un

TRIBUNAL DE CUENTAS

RESUMEN

INFORME DE FISCALIZACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS MANTENIDOS POR LAS ENTIDADES DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL ESTATAL NO FINANCIERO, EJERCICIOS 2016 A 2023

¿Qué valoración merece la gestión de los derivados financieros por las 12 entidades analizadas?

Informe n.º: 1.688
Aprobado por el Pleno el 27 de julio de 2026

TRIBUNAL DE CUENTAS

¿Qué valoración merece la gestión de las entidades que contrataron DERIVADOS?

¿Qué derivados se han contratado?

De las 12 entidades analizadas, 11 contrataron permutas financieras de tipo de interés, 10 con la finalidad de transformar el tipo variable de determinados préstamos en una financiación a tipo fijo (**swaps**) y 1 para transformar el rendimiento de los bonos (***asset swaps***). La otra contrató ***forwards* de tipo de cambio**.

¿Por qué se han fiscalizado?

Por la naturaleza compleja de estas operaciones financieras con transcendencia en los estados financieros y en la tesorería de las entidades.

La fiscalización de los derivados financieros contratados por las entidades del sector público empresarial estatal no financiero

¿Qué se ha analizado?

Ámbito subjetivo

12 entidades del sector público empresarial estatal no financiero,

Ámbito objetivo

Instrumentos financieros **derivados** de estas entidades.

Ámbito temporal

2016 a 2023

¿Con qué objetivo?

- **Comprobar** el cumplimiento de la **normativa** para suscribir estas operaciones financieras.
- **Verificar** la **representación** de las posiciones **contables** de los derivados.
- **Evaluar** las **operaciones**, analizando los sistemas y procedimientos implantados para su gestión y control, desde su autorización hasta su ejecución y, en su caso, cancelación anticipada, incidiendo en la razonabilidad y resultado de las decisiones.

Conclusiones

- **Los órganos competentes** de las entidades aprobaron o informaron la suscripción de los préstamos cubiertos, pero únicamente **en algunos casos aprobaron o informaron la contratación de los swaps.** Los bonos, los ***asset* swaps** y los ***forwards* de divisas** se aprobaron correctamente.
- **La mayoría de las entidades no comprobaron** que los derivados se suscribieron a precio de mercado ni los importes pagados en su cancelación anticipada (**89 millones de euros**).
- **No se deberían haber contratado swaps complejos**, pues la venta de opciones limitaba los beneficios y suspendía la cobertura, pero las pérdidas podían ser ilimitadas.
- **El importe pagado** de los swaps en los 8 años fiscalizados **ascendió a 401 millones de euros**, al realizarse pagos en ambas ramas.
- Algunas entidades **no deberían haber aplicado** a sus swaps la **contabilidad** especial prevista en el PGC.

Recomendaciones

A LA MAYORÍA DE LAS ENTIDADES:

- **Que realicen una consulta** al Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones del BE **o inicien una reclamación ante los tribunales de justicia** para que se dictamine si es procedente o no transformar la liquidación de los intereses de la rama variable a cobrar de los swaps en pagos a los bancos o si, procedía aplicar una cláusula suelo del 0 %.
- **Que los Consejos de Administración intervengan** en la definición de las políticas financieras aplicables a cada entidad y en la determinación de la deuda que debe financiarse a tipo fijo y a tipo variable.

A Adif AV: que se **informe** a su **Consejo de Administración** de las condiciones financieras de los nuevos créditos y de la deuda reestructurada (de los créditos amortizados anticipadamente y de los nuevos)

A Navantia: que **apruebe** un **procedimiento adecuado** para el **control** de los ***fowards.***

Informe núm. 1.688, de fecha 27/07/2026

Enlace al informe…

Introducción

¿Qué entidades han gestionado derivados financieros y cuáles han contratado?

Al cierre de 2016 un total de 36 entidades del sector público empresarial no financiero tenían contratos de derivados financieros, con saldos registrados en el balance como activos y pasivos por derivados y, en algunos casos, en patrimonio neto. En 2023, este número había disminuido a 10. De ellas **se han fiscalizado 12 entidades,** de las que 11 tenían en 2016 saldos superiores a 9 millones de euros y Adif (cuyo saldo era inferior), **que representaban** durante el periodo fiscalizado, **más del 90 %** de los saldos.

- **10** entidades suscribieron solo **swaps de tipo de interés** (denominados **permutas financieras de tipo de interés**) **vinculados a operaciones de pasivo (préstamos**). Estos swaps consisten, en la mayoría de los casos, en un acuerdo con un banco por el que la entidad le paga unos intereses a tipo fijo y cobra del banco unos intereses variables vinculados al Euribor más un margen. Como los préstamos a los que se vincularon los swaps estaban referenciados al Euribor más un margen, con la contratación de los swaps, las entidades pretendían **transformar la deuda a tipo variable en financiación a tipo fijo**. Estas 10 entidades, ordenadas por la complejidad de sus swaps, son:

  - Sociedad Mercantil Estatal Canal de Navarra, S.A. (**CANASA**)
  - ADIF-Alta Velocidad (**Adif AV**)
  - Administrador de Infraestructuras Ferroviarias (**Adif**)
  - AENA, S.M.E., S.A. (**Aena**)
  - Entidad Pública Empresarial RENFE-Operadora (**Renfe Operadora**)
  - Autoridad Portuaria de Valencia (**APV**)
  - Autoridad Portuaria de Castellón (**APC**)
  - Autoridad Portuaria de Las Palmas (**APLP**)
  - Sociedad Mercantil Estatal Aguas de las Cuencas de España, S.A. (**ACUAES**)
  - Aguas de las Cuencas Mediterráneas, S.M.E., S.A. (**ACUAMED**)

- **ENRESA** suscribió **swaps de tipo de interés vinculados a operaciones de activo (bonos)**, denominados ***asset swaps***. El intercambio de flujos consistió en el pago de ENRESA al banco de los tipos de interés que cobraba de los bonos y en el cobro de intereses, en la mayoría de los casos vinculados a la inflación, para **obtener un rendimiento vinculado al IPC** que el Plan General de Residuos Radiactivos exige para sus inversiones financieras.
- **Navantia** contrató ***forwards* de divisas** cuyo importe y fecha de vencimiento se ajustaron a los contratos comerciales de importación o exportación denominados en divisas para **cubrir el riesgo de tipo de cambio** desde que se contrata la operación hasta que se cobra o se paga.

¿Qué se ha fiscalizado?

Para el periodo comprendido **entre 2016 y 2023**, se ha fiscalizado:

- La **aprobación** por el órgano competente de la contratación de los derivados y de los préstamos o bonos a los que están vinculados, conforme a las normas aplicables.
- La **programación, autorización, formalización y ejecución** de los contratos, evaluando su **razonabilidad y resultado**.
- La **contabilización y los importes registrados** para cada una de las operaciones.

¿Por qué el Tribunal de Cuentas ha realizado esta fiscalización?

Para comprobar la razón por la que estas entidades contrataron derivados y si su suscripción fue acorde con los principios de buena gobernanza que deben regir en las entidades del sector público empresarial, a tenor de la relevancia de los importes contabilizados en sus balances y la singularidad de estas operaciones financieras.

Principales resultados y conclusiones

1. Cumplimiento de la normativa en la contratación de los derivados y, en su caso, de los préstamos o bonos a los que estaban vinculados

Las **competencias para aprobar** las operaciones financieras, entre las que se encuentran tanto los derivados (instrumentos de cobertura) como los préstamos (elementos cubiertos), los *asset swaps* y los *forwards* de divisas, dependen de la normativa específica de aplicación a cada una de las entidades.

❖ **Entidades que informaron o aprobaron los préstamos por el órgano competente, pero no informaron o aprobaron la contratación de los derivados,** aunque implicaban una variación sustancial de los tipos a los que se financiaban las entidades, además de asumir importantes obligaciones financieras asociadas a los swaps.

CANASA y **ACUAES** informaron a la Dirección General del Patrimonio del Estado de las condiciones de los créditos, pero no incluyeron la información de los swaps.

ACUAMED, no se ha verificado la autorización de los préstamos debido a su antigüedad, pero sí la de los derivados.

La autorización de la Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos para la contratación del **préstamo de Adif AV que aumentó su endeudamiento** (de 300 millones de euros) no incluyó la contratación del derivado que transformaba el tipo de interés variable del préstamo (Euribor 3M más un margen del 2,04 %) en un tipo fijo del 3,01 %.

Para sus préstamos refinanciados, Adif AV y **Adif** no informaron a sus Consejos de Administración de las nuevas condiciones de los préstamos ni de las de los derivados, al estar incluida la aprobación del nuevo préstamo en la autorización genérica anual que se realizó cuando se suscribió el préstamo refinanciado.

Renfe Operadora, no incluyó uno de los préstamos junto con la suscripción del nuevo derivado al que estaba vinculado (ambos de 100 millones de euros) en la relación de operaciones refinanciadas, debido a que coincidió la fecha de su suscripción con la de la reunión del Consejo, sin que este fuera informado en posteriores sesiones.

❖ **Entidades** cuyos **órganos competentes fueron informados o aprobaron** la contratación de los **préstamos** cubiertos y de los **swaps de tipo de interés.**

El Consejo de Administración de **AENA** acordó en 2015 que, para el 80 % de los préstamos a tipo variable, se negociasen swaps con una vigencia determinada.

El Consejo de Administración de la **APV** aprobó la formalización de los préstamos y sus condiciones económicas, la suscripción de las coberturas de tipo de interés y su cancelación anticipada.

El Consejo de Administración de la **APC** aprobó dos reestructuraciones de la deuda, aunque la información que se le dio para la aprobación de dos derivados era incorrecta, al indicar que su cancelación anticipada no implicaría coste.

Para la **APLP** no se han analizado la autorización de los préstamos debido a su antigüedad.

❖ **Entidad** que **aprobó** los ***asset swaps*** y los **bonos** subyacentes correctamente.

ENRESA tiene atribuida la **gestión financiera** del Fondo para la financiación de las actividades del Plan General de Residuos Radioactivos cuyo **control** corresponde al **Comité de Seguimiento y Control**, integrado por distintos cargos de la Administración. Durante los años fiscalizados, **el Comité ha verificado** semestralmente que ENRESA ha cumplido los criterios de inversión y ha considerado que durante ese periodo había gestionado la cartera de inversiones financieras (entre las que se encuentran los derivados) cumpliendo con la normativa y con los principios de seguridad, rentabilidad y liquidez.

❖ **Entidad** que **cumplió** la normativa en la suscripción de **forwards de divisas**

Navantia, participada en un 100 % por SEPI, cumplió las "*Normas reguladoras del sistema de autorización y supervisión de actos y operaciones aplicables a las empresas y fundaciones que integran el Grupo SEPI*", en tanto que no ha contratado derivados especulativos, limitándose a suscribir ***forwards*** **de divisas**. No obstante, el importe de las solicitudes y autorizaciones anuales para formalizar *forwards* con posterioridad a la suscripción de un contrato comercial superó ampliamente al de las coberturas realmente contratadas.

2. Razonabilidad y resultado de las operaciones financieras: programación, autorización, formalización y ejecución

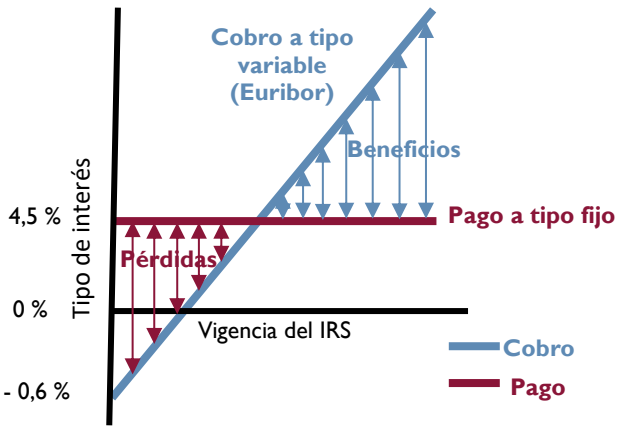
Swaps de tipo de interés vinculados a préstamos

¿Los swaps contratados eran los más adecuados para conseguir el fin previsto?

Los swaps vinculados a préstamos contratados por las entidades han variado desde **los más sencillos**, denominados **IRS**, hasta **swaps muy complejos con ventas y compras de opciones**. La mayoría de ellos se habían contratado hacía años y sus periodos de vigencia eran muy largos (entre 27 y 10 años), siendo los más cortos los *suscritos* en 2015 por Aena.

IRS lineal. Su vigencia comienza cuando se contrata y el intercambio de intereses consiste en el pago al banco de un tipo fijo y en el cobro del banco de un tipo variable. La entidad obtiene beneficios en las liquidaciones de intereses en los periodos en los que el Euribor es superior al tipo fijo y pérdidas en la situación contraria. **También se consideran IRS** los swaps que, con ese mismo intercambio de flujos de intereses, han diferido el inicio de su vigencia o el tipo variable a cobrar no coincida con el del préstamo cubierto o no coincida su nocional con el importe pendiente de amortizar del préstamo cubierto.

Estructura de un IRS lineal



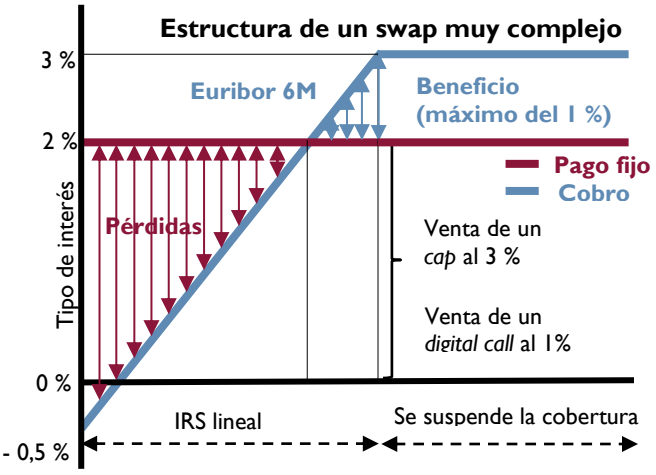
➢ **Entidades que habían suscrito IRS, ordenadas por nivel de complejidad:**

Entidades que habían suscrito **IRS lineales**: **Adif AV** (además contrató en el periodo fiscalizado dos préstamos con derivados implícitos), **Adif, Aena, Renfe Operadora** (uno de los dos vigentes), **APV** (tres de los ocho, aunque el tipo fijo a pagar aumentaba durante el periodo de vigencia), **ACUAES** (uno de los cuatro) y **ACUAMED** (uno de los tres).

Entidad que había suscrito **IRS con el inicio de vigencia diferido: CANASA** (sus tres IRS, cuya vigencia comenzó tres años después de su suscripción en 2012).

Entidades que habían suscrito **IRS más complejos: APV** (uno de los ocho, al estar referenciados los intereses a tipos distintos al del préstamo), **ACUAES** (dos de los cuatro, al estar referenciados los intereses a tipos distintos al del préstamo) y **APV** (uno de los ocho, cuyo nocional superaba durante seis meses al año al importe pendiente de amortizar del préstamo cubierto).

Swaps complejos. Aquellos en los que el intercambio de los flujos de intereses está condicionado por la compra y/o venta de opciones. Un ejemplo **de swap complejo** es el de este gráfico, con venta de *cap* y un *digital call*, en el que se observa que, si el Euribor 6M supera el 3 %, se suspende el cobro y el pago de intereses, de manera que el beneficio se limita, en este caso, a un 1 %, pero la pérdida del swap es ilimitada en casos de descenso de tipos. Otra peculiaridad es que si se activa la barrera activante el swap deja de ser cobertura del préstamo (se suspende la cobertura).



➢ **Entidades que habían suscrito swaps complejos, ordenadas por nivel de complejidad:**

La **APV** (tres de los ocho), uno con venta y compra de opciones y otro con venta de opciones y en el último con venta también de opciones (presentó la peculiaridad de que los intereses variables estaban referenciados a un índice del propio banco y su porcentaje podía aumentar dependiendo del IPC). La **APC** dos swaps con venta de opciones. La **APLP** un swap con venta de opciones y, además, su nocional se mantenía constante durante todo su periodo de vigencia. **ACUAES** (uno de los cuatro) con venta de opciones. **ACUAMED** dos de los tres **tenían una estructura sumamente compleja**, al incluir la venta de una opción *swaption* (posibilidad de contratar un IRS adicional que se superpone al IRS originario) y, además, uno de los swaps incluía una cláusula de cancelación anticipada obligatoriamente.

En opinión del Tribunal, las entidades no deberían haber contratado swaps complejos al incluir la venta de opciones, que en el caso de subida de tipos **limitaban el beneficio que podían obtener** (al cobro de un tipo fijo muy bajo o incluso del 0%), lo que, además, implicaba la suspensión de la cobertura y no obtenían el tipo fijo previsto; **mientras que** en el supuesto de bajadas de tipos **las pérdidas en las que podían incurrir eran ilimitadas**. **Además, la determinación del tipo fijo a pagar es mucho más compleja que en los IRS,** pues en la obtención de la valoración interviene la venta de las opciones.

¿Se valoraron los swaps cuando se suscribieron?

Ninguna entidad comprobó cuando suscribió los swaps que su valor de mercado era igual a cero. En consecuencia, las entidades no verificaron si existía un desequilibrio a favor del banco (si el valor actual de la rama a tipo fijo a pagar era mayor al de la rama a tipo variable a cobrar). La obtención de estas valoraciones se va complicando a medida que los derivados van aumentando su complejidad.

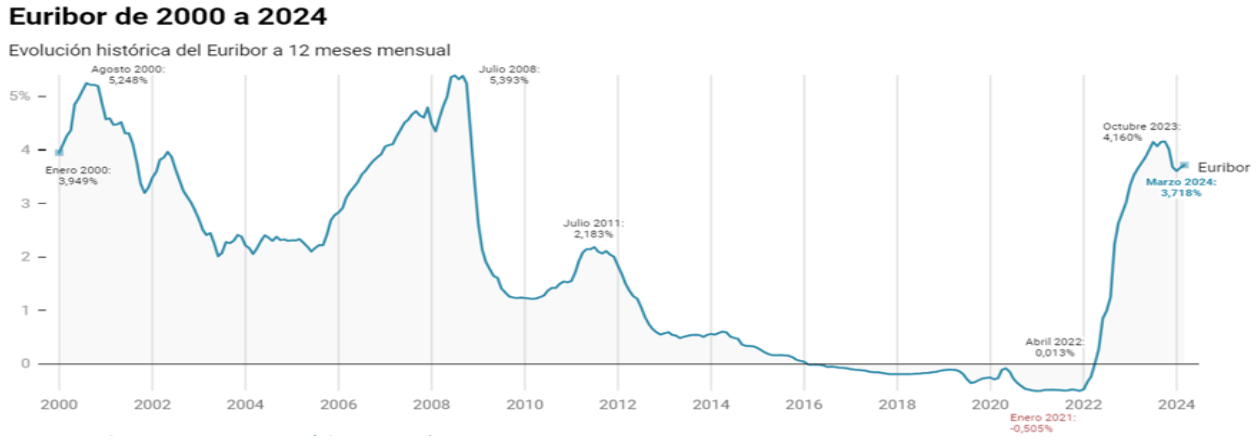
Tampoco comprobaron, para los **swaps cancelados anticipadamente** que incorporaron su coste de cancelación a nuevos swaps vigentes en el periodo fiscalizado, que el **coste de cancelación** que les comunicó el banco era el **correcto** ni si **se incorporó adecuadamente al tipo fijo** a pagar en los nuevos swaps.

> ➢ **Entidades que no comprobaron que el coste de los swaps cancelados anticipadamente se incorporó correctamente a los nuevos swaps:**
>
> **APV:** 5 de sus 8 swaps incorporaron un coste total de 39 millones de euros. **Renfe Operadora**: 1 de sus 2 swaps incorporó un coste de 8 millones euros. **Adif AV**: la cancelación de 1 de sus swaps incorporó 5 millones de euros al tipo de interés aplicable al nuevo préstamo con derivados implícitos (al incorporar en el tipo de interés superior al de mercado su coste de cancelación).

¿Los swaps de tipo de interés conseguirán el objetivo financiero de transformar una financiación a tipo variable en una a tipo fijo?

Este objetivo **se consigue** en la medida en que en **la relación de cobertura coincidan las variables** acordadas en el **swap** con las variables que se aplican al **préstamo**, tales como: que coincidan el nocional del swap y el capital pendiente de amortizar del préstamo; que ambas operaciones estén referenciadas al mismo tipo de interés variable (Euribor 3M, Euribor 6M); que coincidan las fechas de liquidación de intereses; que el swap no incluya opciones; y que si a los intereses de los préstamos se les aplica una cláusula suelo se replique en el swap.

El problema surgió al registrar el Euribor tipos negativos durante gran parte del periodo fiscalizado. Esto supuso que **en determinados swaps se produjera una ineficacia financiera, cuando a los préstamos** cubiertos se les aplicó una **cláusula suelo del 0 %** que **no se replicó en la rama a tipo variable de los swaps** que se transformó en un pago. Esta ineficacia financiera dependió de **si el Euribor negativo fue en valor absoluto inferior o superior al margen del préstamo. En el primer caso, el swap financieramente siguió siendo eficaz** al obtenerse de la combinación de ambas operaciones el tipo fijo previsto cuando se suscribió el swap, **pero en el segundo caso fue ineficaz,** pues la financiación resultante se mantuvo en un tipo variable.



¿Qué limitaciones presentan los swaps para cubrir el riesgo de los préstamos a tipo variable en los periodos con tipos de interés bajos?

Los swaps **solo son eficaces** **para eliminar el riesgo de subida de tipos** de interés de los préstamos a tipo variable **en los periodos en los que los tipos son altos** y las **previsiones** son de que se mantengan o sigan **al alza**. En esta situación, como resultado conjunto del préstamo más el swap, la entidad se estaría financiando a un tipo fijo inferior al que se aplicaría al préstamo (el Euribor más un margen). Pero **esta ventaja desaparece** si la entidad ha contratado un **swap complejo con venta de una opción *cap*** y el **Euribor supera la barrera activante** (que suspende el intercambio de intereses del swap), pues ya no se estaría financiando por debajo del mercado sino al tipo variable aplicable al préstamo.

Si los tipos de interés son bajos o negativos (en la mayor parte del periodo fiscalizado) y las **previsiones** son de que se mantengan **bajos**, los swaps **no son eficaces** **como instrumentos para eliminar el riesgo de subidas de tipos,** pues dicho **riesgo no existe**. En este caso, las entidades se estarían financiando a un tipo (el resultante de la combinación del préstamo más el swap) más alto que el del mercado. Para financiarse a precios de mercado, deberían **renegociar el préstamo y cancelar anticipadamente el swap**. En este escenario el valor de mercado del swap sería negativo, a pagar por la entidad al banco, tanto más elevado en la medida en que las previsiones de evolución de tipos fueran cada vez más bajas y que al derivado le queden aún varios años de vigencia, **por lo que su cancelación tiene un elevado coste**. **Ninguna** entidad compró una **opción** que **suspendiese el intercambio de intereses del swap** en el caso de que el Euribor descendiese por debajo de un determinado tipo (un *floor*), lo que hubiese disminuido su valoración negativa.

¿Cómo han actuado las entidades ante esta situación de bajada de tipos?

Ante esta situación de bajada de tipos las entidades han actuado **de distinta manera**:

➢ Entidades que han mantenido los préstamos y los swaps:

Entidad, préstamo y swap	Vigente hasta	¿El préstamo devengó intereses durante todos los años fiscalizados?	La relación de cobertura fue eficaz desde un punto de vista financiero	Tipo de interés resultante al que se han financiado
CANASA: su préstamo y 3 IRS	2039	Sí	Sí	5,91 %
Adif AV: 1 préstamo y 6 IRS	2022	Sí	Sí	1,275 %
Adif: su préstamo y 3 IRS	2022	Sí	Sí	1,275 %
Aena:				
12 préstamos y 1 IRS	2026	Sí	Sí	2,1735 %
3 préstamos y 1 IRS	2020	Sí	Sí	1,2741 % y 0,894 %
32 préstamos y 1 IRS	2026	Unos sí y otros no	Solo para algunos préstamos	Entre 1,02 % y 4,24 %
ACUAES:				
1 préstamo y 1 swap complejo	2029	Unos periodos sí y otros no	Solo en algunos periodos	3,89 % y 3,65 % + Euribor 6M
1 préstamo y 1 IRS	2037	Sí	Sí	6,2085 % y 7,4585 %
1 préstamo y 2 IRS (referenciados al Euribor 1M y 3M)	2026	Sí	No	6,39 % + margen variable
ACUAMED:				
Un préstamo y 2 IRS	2036	Sí	Sí	5,01 %
Un préstamo y un swap muy complejo, con *swaption*	2023	Sí	No	-
	El préstamo cubierto era a tipo fijo revisable. Se pretendió cubrir la subida del tipo cuando se revisase con un swap muy complejo, creándose en los primeros años la falsa expectativa de que se obtenía beneficios. En opinión del Tribunal, este **swap** por sus características **no debería haberse suscrito por una entidad del sector público**.			

➢ **Entidades que han renegociado los préstamos (amortizado anticipadamente y suscritos unos nuevos) y han mantenido los swaps, convirtiéndose en derivados de negociación o especulativos:**

APC: En 2022 renegoció un préstamo y decidió mantener los 2 swaps que finalizarán su vigencia en 2029 y 2030.

APLP: En 2010 renegoció dos préstamos y decidió mantener el swap que finalizó su vigencia en 2025.

Esta decisión, a tenor de la evolución posterior de los tipos, **fue correcta**, pues en ambos casos el valor actual de los intereses pagados y cobrados, descontados a la fecha de la decisión, es inferior a la valoración de los derivados entonces (valor de mercado). Si bien, era imposible tener la certeza de qué manera iban a evolucionar los intereses.

➢ **Entidades que han renegociado los préstamos (amortizados anticipadamente y suscritos unos nuevos) y han cancelado los swaps antes de que finalizase su vigencia:**

Renfe Operadora: En 2017 renegoció 2 préstamos y canceló anticipadamente los 2 swaps que finalizaban su vigencia en 2019, con un **coste total de 6,6 millones** de euros.

APC: En 2016 renegoció 2 préstamos y canceló anticipadamente los 2 swaps cuya vigencia finalizaba en 2017 y 2018, con un coste total de **0,9 millones de euros**.

➢ **Entidad que ha mantenido los préstamos y cancelado anticipadamente los swaps:**

APV: En 2021 decidió amortizar los 8 swaps, pues desde 2016 los préstamos no devengaban intereses. La vigencia de los swaps finalizaba entre 2025 y 2030. El coste de la cancelación anticipada ascendió a **34 millones de euros**.

En opinión del Tribunal, hubiera sido **más prudente demorar la decisión de cancelarlos**, para determinar si la mejoría que se había producido en la valoración de los swaps en los seis primeros meses de 2021 de 1,3 millones de euros se mantenía en el tiempo, lo que implicaría una disminución de las pérdidas acumuladas en los últimos seis años. Además, **el informe con el que los consejeros tomaron la decisión no informaba de su coste y presentaba múltiples deficiencias**.

➢ **Entidad que ha mantenido el préstamo y que tuvo que cancelar obligatoriamente el swap**

ACUAMED: En julio de 2017 el banco ejecutó la cláusula de cancelación obligatoria anticipada y ACUAMED tuvo que pagar **46 millones de euros**.

El préstamo cubierto era a tipo fijo revisable y se pretendió cubrir la subida del tipo cuando se revisase con un swap muy complejo con *swaption* (que, en el mejor de los casos, solo hubiese sido eficiente para un préstamo a tipo variable), con el que en los primeros años de vigencia se creó la falsa expectativa de que se obtenían beneficios. Además, incluía una cláusula de **cancelación obligatoria anticipada** aplicable en el momento en el que se revisara el tipo del préstamo, **convirtiendo el resultado del swap en una mera apuesta** en función de los tipos en ese momento, en la cual el banco limitaba su pérdida si los tipos eran bajos mientras que si eran altos las pérdidas de ACUAMED eran ilimitadas. Además, **las características del swap autorizado por el Consejo de Administración se diferencian sustancialmente tanto del ofertado** por el banco **como del finalmente contratado**.

¿Qué intereses pagaron y cobraron las entidades por los swaps y los préstamos a los que estaban vinculados?

Swaps: El importe de los intereses pagados y cobrados por las 10 entidades por los swaps vinculados a préstamos en los ocho ejercicios fiscalizados **fue un pago neto total de 401 millones de euros** (**383 millones** de la rama a tipo fijo a pagar y **18 millones** de la rama a tipo variables a cobrar, transformada en pagos al registrar el Euribor tipos negativos). Por ejercicios el importe pagado neto fue:

Ejercicio	Importe pagado o cobrado neto (millones de euros)
2016	(78)
2017	(71)
2018	(64)
2019	(63)

Ejercicio	Importe pagado o cobrado neto (millones de euros)
2020	(60)
2021	(54)
2022	(37)
2023	26

La disminución de los pagos netos entre 2016 y 2022 se debió a que los intereses de la rama a tipo fijo a pagar se redujeron a la vez que el nocional de los swaps, que se adapta al importe pendiente de amortizar de los préstamos cubiertos. Por su parte, los intereses de la rama variable a cobrar se transformaron en pagos hasta el año 2021 (al registrar el Euribor tipos negativos) con importes cada vez más elevados.

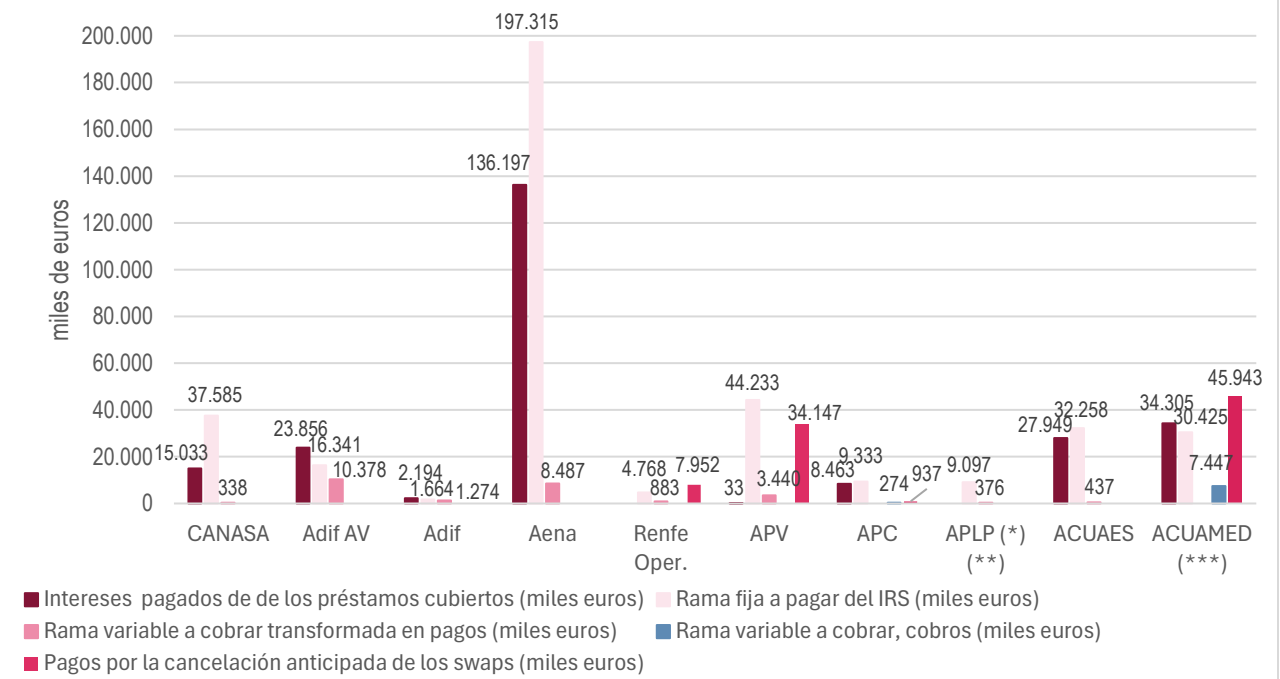
Además, se **pagaron un total de 89 millones de euros** por la **cancelación anticipada** de derivados de cuatro entidades (de los que destacan la **APV** 34 millones y **ACUAMED** 46 millones)**.**

Préstamos cubiertos: **el importe pagado** en concepto de **intereses** ascendió a **un total de 248 millones de euros** (en los seis primeros años, hasta 2021, se habían pagado159 millones, el 64 % del total). Los intereses totales pagados disminuyeron durante estos seis años, debido tanto al descenso del capital pendiente de amortizar como al descenso del Euribor, llegando a veces a no liquidar intereses. A partir de la segunda mitad de 2022 los intereses se incrementaron por el aumento del Euribor.

Entre 2016 y 2022, al ser los intereses negativos, la rama variable a cobrar de los swaps se transformó en pagos, por lo que **los tres flujos de intereses fueron pagos** (la rama variable y la rama a tipo fijo de los swaps y los préstamos); **en 2023**, el aumento de los intereses pagados de los préstamos se compensó con el cobro de los intereses de la rama a tipo variable de los swaps, por lo que estos globalmente volvieron a compensar el riesgo de tipo de cambio.

En los años en que el **Euribor fue negativo**, en **las liquidaciones de intereses de los préstamos** en las que el Euribor negativo superó en valor absoluto al margen del préstamo, se aplicó una **cláusula suelo del 0 %** aunque **no estuviera recogida en los contratos**. Por el contrario, para los **swaps** que tampoco incluyeron una cláusula suelo, a las ramas a tipo variable **no se les aplicó una cláusula suelo**, lo que hubiese supuesto el cese de la liquidación de los intereses a tipo variable. **Ninguna** de las entidades que se encontraron en este supuesto se ha planteado realizar una **reclamación** ante el Banco de España o ante los tribunales de justicia respecto a **cómo deberían liquidarse los intereses de la rama a tipo variable de los swaps a cobrar que se transformaron en pagos** al registrar el Euribor tipos negativos. **Las únicas entidades que incluyeron cláusulas suelo para los swaps** fueron **Aena** y la **APV**, al haberse suscrito en el segundo semestre de 2015, periodo en el que los mercados comenzaron a prever el descenso de tipos hasta valores negativos.

En la **desagregación por entidades** de los intereses pagados influyó, además del tamaño de la entidad (tal como se aprecia en el caso de **Aena**), el importe de la deuda para la que se contrataron swaps, el tiempo en el que estuvieron vigentes durante el periodo fiscalizado, su nocional y su tipo de interés fijo.



(*) El préstamo cubierto por swap se canceló y se mantuvo el derivado, pasando a ser un derivado de negociación o especulativo.
(**) En 2017 se pagaron las liquidaciones de los intereses devengados entre el 17 de marzo de 2014 y el 17 de marzo de 2017.
(***) Se incluye la cancelación anticipada obligatoria y en el cobro de la rama a tipo variable ha influido el cobro de la prima de dos swaps.

Asset swaps vinculados a bonos

ENRESA es la **única** entidad que tenía contratados ***asset swaps*,** 13 al inicio del periodo fiscalizado. **En 2022 contrató otros 5** con un nocional total de 600 millones de euros y las mismas características, con vigencia hasta 2066, para adaptarse al plazo de duración del Plan General de Residuos Radiactivos. Los intereses a cobrar, referenciados al EURCMS15Y y al EURCMS20Y, se fijarán por ENRESA en cualquier momento desde 2022 hasta 2031 y desde 2022 a 2046 y, una vez elegidos, se mantendrán fijos desde 2031a 2046 y desde 2046 a 2066, por lo que, aunque hay muchas ventanas de oportunidad para fijar el tipo, al ser muy largos los periodos en los que se aplicarán los dos tipos (15 y 20 años) existe el riesgo de que, una vez establecidos, se separen de los intereses vigentes en esos años. Además, al **no estar vinculados a la inflación** **no garantizan** que se cumpla **el objetivo** previsto en el Plan de obtener un rendimiento igual al IPC más un diferencial del 1,5 %.

¿Qué importe pagó y cobró ENRESA en el intercambio de intereses de los *asset swaps* y qué importe cobró de los bonos subyacentes?

Entre 2016 y 2023, el **resultado** de estas operaciones fue el **cobro intereses** (al tratarse de operaciones de activo en las que la finalidad de los *asset swaps* es cambiar por otro el tipo de interés a cobrar de los bonos) por un **importe total de 319 millones de euros**, que corresponden: 165,4 millones a los intereses cobrados de los bonos, 174 millones a los intereses pagados de los *asset swaps* y 328 millones a los intereses cobrados de los *asset swaps*. El resultado en 2022 y 2023 de un cobro neto de 73 y 204 millones de euros, está distorsionado: por los cobros de distintos conceptos de los *asset swaps* suscritos en 2022 y por los intereses acumulados en un solo cobro de un *asset swap* cancelado en 2023.

Forwards de divisas

En 2016 y 2023, **Navantia** tenía contratados 99 y 52 *forwards* con un contravalor de 397 y 643 millones de euros, respectivamente.

Para su **control**, desde abril de 2018, tiene aprobado un **procedimiento interno** que presenta **importantes deficiencias**, ya que no incluye las herramientas necesarias para poder verificar que se cumple cuando se suscriben las coberturas (solicitud de varias ofertas a los bancos y contratación de la oferta más ventajosa) ni, posteriormente, en los casos en los que se prorroga o se anticipa su vigencia.

Por este motivo, **no se ha podido comprobar** en la fiscalización que haya solicitado cotización a varios bancos, ni que realizara una valoración previa de las ofertas que le permitiese adjudicarlas a la más económica; **tampoco** se ha obtenido el **importe que el banco aplicó como riesgo de crédito** de la contraparte de Navantia y el **importe de la comisión** cobrada por el banco. Deficiencias similares se producían cuando se prorrogaba el forward.

3. Contabilización e importes registrados para cada operación

¿Los derivados cumplían con los requisitos para que se les aplicase el procedimiento especial de contabilización, regulado en la NRV 9ª 6 del PGC?

La **Norma de Registro y Valoración 9ª 6** (NRV) del Plan General de Contabilidad, sobre "Coberturas contables" prevé un **tratamiento contable especial de los derivados financieros** al que pueden acogerse las entidades, siempre que cumplan determinados requisitos. La aplicación de esta norma **tiene la ventaja** de que las pérdidas o los beneficios como consecuencia de la valoración de los derivados se **registren transitoriamente en una cuenta de patrimonio neto**, evitándose la volatilidad indeseada de la cuenta de pérdidas y ganancias y que se produzcan asimetrías contables con las partidas cubiertas.

En el caso de la **APLP**, al no existir relación de cobertura, su único derivado era **especulativo** por lo que **no aplicó esta contabilidad especial**. **ENRESA** tampoco, **aplicó la contabilidad de coberturas** a los *asset swaps*, dado que deben contabilizarse como derivados de negociación o especulativos.

Navantia aplicó correctamente a los *forwads* de divisas la contabilidad de coberturas, pues las ratios estaban dentro del rango comprendido entre el 80 % y 125 %.

➢ **Entidades que han incumplido los requisitos regulados en la NRV 9ª 6 del PGC para aplicar a sus derivados esta contabilización especial:**

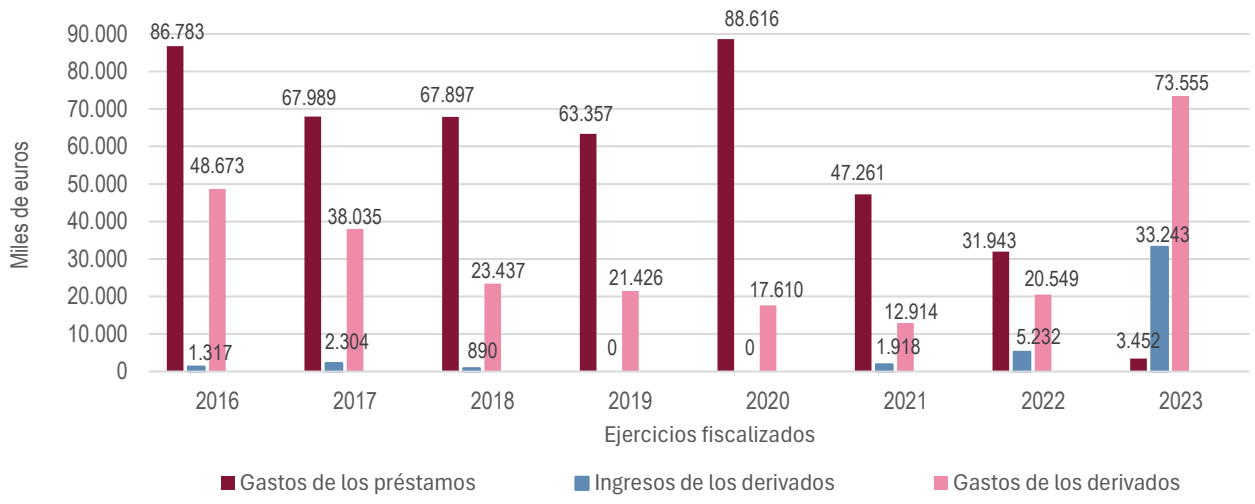
Cuando suscribieron los derivados, **a excepción de AENA**, las **demás entidades no cumplieron** el requisito de realizar una designación formal y documentar la relación de cobertura. Tampoco verificaron que los derivados eran eficaces prospectivamente ni indicaron cómo se mediría su eficacia prospectiva y retrospectivamente durante toda su vigencia.

Durante los ejercicios fiscalizados no cumplieron el requisito de evaluar la eficacia de los derivados obteniendo las ratios de cobertura prospectiva y retrospectiva: CANASA (no realizó los test hasta 2019). **Adif** obtuvo tanto para sus IRS como para los de **Adif AV** que eran eficaces prospectivamente, pero no realizó los test retrospectivos. **Aena** presentó deficiencias en la obtención de las ratios, pues los derivados hipotéticos no replicaban correctamente las variables de los préstamos cubiertos. **Renfe Operadora** en 2016 consideró que sus derivados eran eficientes al aplicar incorrectamente métodos cualitativos y en 2017 (último año en el que estuvieron vigentes) únicamente obtuvo la ratio para uno de los derivados. La **APV** no realizó hasta 2017 los test de cobertura y en los siguientes años la consultora contratada interpretó incorrectamente los resultados. La **APC** no realizó hasta 2020 los test de cobertura prospectiva y retrospectiva. **ACUAES** no midió hasta el ejercicio 2019 la efectividad prospectiva y retrospectiva. **ACUAMED** realizó los test, pero presentaban errores que los invalidaban.

¿Los derivados se contabilizaron correctamente?

Los importes de **todos los derivados se han registrado correctamente** en las cuentas de activo y pasivo y, en el caso la contabilización de coberturas, en patrimonio neto como "Ajustes por cambio de valor". Asimismo, las liquidaciones de los préstamos y de los swaps se han contabilizado correctamente en las correspondientes cuentas de gastos e ingresos y los derivados especulativos han registrado correctamente las variaciones de valoración como beneficios o pérdidas por cambios en su valor razonable. Los importes devengados por los intereses de los préstamos y de los swaps se detallan en el gráfico siguiente por años, agregados para todas las entidades.

Importe total por años de los gastos e ingresos devengados por los derivados (de las liquidaciones de intereses y, en su caso, de la variación en su valor razonable) y gastos devengados de los préstamos



Entidades que aplicaron la contabilización de coberturas

Entidades que **aplicaron correctamente la contabilización de coberturas contables,** al cumplir con los requisitos establecidos en la NRV 9ª 6 del PGC.

CANASA a todos sus IRS.
Adif AV a todos sus IRS.
Adif a todos sus IRS.
Aena a dos de sus tres IRS y a los IRS de Enaire
ACUAES a dos de sus tres IRS.
ACUAMED a uno de sus tres IRS.
Navantia a todos sus *forwards*.

Entidades que **aplicaron incorrectamente la contabilidad de coberturas.**

- Al haber **dejado de ser coberturas eficaces**.
  - **APV** para cinco de sus ocho swaps en los ejercicios 2018 y 2019.
- Al incluir los derivados **opciones vendidas netas** (por lo que desde su suscripción deberían haberse contabilizado como derivados de negociación).
  - **APV** a tres de sus ocho swaps.
  - **APC** a sus cuatro swaps.
  - **ACUAMED** a uno de sus tres swaps.

- Entidades para las que **no se ha podido concluir si aplicaron correctamente la contabilización de coberturas** (al presentar sus ratios de cobertura deficiencias).
  - **AENA** para uno de sus tres IRS.
  - **Renfe Operadora** para sus dos IRS. en 2016 (ambos se cancelaron anticipadamente en 2017).

Entidades que no aplicaron la contabilización de coberturas

- Entidades que **no podían aplicar a sus derivados la contabilización de coberturas** y los contabilizaron **correctamente** como derivados de negociación.
  - **APLP** a su único swap, al haberse amortizado anticipadamente el préstamo cubierto, por lo que se contabilizaron derivados de negociación.
  - **ACUAES** a uno de sus tres swaps, por incluir opciones vendidas, por lo que se contabilizó como derivado de negociación.
  - **ENRESA** a todos sus *asset swaps* (pues a estos derivados vinculados a bonos no se les puede aplicar la contabilidad de coberturas, aunque no tengan carácter especulativo).

Valoración global

Para los años comprendidos entre 2016 y 2023 se han analizado de las 36 entidades del sector empresarial estatal no financiero con saldo en 2016, las 12 entidades que en ese año tenían mayores saldos (11 con saldo superior a 9 millones de euros y Adif, cuyo saldo era inferior), **que representaban** durante el periodo fiscalizado, **más del 90 %** de los saldos.

De estas, **10 entidades** contrataron **swaps vinculados a préstamos** a tipo variable, con la finalidad de obtener con la combinación de ambas operaciones financieras una financiación a tipo fijo. En algunos casos estos **swaps** tenían una **estructura muy compleja** al incluir la venta de opciones que condicionaban la consecución de este objetivo y, además, limitaban el beneficio que se podía obtener por las entidades, pero no las pérdidas. Otra entidad, **ENRESA**, suscribió ***asset swaps*** vinculados a bonos, con la finalidad de conseguir con ambas operaciones unos rendimientos referenciados al IPC más un determinado margen. Por último, **Navantia**, contrató ***forward* de divisas** para cubrir el riesgo de tipo de cambio de las operaciones comerciales de exportación e importación denominadas en divisas.

Las **competencias para aprobar** las operaciones financieras, entre las que se encuentran los derivados, los préstamos y los bonos, dependen de la normativa específica de cada una de las entidades. El órgano competente de todas las entidades autorizó o fue informado de la contratación de los **préstamos**, pero no en todos los casos autorizó o informó **los swaps**, pese a que suponían una variación del tipo al que se financian las entidades. La contratación de los **bonos** y de los ***asset swaps*** cumplió con la normativa de aplicación y la de los ***forwards de divisas*** con las normas de SEPI.

La mayoría de las entidades **no comprobaron** que los derivados se **suscribieron a precio de mercado** (el tipo fijo a pagar para los swaps) ni tampoco verificaron **el coste de la cancelación anticipada**.

Durante gran parte del periodo fiscalizado el **Euribor registró tipos negativos** lo que implicó que los intereses pagados de los préstamos fuesen muy bajos o, incluso, que de algunos no se liquidasen intereses, al aplicarles de hecho los bancos una cláusula suelo del 0 %; sin embargo, las entidades tuvieron que pagar de los swaps intereses de la rama a tipo fijo a pagar y de la rama a tipo variable a cobrar, al transformarse en un pago, pues los bancos no replicaron en la rama variable las cláusulas suelo del 0 %. Las 10 entidades con swaps durante estos 8 años pagaron **intereses** de los **préstamos** cubiertos por importe de **289 millones de euros e intereses netos totales** de los **swaps por 401 millones de euros** (**383 millones** de la rama a tipo fijo a pagar y **18 millones** de la rama a tipo variables a cobrar, transformada en pagos).

Además, 4 entidades **pagaron un total de 89 millones de euros** por la **cancelación anticipada** de derivados, de los que cabe señalar los **34 millones** de la **cancelación voluntaria** de los 8 swaps de la **APV en 2021** y los **46 millones** de la **cancelación obligatoria** de un swap de **ACUAMED**, al incluir el contrato esta cláusula con posterioridad a su aprobación por el Consejo de Administración.

La aplicación de la contabilidad especial a los derivados supone una ventaja para las entidades y la pueden aplicar si se cumplen determinados requisitos regulados en el PGC. Bastantes entidades la aplicaron **incorrectamente** ya que no cumplían algunos de los requisitos, por lo que deberían haberse contabilizado como derivados especulativos.

Los **saldos contables** de las cuentas de pasivo por derivados y activos por derivados ***coinciden*** con las valoraciones de los derivados. Los gastos y, en su caso los ingresos, se corresponden con las liquidaciones de intereses y con la variación en la valoración de los derivados.

Principales recomendaciones

A todas las entidades con swaps vinculados a préstamos, excepto a Aena (al haberse incluido una cláusula suelo en su CMOF)	1. Que **realicen una consulta** al Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones del BE o inicien una reclamación ante los tribunales de justicia para que se dictamine si es procedente o no transformar la liquidación de los intereses de la rama variable a cobrar en pagos a los bancos o si, por el contrario, en similitud de la cláusula suelo del 0 % aplicada a los préstamos, los bancos no deberían haber liquidado intereses en esta rama.
A todas las entidades con swaps vinculados a préstamos, excepto a Aena (al cumplir su Consejo de Administración esta recomendación)	2. Que, de conformidad con lo que establezcan sus estatutos, **los Consejos de Administración intervengan** en la definición de las políticas financieras aplicables a cada entidad y en la determinación de los porcentajes de deudas que se debe financiar a tipo fijo y a tipo variable.
A Adif AV	3. Que, con independencia de que no se regule en su Estatuto, **se informe periódicamente a su Consejo de Administración** de las condiciones financieras de los nuevos créditos suscritos y, para la deuda reestructurada, de las condiciones financieras de los créditos amortizados anticipadamente y de los nuevos. En los casos en los que los créditos estén vinculados a derivados financieros, que se informe de sus condiciones financieras, de su finalidad y de los nuevos tipos que se obtienen de la combinación de ambas operaciones financieras.
A Navantia	4. Que se **apruebe un procedimiento para el control de los *forwards*** en el que se incluyan los diversos criterios que aconsejan la adjudicación de su contratación con uno u otro banco (como el precio, la diversificación del riesgo o que no exijan cartas de conocimiento de SEPI) y que garantice que: a) para cada adjudicación, quede constancia de las ofertas recibidas, los precios ofertados y el criterio aplicado en la selección del banco. b) quede constancia de todas las prórrogas o anticipos de los vencimientos de los *forwards* solicitados por Navantia y de los controles que se han realizado para verificar que el nuevo tipo de cambio aplicado por el banco es acorde con los tipos de cambio de mercado.