el Estado el control del banco de arriba y abecnugar con

los tenedores de preferentes y subordinadas, con lo que también habría pérdidas para el contribuyente

4. Si la pignoración no es posible, plantearse lo de que se comprometan por escrito a no vender las acciones de Bankia en poder de BFA sin autorización del BdE (o del FROB). Y quizá también para las acciones de BFA que tienen las cajas.

CASAU LARA, JOSE ANTONIO

De: CASAUS LARA, JOSE ANTONIO
Enviado el: jueves, 14 de abril de 2011 19:51
Para: COMIN RODRIGUEZ, PEDRO
Asunto: Boceto de la cuenta de resultados de Grupo Bankia 1T11: esto no tira y va a peor: sin extraordinarios y sin el devengo de promotores, el margen de explotación antes de saneamientos ya es negativo
Datos adjuntos: Pinceladas Resultados Grupo Bankia 1T11.xls
Importancia: Alta

Buenas tardes pero muy malos resultados, Pedro.

Con los tres datos que nos han dado esta mañana y con las operaciones extraordinarias que conocemos (Enagás, Genesa, sale and lease back, liberaciones fondos CM para bonus cuatrienal y para ILT), hemos pintado en el Excel adjunto una cuenta de resultados de Grupo Bankia que demuestra una vez más la muy débil capacidad de generar recursos de forma recurrente del Grupo.

Esta capacidad del Grupo Bankia de generar recursos de forma recurrente no sólo está muy mermada sino que va menguando a pasos agigantados con el paso del tiempo, debido a: a) que se dejan sentir los efectos de la política de pan para hoy y hambre para mañana que han desarrollado en 2009 y 2010 para salvar la cuenta de resultados (básicamente mediante la recompra de pasivos y los sales and lease back de oficinas); y b) supongo que también a la percepción que hay en el mercado de las dificultades que un Grupo que genera recurrentemente tan poco pueda hacer frente a unos vencimientos de emisiones de unos 15.000 M€ de media anuales en los próximos años.

Destacamos dos aspectos del Excel que adjuntamos:

- El margen de intereses en el primer trimestre de 2011 ha sido un 32% inferior al correspondiente al primer trimestre de 2010 (eso sí, incluye el coste del FROB que no estaba hasta diciembre 2010). Recordemos que el margen de intereses en todo el ejercicio 2010 cayó un 31% respecto al año 2009. Es decir, seguimos reduciendo el margen más alto de la cascada a una velocidad de vértigo (es la espada de arriba de la cuenta de resultados: hay otra en medio por los gastos de explotación y otra abajo por los saneamientos). Al menos, nos dicen, dicho margen de intereses está en línea con el presupuesto de 2010.
- El margen de explotación antes de saneamientos queda en 550 M€. Vamos a depurarlo de impactos más o menos extraordinarios, empezando por los más claramente extraordinarios:
 - Liberación de fondos constituidos en CM para el bonus cuatrienal y para la ILT de los 10 magníficos: 180 M€. Quedarían 370 M€.
 - Venta de Enagás y otras participaciones menores (la de Genesa y el lease back van por debajo de la cuenta de PyG): 125 M€. Quedarían 245 M€.
 - Devengo de riesgos con promotores que son dudosos (todos) pero están en normal o en subestándar: 255 M€. Quedarían -10 M€ de margen de explotación.
 - Carry trade de DP: 195 M€. Quedarían -205 M€ de margen de explotación.

Dije que no lo diría más...¿o sí?. Pero lo digo: este grupo NO ES VIABLE sin un cambio de control que posibilite una drástica reducción de los costes de financiación (de unos 200 puntos básicos, que supondría una no disminución añadida de 300 M€ del margen de intereses *cada año*) y un tijereteo a los costes de personal (de en torno al 10% del sueldo, lo que supondría unos 200 M€ más de margen de explotación "one off"). En caso contrario, se acabará malvendiendo el banco cotizado, por un lado, y el FROB tendrá que hacerse cargo del banco no cotizado, por el otro, con un coste para el contribuyente de en torno a 15.000 M€, frente a la opción de coste cero para el contribuyente que supondría que el grupo fuera comprado hoy por una entidad potente y solvente.

Estoy resultando muy pesado con este tema pero creo que la trascendencia del asunto es tal que merece la pena pasar por pesado. Por supuesto, puedes reenviar el correo a quien te parezca oportuno. En todo caso, es cierto que tan solo es mi opinión y, como tal, susceptible de crítica.

Saludos,

José

Casaus

CASAU LARA, JOSE ANTONIO

De: CASAU LARA, JOSE ANTONIO
Enviado el: martes, 10 de mayo de 2011 21:05
Para: COMIN RODRIGUEZ, PEDRO
Asunto: Análisis de Bankia a 10 de mayo 2010 (tras los resultados publicados hoy)
Datos adjuntos: 20110510 Análisis de Bankia.doc

Importancia: Alta

Pedro, empecé ayer a hacer la nota de 1 página sobre Grupo Bankia para la reunión del jueves de la FED...y al final me he liado y he hecho una nota de 6 páginas (Word adjunto) que creo que no tiene que ver con lo que querías, pero que sí refleja mi análisis del Grupo Bankia.

De todos modos, si lo que quieres es una enfoque dulce para la FED, la presentación de resultados que nos ha mandado Román esta mañana te sirve perfectamente: cómodos de liquidez, desapalancamiento, mejoramos en solvencia del 7,10% al 7,34%, +15% en resultados, integración viento en popa, refuerzo del balance con más provisiones genéricas aprovechando los extraordinarios...tan sólo algo de crecimiento de morosidad, pero mejor que el sector.

Mañana hablamos, pero mi resumen en 30 líneas del Word de 6 páginas es:

1.- Diagnóstico: viabilidad cuestionable por sus muy graves y crecientes problemas de rentabilidad, liquidez y solvencia. Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado. Fortaleza de la red y de la imagen entre sus clientes.

- A)** Rentabilidad recurrente: el mayor problema: debilísima y decreciente capacidad para generar resultados de forma recurrente, lo que, teniendo en cuenta su voluminoso pasivo mayorista y su deteriorada cartera crediticia, hace cuestionable su viabilidad futura. El margen de explotación antes de saneamientos en 1T11, 550 millones de euros (M€), se reduce a cero si lo depuramos de efectos no recurrentes. Para ilustrar la tendencia negativa, basta con señalar que el margen trimestral de intereses de Bankia cae un 34% respecto al primer trimestre de 2010, con ingresos casi planos y costes creciendo más del 35%. Como resumen del análisis de la cuenta de resultados de Grupo Bankia, se aprecia un grave problema de rentabilidad que arranca desde la parte de arriba de la cuenta de resultados, sigue en el medio con los costes de explotación y termina abajo con las dotaciones aún pendientes.
- B)** Liquidez: la principal amenaza. ¿Cómo está pudiendo afrontar Bankia en estos tres años de crisis su fuerte dependencia de la financiación mayorista en un entorno de mercados poco receptivos?. Bankia ha recibido ayudas públicas directas o indirecta a largo plazo por más de 23.000 M€: los 4.465 M€ del FROB y el resto de emisiones avaladas por el Estado español. Pongamos estos 23.000 M€ en relación con los 33.000 M€ de emisiones de Bankia que vencen entre 2011 y 2012 y llegaremos a la conclusión de que Bankia ha podido afrontar una gran parte de los vencimientos en los últimos tres años gracias a las ayudas públicas directas o indirectas del Estado español. Además, una parte de los 13.300 M€ financiados en el BCE usan como colateral activos que no serían elegibles en las Cámaras privadas (CH propias retenidas y titulizaciones retenidas), por lo que a estos efectos también podrían entenderse como "ayudas públicas" que sumar a los 23.000 M€ del Estado español.
- C)** La solvencia: insuficiente con la nueva normativa. Le hacen falta 1.795 M€ (inversores privados) o 5.775 M€ para cumplir. La débil generación de resultados de Bankia es un problema de la entidad

en términos de solvencia. La nueva normativa de capital mundial (Basilea III) se configura como una amenaza a medio y largo plazo para Bankia, en especial en lo relativo al tratamiento en solvencia de los impuestos anticipados (más de 5.000 M€), a los intereses minoritarios no bancarios (1.300 M€) y a las participaciones relevantes en entidades financieras y aseguradoras (al menos, 1.300 M€ en Mapfre). Pero la mayor incertidumbre sobre la solvencia a medio y largo plazo está en la calidad de sus activos, y concretamente en valorar en qué medida los fuertes saneamientos realizados en diciembre de 2010 con motivo de la integración han podido cubrir la pérdida esperada de los mismos: nuestra opinión es que la severidad de estas carteras especialmente vulnerables de Bankia -carteras que suman 71.000 M€ brutos dispuestos- superará los fondos constituidos (la cobertura actual media es del 18%) y que además, evidentemente, el resto de los activos de Bankia no tienen una severidad de cero, por lo que tenemos probablemente otro problema de solvencia a medio y largo plazo.

D) Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado: son los mismos que han conducido a esta situación y tienen un perfil marcadamente político.

E) Fortaleza de la red e imagen de marca entre sus clientes.

2.- Tratamiento para el enfermo.

2.1.- La solución endógena ideada por Bankia: una salida a Bolsa con la estructura de doble banco sin hacer cambios estructurales. No funcionará y creará quebranto al contribuyente.

Opinión: sólo es una "bombona de oxígeno" que permitirá cumplir temporalmente con los nuevos requisitos de solvencia pero que no logrará transformar la estructura de Bankia. Terminará en el medio plazo con la venta a bajo precio del banco cotizado, pues no generará beneficios recurrentes, y con el estado nacionalizando BFA, teniendo que hacer frente a los tenedores de subordinadas y de preferentes contabilizados allí, lo que supondrá un quebranto para los contribuyentes que posiblemente no se daría en la alternativa que se comenta a continuación.

2.2.- La solución tiene que ser exógena y estructural: un cambio de control que integre a Bankia en un grupo con suficiente fortaleza financiera.

De este modo, Bankia podría a empezar a generar resultados de forma recurrente (que es la clave para que un negocio funcione) ya que estaría en condiciones de: a) generar nuevo negocio, con los diferenciales de hoy, para incrementar los ingresos financieros; b) reducir los costes financieros en las nuevas emisiones; y c) incluso, en ese contexto, hacer posible una reducción salarial que aligeraría la cuenta de resultados y rentabilice su inversión. Coste cero para el contribuyente. Posible dificultad de encontrar ese comprador con suficiente músculo financiero, aunque la opción de reducir el precio de la compra hasta cero podría facilitar la labor.

Saludos,

José Casaus

20110509 – Análisis Grupo Bankia

1.- Diagnóstico: viabilidad cuestionable por sus muy graves y crecientes problemas de rentabilidad, liquidez y solvencia. Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado. Fortaleza de la red y de la imagen entre sus clientes.

A) Rentabilidad recurrente: el mayor problema

El principal problema del Grupo Bankia es de rentabilidad: muestra una debilísima y decreciente capacidad para generar resultados de forma recurrente, lo que, teniendo en cuenta su voluminoso pasivo mayorista y su deteriorada cartera crediticia, hace cuestionable su viabilidad futura.

Esta débil generación recurrente de resultados viene marcada por tres factores:

- El reducido y menguante nivel de los ingresos financieros, condicionados por el elevado peso de una cartera hipotecaria con particulares generada en los años del boom crediticio a unos precios históricamente bajos (diferencial medio de unos 75 puntos básicos). La larga duración media de las hipotecas garantiza la persistencia de este problema durante varios años. Los ingresos también se ven perjudicados por la cartera de activos no rentables que ha traído la explosión de la burbuja inmobiliarias y que crece con el tiempo: adjudicados y créditos dudosos.
- El creciente aumento de los costes financieros. En el segmento mayorista, esto se produce por las crecientes dudas del mercado de que Bankia sea capaz de afrontar en tiempo y forma la abultada deuda que tiene, contraída en su día para financiar el excesivo crecimiento del crédito entre 2002 y 2007, así como por la política seguida en 2009 y 2010 de generar resultados comprando en el mercado pasivos emitidos años atrás a diferenciales mucho menores a los que le exigen en la actualidad. Respecto a la parte minorista, es consecuencia de que estas dificultades de liquidez están generalizadas en el sector financiero español.
- Unos gastos de explotación que alcanzan un nivel que era absorbible por la cuenta de resultados en las épocas de expansión anteriores al estallido de la burbuja crediticia, pero que hoy no lo es teniendo en cuenta lo comentado en los dos párrafos anteriores. La reducción prevista en el número de oficinas y en el número de empleados no parece suficiente, y probablemente el siguiente ajuste que Bankia necesita tenga que venir por vía salarial y no por reducción de plantilla. Además, la política de sale and lease back desarrollada en 2010 para generar resultados también pesa en los gastos de explotación.

Para dar soporte a los comentarios anteriores, hagamos un breve análisis de la cuenta de resultados del Grupo Bankia del primer trimestre de 2011 elaborada por la Dirección de Intervención General y publicada en el día de hoy, 10 de mayo de 2011:

- Como conclusión, el margen de explotación antes de saneamientos, 550 millones de euros (M€), se reduce a cero si lo depuramos de efectos no recurrentes que suman justo 550 ME: a) liberación de fondos para bonus y pensiones por 180 M€; b) ROF por venta de participaciones por 120 M€ (111 de Enagás y 9 por otras); y c) devengo de intereses por 250 M€ de todos los riesgos de crédito con promotores que están clasificados normales o subestándar. O dicho de otro modo, los gastos de explotación (742 M€ si añadimos los 180 M€ que restan de los mismos por la liberación de fondos de bonus y pensiones) fueron en el primer trimestre iguales al margen bruto recurrente. Como mitigante de esta situación, reseñar que lo previsible es que los gastos de personal contabilizados decrezcan en los próximos trimestres por el efecto de haberse acogido a la prejubilación casi 3.000 personas, un 11% de la plantilla, reducción que estimamos en unos 50 M€ trimestrales a partir de 2012.
- El margen de explotación recurrente antes de saneamientos es cero pese a que el margen de intereses incluye 190 M€ por el carry trade de 26.000 M€ de renta fija en torno al 4% financiada en repos a corto plazo al 1%. Y pese a que la financiación en el BCE dispuesta en el trimestre al 1%, está alrededor de los 8.000 M€ de media, lo que puede haber supuesto otros 40 M€ adicionales de margen.
- Para ilustrar la tendencia negativa, basta con señalar que el margen trimestral de intereses de Bankia (577 M€ sin depurar el devengo de promotores no dudosos ni por supuesto el carry trade) cae un 34% respecto al primer trimestre de 2010, con ingresos casi planos y costes creciendo más del 35%. Digamos a este respecto que entre 2011 y 2012 hay vencimientos de emisiones por 33.000 M€, lo que de media supone 16.500 M€ anuales: cada 100 puntos de incremento de diferencial supone un mayor coste financiero de 165 M€ al año, unos 40 al trimestre. Por el lado positivo, tan sólo cabe señalar que dicho margen de intereses está un 6% por encima del presupuesto que se realizó en enero de 2011 para el ejercicio.
- La parte de abajo de la cuenta de resultados es más difícil de valorar porque incluye 385 M€ de dotaciones por deterioro de activos financieros que se registran pese a que hay fondos genéricos y fondos específicos sin asignar por más de 3.000 M€. Destacar únicamente que se registran ingresos no recurrentes por la venta de la participación en Genesa (99 M€) y por una nueva operación de sale and lease back (19 M€). Con todo ello, el BAI queda en 247 M€, el BDI en 205 M€ y el atribuido al grupo en 195 M€.

- Una lectura posible de la cuenta de resultados es que el BAI queda en 247 M€ pese a que hay ingresos no recurrentes por venta de participaciones (Enagás y Genesa y otras menores) y por sale and lease back de 238 M€, liberaciones de fondos de bonus y pensiones por 180 M€ y devengo de intereses de promotores no dudosos por 250 M€, además del carry trade de la DP (190 M€) y de la financiación barata en el BCE (40 M€), todo lo cual suma ingresos por 898 M€, 651 M€ más que el BAI publicado. Pero también hay que considerar los 385 M€ de dotaciones contabilizadas pese a existir fondos genéricos y fondos específicos sin asignar no utilizados en mucha mayor cuantía.
- Como resumen del análisis de la cuenta de resultados de Grupo Bankia, se aprecia un grave problema de rentabilidad que arranca desde la parte de arriba de la cuenta de resultados, donde se refleja la materialización del riesgo de negocio: margen bruto recurrente escaso (742 M€), por unos ingresos condicionados por hipotecas de bajo diferencial y larga duración, y por unos costes que crecen a tasas vertiginosas. En esta situación tan complicada económica y financieramente de Bankia, que ha precisado de ayudas públicas directas (4.465 M€ del FROB), no parece de recibo que los salarios no hayan registrado recortes de importancia, lo que hace que los costes de explotación alcancen también los 742 M€ (añadiendo los 180 M€ de gastos de personal que no figuran en la cuentas publicados por la liberación de los fondos de bonus y pensiones) e igualen por tanto al margen bruto recurrente, dejando un margen de explotación recurrente antes de saneamientos igual a cero. No obstante, ya se ha apuntado que estimamos en unos 50 M€ trimestrales a partir de 2012 el "ahorro contable" por las prejubilaciones. Por último, después de ver los serios problemas que tiene la cuenta de resultados de Bankia por arriba y por el medio, dejaremos para el apartado relativo a la solvencia los que tiene por abajo: las dotaciones por deterioro de activos financieros y no financieros.

B) Liquidez: la principal amenaza

Si el mayor problema de Grupo Bankia es la rentabilidad, su mayor amenaza es la liquidez, puesto que tiene una elevada dependencia de la financiación mayorista (coeficiente del 41%, muy superior al umbral del 20% que relaja las exigencias de capital de acuerdo a la nueva normativa española), ya que fue la forma principal de financiar el boom crediticio registrado entre 2002 y 2007. Por su parte, la captación de depósitos minoristas está dificultada por el entorno de guerra del pasivo –en relación a la ajustada cuenta de resultados- y por la limitación existente a los precios ofrecidos en campañas por las entidades que han recibido ayudas públicas.

Además, los plazos de vencimiento de los activos son muy superiores a los de los correspondientes pasivos, situación que se ha agudizado desde 2008 por dos motivos: el acortamiento en los últimos años del vencimiento medio de los pasivos por las últimas emisiones, a plazos muy cortos, y por las recompras de pasivos a largo plazo realizadas

para generar ROF; y por el alargamiento en el plazo de cobro de activos por las refinanciaciones minoristas y mayoristas.

¿Cómo está pudiendo afrontar Bankia en estos tres años de crisis su fuerte dependencia de la financiación mayorista en un entorno de mercados poco receptivos?. Con la última información disponible al momento de redactar esta nota, Bankia ha recibido ayudas públicas directas o indirecta a largo plazo por más de 23.000 M€: los 4.465 M€ del FROB y el resto de emisiones avaladas por el Estado español. Pongamos estos 23.000 M€ en relación con los 33.000 M€ de emisiones de Bankia que vencen entre 2011 y 2012 y llegaremos a la conclusión de que Bankia ha afrontado una gran parte de los vencimientos en los últimos tres años gracias a las ayudas públicas directas o indirectas del Estado español.

Además, y respecto a la financiación a corto plazo, con información a 6 de mayo, Bankia tiene dispuestos en la póliza del BCE 9.500 M€ más otros 3.800 llevados allí vía repo (13.300 M€ en total), y aún cuenta con 8.400 M€ disponibles en póliza. Y tiene financiación del Tesoro español por 7.300 M€: 3.100 con garantía de DP española y 4.200 con garantía de otra renta fija. Teniendo en cuenta que Bankia tiene más de 19.000 M€ de cédulas hipotecarias y de titulizaciones retenidas, que se usan para que sirvan de colateral en la póliza del BCE pero que no serían activos elegibles en las Cámaras privadas, hay que entender que una parte de lo financiado en el BCE (organismo público) no podría ser financiado en los mercados.

En menor medida, y a partir del cuarto trimestre de 2010, Bankia también se está apoyando en la mejora del gap comercial –y más en la reducción de su inversión crediticia que en la captación de depósitos del público- para hacer frente a los vencimientos: este desapalancamiento está presupuestado para 2011 en 7.000 M€ y a cierre de abril ya han logrado 4.000 M€.

C) La solvencia: insuficiente con la nueva normativa

El capital principal del Grupo Bankia ascendía a diciembre 2010 a 14.125 M€, el 7,10% de los activos ponderados de riesgos. Se incluye 4.465 M€ de las preferentes suscritas por el FROB, sin las cuales el coeficiente bajaría al 4,85%. Tras la nueva normativa de capital en España, de febrero 2011, a Bankia le faltaban 5.775 M€ para cumplir con la normativa (coeficiente del 10%), si bien hay que considerar que tenía de plazo hasta septiembre y que dichas necesidades se reducirían a 1.795 M€ (coeficiente del 8%) si llegara a cotizar en Bolsa, circunstancia que está prevista para julio. Con los datos a 31 de marzo, el coeficiente ha aumentado al 7,34%.

La débil generación de resultados de Bankia es un problema de la entidad en términos de solvencia.

La nueva normativa de capital mundial (Basilea III) se configura como una amenaza a medio y largo plazo, en especial en lo relativo al tratamiento en solvencia de los impuestos anticipados (más de 5.000 M€), a los intereses minoritarios no bancarios (1.300

M€) y a las participaciones relevantes en entidades financieras y aseguradoras (al menos, 1.300 M€ en Mapfre).

Pero la mayor incertidumbre sobre la solvencia a medio y largo plazo está en la calidad de sus activos, y concretamente en valorar en qué medida los fuertes saneamientos realizados en diciembre de 2010 con motivo de la integración han podido cubrir la pérdida esperada de los mismos. De todos los activos de Bankia, parecen especialmente vulnerables: la cartera de promotores (42.000 M€ dispuestos brutos), las hipotecas con particulares refinanciadas (unos 8.000 M€), los activos adjudicados (11.000 M€), las participaciones en sociedades inmobiliarias de negocio voluntario (8.000 M€) en las que el suelo representa un 75%, y el riesgo en operaciones de Leveraged Buy Out (2.000 M€). Todas estas carteras especialmente vulnerables suman un total de 71.000 M€. Frente a ellos, hay constituidos fondos por alrededor de 13.000 M€, lo que supone el 18%. Si la severidad media de estas carteras especialmente vulnerables resulta ser igual o inferior al 18%, y se asume que el resto de los activos de Bankia tienen una severidad de cero, no habría problemas de solvencia añadidos a lo comentado en los párrafos anteriores de este apartado. Pero nuestra opinión es que la severidad de estas carteras especialmente vulnerables que suman 71.000 M€ superará los fondos constituidos (el 18%) y que además, evidentemente, el resto de los activos de Bankia no tienen una severidad de cero.

D) Gobierno interno mejorable y gestores desalineados entre sí y desacreditados ante el mercado

E) Fortaleza de la red e imagen de marca entre sus clientes

2.- Tratamiento

2.1.- La solución endógena ideada por Bankia: una salida a Bolsa con la estructura de doble banco sin hacer cambios estructurales.

Opinión: sólo es una "bombona de oxígeno" que permitirá cumplir temporalmente con los nuevos requisitos de solvencia pero que no logrará transformar la estructura de Bankia. Terminará en el medio plazo con la venta a bajo precio del banco cotizado, pues no generará beneficios recurrentes, y con el estado nacionalizando BFA, teniendo que hacer frente a los tenedores de subordinadas y de preferentes contabilizados allí, lo que supondrá un quebranto para los contribuyentes que posiblemente no se daría en la alternativa que se comenta a continuación.

2.2.- La solución tiene que ser exógena y estructural: un cambio de control que integre a Bankia en un grupo con suficiente fortaleza financiera.

De este modo, Bankia podría a empezar a generar resultados de forma recurrente ya que estaría en condiciones de: a) generar nuevo negocio, con los diferenciales de hoy, para incrementar los ingresos financieros; b) reducir los costes financieros en las nuevas

emisiones; y c) incluso, en ese contexto, hacer posible una reducción salarial que aligeraría la cuenta de resultados y rentabilice su inversión. Coste cero para el contribuyente. Posible dificultad de encontrar ese comprador con suficiente músculo financiero, aunque la opción de reducir el precio de la compra hasta cero podría facilitar la labor.