

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

INSTITUCIONES
Y MERCADOS
FINANCIEROS

MODELOS DE GESTION



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 350.44.00/02.

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

42

1993

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	FRANCISCO FERNANDEZ JARDON
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de Honor de la CECA)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de Honor de la Fundación FIES)</i>	JESUS MUZAS RUBIO
LUIS CARRERA PASARO	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	MARTIN OLLER SOLER
LUIS CORONEL DE PALMA	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS ROJO DEL AMO
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

CONSEJO DE REDACCION DE PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Diagramación

TransEdit, S. L.

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

RAYCAR, S. A. Impresores
Matilde Hernández, 27. 28019 Madrid

Depósito legal: M. 7.461 - 1993
ISSN: 1132-9564

SUMARIO

INTRODUCCION

5

I. TECNICAS DE GESTION EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

La empresa bancaria y la moderna teoría financiera:	11	<i>Angel Bergés Lobera y Pilar Soria Lambán</i>
La banca federada. Aportaciones y limitaciones de un nuevo modelo organizativo:	24	<i>Zulima Fernández</i>
Decisiones estratégicas de <i>marketing</i> en la empresa financiera:	33	<i>Enrique Castelló Muñoz</i>
Estrategias de inversión de los fondos de pensiones:	44	<i>María Antonia Tarrazón y Joan Montllor</i>

II. LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS: UN CONDICIONANTE PARA LA GESTION

Los recursos propios y la creación de valor en las entidades bancarias:	57	<i>Víctor Barallat y Luis Barallat</i>
La nueva normativa sobre recursos propios: incidencia sobre las cajas de ahorros:	63	<i>Jorge J. Pereira Rodríguez</i>

III. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA GESTION INSTITUCIONAL

Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España:	77	<i>Xavier Freixas y Francisco J. Valero</i>
La gestión del riesgo en carteras de renta fija:	87	<i>Luis de Guindos</i>
Comportamiento de la cotización en las nuevas salidas a bolsa:	97	<i>Xavier Freixas y Alejandro Inurrieta</i>

IV. APENDICE LEGISLATIVO

Ley 13/1985, de 25 de mayo, con las modificaciones introducidas por: Ley 37/1988, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1989, y Ley 13/1992, de 1 de junio

109

Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras

116

Orden de 30 de diciembre de 1992 sobre normas de solvencia de las entidades de crédito

141

Circular 5/1993, de 26 de marzo, a Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos

146

INTRODUCCION

El sistema financiero español ofrece, en el momento presente, unas cotas de desregulación, globalidad y universalidad en la intermediación financiera, así como unos grados de diversidad, desarrollo y tecnología en los activos y mercados financieros existentes, que resultan plenamente equiparables con los vigentes en los países occidentales más desarrollados.

Este sistema, cada vez más libre, competitivo y eficiente, se inserta, además, en un marco de referencia en el que el objetivo mediato de la unión económica y monetaria se acompaña de la plena liberalización en los movimientos de capitales y de la pertenencia de la peseta al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

Todo ello introduce unos nuevos y más exigentes requisitos de excelencia en la dirección y gestión de las instituciones financieras, y en la estructura, organización y funcionamiento de los mercados financieros, que obligan a volver la vista hacia los propios fundamentos teóricos del proceso de intermediación financiera y hacia los modelos de gestión y las estrategias con los que abordar dicho proceso, ante un entorno cada vez más complejo, dinámico y restrictivo.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, siempre sensible a anticipar las pautas de evolución de nuestro sistema financiero, y a aportar bases fundamentadas y rigurosas que faciliten las decisiones de los agentes económicos, recoge en el presente número un conjunto de colaboraciones que tienen como nexo común el planteamiento de modelos teóricos y analíticos que clarifiquen las políticas y estrategias de las instituciones financieras en términos de eficiencia comparada: tanto en lo relativo a sus decisiones financieras fundamentales, su estructura organizativa y su dirección estratégica; como en cuanto a la gestión de los recursos propios, desde la óptica del mercado y bajo el requisito de la creación de

valor; o como en lo referente a su actuación frente a los mercados financieros, ya sean éstos de activos primarios o derivados.

Pasando al pormenor de dichas colaboraciones, y por lo que se refiere al primer bloque de trabajos, **Angel Bergés** y **Pilar Soria**, en «La empresa bancaria y la moderna teoría financiera», revisan la aplicabilidad de los modelos usuales de análisis del proceso de intermediación financiera, basados en la economía de la empresa y la teoría económica, así como su virtualidad ante las múltiples imperfecciones del mercado; análisis del que deducen la imposibilidad de una aproximación teórica global, aun bajo los principios conceptuales coadyuvantes de los costes de transacción, la información asimétrica o la teoría de la agencia. Encuentran en la teoría financiera moderna, por el contrario, una mayor capacidad explicativa y predictiva del comportamiento de las instituciones bancarias, ya sea bajo el enfoque integrado en términos de eficiencia de la teoría de carteras o ya, sobre todo, desde la perspectiva global de la producción de servicios, financieros y de otro tipo. Desde este punto de vista, además, es posible dar cabida en el modelo analítico a los aspectos reales de la actividad financiera (recursos humanos y tecnológicos), y considerar de forma conjunta las decisiones sobre la estructura de activos y pasivos de las entidades bancarias, así como el problema de su dimensión óptima.

Zulima Fernández, en su artículo sobre «La banca federada. Aportaciones y limitaciones de un nuevo modelo organizativo», plantea el extraordinario reto al que se han visto compelidas las instituciones financieras después de superar los procesos de innovación financiera de los años ochenta. Ese no es otro que el del cambio en los sistemas organizativos y de dirección que constituye, hoy en día, una fuente de ventajas competitivas. El modelo denominado de banca federada, cuya relativa novedad en el ám-

bito de las empresas financieras no es tal en el de las empresas industriales y comerciales, constituye una posible respuesta a ese reto, que no es, sin embargo, ni única ni válida para todo tipo de instituciones. Pese a ello, la banca federada, al combinar las peculiaridades de la banca universal con las del especialista, aporta innegables ventajas, entre las que se destacan la oferta de productos y servicios más competitivos, y la segmentación de la demanda.

En su trabajo sobre «Decisiones estratégicas de *marketing* en la empresa financiera», **Enrique Castelló** realiza una interesante conexión entre la planificación estratégica y el *marketing* de los servicios financieros. Una serie de principios, teóricos y empíricos, surgen de esa visión ampliada del *marketing*: la calidad de servicio y la atención prioritaria a la satisfacción del cliente; pero también la planificación estratégica, ante un entorno cambiante, y la congruencia entre las estrategias implantadas y la estructura organizativa desde la cual llevarlas a cabo. A partir de una completa revisión de las alternativas estratégicas competitivas y de las estrategias de *marketing-mix*, el trabajo opta por un enfoque integrado de ellas, en el que se apuesta claramente por la internacionalización.

El último de los artículos relativos a los modelos de gestión en las instituciones financieras se debe a **María Antonia Tarrazón** y **Joan Montllor**, y plantea el problema de las «Estrategias de inversión de los fondos de pensiones», al objeto de trazar líneas de orientación para las políticas de selección de inversiones en estas instituciones, destinadas a cubrir las necesidades económicas de la población retirada. Tales inversiones presentan unos rasgos distintos que requieren la aplicación de una dirección financiera que optimice las oportunidades de mercado, al igual que en otro tipo de inversiones, pero también el establecimiento de estrategias que garanticen el pago de las prestaciones definidas para los beneficiarios. Una vez sentada la necesaria concordancia entre estrategia y objetivos del fondo de pensiones, el artículo pasa revista al catálogo de estrategias posibles propiamente dichas, y se orienta, finalmente, hacia las de cartera estructurada, en las que la estrategia de inmunización complementa a la estrategia genérica de protección de la cartera.

El segundo de los bloques de trabajos incluido en este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO hace un especial hincapié en las decisiones de dirección y gestión de los recursos propios en las instituciones financieras. En el primero de dichos trabajos, **Victor** y **Luis Barallat** tratan «Los recursos propios y la creación de valor en las entidades bancarias», y resaltan la importancia de tales decisiones, relativas a los recursos propios, como factor estratégico y de diferenciación dentro del negocio bancario, y base, por tanto, de una mejor posición de mercado. Sus políticas de optimización,

que junto con la gestión de activos y pasivos constituyen la base de la gestión integrada de una entidad bancaria, deben atender a una serie de objetivos, entre los que se destacan su cuantía y estructura más convenientes, y la determinación del coste del capital de cada una de las actividades del negocio bancario, habida cuenta de sus respectivos niveles de riesgo. El objetivo último de dichas políticas de optimización de los recursos propios vendrá definido por el mercado, y habrá de concretarse en la maximización del proceso de creación de valor para los accionistas, en el largo plazo y de forma sostenida.

Jorge Pereira, por su parte, en el segundo de los artículos de este apartado, realiza un análisis en profundidad de «La nueva normativa sobre recursos propios: incidencia sobre las cajas de ahorros». Sobre la base de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, y demás disposiciones legales que la desarrollan y particularizan, el artículo se detiene especialmente en la composición de los recursos propios y en el nivel requerido del coeficiente de solvencia, para ponerlos en relación con el sector de las cajas de ahorros. Se recuerda de esta forma el origen de la nueva normativa, que se encuentra en la adaptación española del acervo comunitario sobre dicha materia, al tiempo que se sintetizan las particularidades del nuevo modelo de coeficiente de solvencia introducido con ella. El artículo señala, por otra parte, que las cajas de ahorros verán reforzado su tradicional cumplimiento de ese coeficiente con la nueva regulación, y que no supondrán especiales esfuerzos para ellas ni el endurecimiento que se produce en cuanto a límites y condiciones de los grandes riesgos ni el plazo temporal previsto para adaptar el nivel de las inmovilizaciones materiales al de los recursos propios. La trascendencia y actualidad de este cuerpo legislativo justifica, además, su inclusión en el oportuno y habitual apartado de la Revista.

El último bloque de artículos contiene tres diferentes visiones de la gestión de las instituciones financieras de cara a los mercados. En el caso de **Xavier Freixas** y **Francisco José Valero**, esta perspectiva se aplica sobre «Las nuevas posibilidades de titulización hipotecaria en España». Una vez caracterizada la titulización de activos como el proceso mediante el cual tales activos se agregan y modifican en algunas de sus características para ser luego vendidos, en todo o en parte, a los inversores, bajo la forma de títulos o valores negociables, los autores revisan el nuevo marco legislativo que es de aplicación, en particular, a las participaciones hipotecarias. Evalúan así los efectos de los nuevos instrumentos de titulización hipotecaria sobre los recursos propios y el coeficiente de caja de las instituciones financieras que ostentan los activos primarios en sus balances, así como la nueva estructura que la titulización secundaria o derivada define para el mercado de

créditos hipotecarios, mediante la aparición de los fondos de titulización hipotecaria; concluyendo de todo ello una valoración global sumamente positiva.

Luis de Guindos se atiene a la visión específica de «La gestión del riesgo en carteras de renta fija» para tratar un aspecto que resulta frecuentemente minusvalorado por los gestores de carteras y los inversores, al estimar que dichos títulos se ven afectados tan sólo por el riesgo de insolvencia de los emisores. Admitiendo la existencia de éste, pero también la de los riesgos de liquidez, de tipo de interés y de reinversión de los cupones, el artículo precisa los fundamentos teóricos de los mismos e introduce las técnicas de gestión más recientes para la inmunización de las carteras compuestas por títulos de renta fija. Sus conclusiones avalan la necesidad de modificar el enfoque tradicional aplicado a estas carteras y la subsiguiente necesidad de profesionalizar su gestión.

Finalmente, **Xavier Freixas** y **Alejandro Inurrieta** analizan el «Comportamiento de la cotización en las nuevas salidas a Bolsa», con el doble objetivo de conocer mejor la realidad del mercado de valores español y de evaluar las diferencias de éste con

respecto a otros mercados bursátiles foráneos que puedan originarse en aspectos institucionales, de liquidez o de dimensión. Se trata de un estudio esencialmente empírico, referido a una muestra final de 41 empresas durante el período 1986-90, y de contrastación, en suma, de la eficiencia del mercado. De su desarrollo se deducen la existencia de plusvalías, entre la primera cotización y el precio de emisión, que son superiores a las de otros mercados extranjeros; el mantenimiento de un rendimiento medio acumulado en dichos títulos, durante el primer año de cotización en el mercado, que es significativamente distinto de cero, y que corrobora la hipótesis de ineficiencia, al igual que en otros mercados distintos del español; y que entre los factores explicativos de dicha ineficiencia resultan relevantes el carácter público o privado de la empresa emisora y su dimensión.

Un conjunto de trabajos, en definitiva, de alto contenido conceptual, pero de aplicabilidad inmediata sobre la realidad, que esperamos proporcione nuevas bases de fundamentación, metodología y contrastación a la eficiencia del proceso de toma de decisiones financieras de los cualificados lectores de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

**I. TECNICAS DE GESTION
EN LAS INSTITUCIONES
FINANCIERAS**

LA EMPRESA BANCARIA Y LA MODERNA TEORIA FINANCIERA

Angel BERGES LOBERA y Pilar SORIA LAMBAN

I. INTRODUCCION

Aunque nadie puede negar la gran importancia cualitativa y cuantitativa de las empresas bancarias en las economías desarrolladas, lo cierto es que persisten importantes lagunas, tanto a la hora de explicar las razones de la propia existencia de aquéllas como de formular un cuerpo teórico de su marco de actuación y toma de decisiones.

En relación con este segundo punto, parece obvio, en principio, que, siendo una modalidad particular de empresa, deberían ser aplicables al estudio de la empresa bancaria los diferentes enfoques desarrollados en Economía de la Empresa. Existen, sin embargo, considerables dificultades para identificar la naturaleza de la empresa bancaria en el contexto de la teoría económica de la empresa. Una de las dificultades más evidentes es la propia ambigüedad en la determinación de los *inputs* y los *outputs* en la empresa bancaria, lo que dificulta extraordinariamente la aplicación de los modelos de comportamiento de la firma (1).

Previamente, sin embargo, hay que reconocer que la citada ambigüedad descansa, a su vez, en gran medida, sobre la existente en torno a la intermediación financiera, razón de ser última de las empresas bancarias. Dicha intermediación dista mucho de ser explicable, con criterios científicos, en base a los factores tradicionales explicativos del proceso de producción en el contexto de un mercado financiero eficiente. Antes bien, la existencia de intermediarios debe descansar sobre imperfecciones, de uno u otro tipo, en dicho mercado.

II. LA INTERMEDIACION FINANCIERA: EXPLICACIONES TEORICAS

Merced a la existencia de activos financieros, los agentes económicos pueden separar, si lo desean, el perfil temporal de su consumo y el de su generación de renta con la que hacer frente a dicho con-

sumo. Esta posibilidad de separación forma la base conceptual más sustentada para explicar el porqué de la existencia, y su posesión por los consumidores/inversores, de activos financieros.

Ahora bien, menos evidente resulta explicar el porqué de la existencia de activos emitidos por intermediarios financieros, aparte, o en sustitución, de los emitidos por los agentes económicos que deciden consumir actualmente más que su renta a cambio de la situación inversa en el futuro.

Lo que, en principio, debería parecer obvio es que si el mercado financiero no presentase fricciones de ningún tipo, ni costes de transacción, ni de obtención de la información, y los activos financieros fuesen libremente divisibles, no habría razón alguna para la existencia de intermediarios financieros, pues de ninguna manera se justificaría, en términos de utilidad para el inversor, la adquisición de un activo emitido por un intermediario financiero que, lógicamente, debe llevar incorporados costes de intermediación, frente a la de un activo primario, emitido por un agente económico en función de sus preferencias temporales de consumo.

Si, por el contrario, el mercado financiero presenta algún tipo de fricción, imperfección o indivisibilidad, es posible que algún intermediario pueda eliminar, o reducir parcialmente, los inconvenientes de éstas y producir un activo financiero secundario que, pese a llevar incorporado un coste de intermediación, sea atractivo para el inversor, en términos de mayor utilidad, por la reducción de tales inconvenientes. Solamente en tales casos se justificaría la existencia de la intermediación financiera.

Dada la amplia gama de fricciones o imperfecciones que podrían imaginarse —y de hecho están presentes, en mayor o menor medida, en los mercados financieros— resulta obvia la práctica imposibilidad de desarrollar una aproximación teórica global a la intermediación financiera. Antes bien, la explicación de ésta debe basarse en el análisis parcial de algunas de las más importantes categorías de imperfecciones, y consiguientes aportaciones, por parte de los intermediarios financieros.

Existen tres grandes líneas de especialización en la literatura teórica sobre la intermediación financiera, que enfatizan otros tantos aspectos de las imperfecciones de los mercados, y las consiguientes justificaciones para la aparición de intermediarios financieros. En primer lugar, la existencia de costes de transacción en la generación de activos financieros por parte de los agentes económicos, costes que pueden ser reducidos por un intermediario mediante economías de escala en su producción.

En segundo lugar, la existencia de información asimétrica entre el emisor y el comprador de un activo financiero puede estimular la aparición de un intermediario que ayude a superar, de la forma más eficiente posible, la diferente información de uno y otro sobre la «calidad» del activo en cuestión.

Finalmente, y en íntima relación con el planteamiento de la información asimétrica, catalogaríamos el enfoque basado en los costes de agencia. Este último analiza, en suma, los problemas planteados por el posible incentivo que pudiera tener el emisor del activo financiero para llevar a cabo conductas que deterioren su capacidad de hacer frente a las obligaciones contraídas ante el comprador del activo. La eliminación, o al menos reducción, de dicho incentivo puede acarrear importantes costes (denominados de agencia) que probablemente un intermediario financiero pudiera reducir de forma notable.

Abordamos en los siguientes epígrafes los aspectos más relevantes de los tres enfoques mencionados.

1. Costes de transacción

La asignación intertemporal de consumo mediante la utilización del mercado financiero —comprando activos financieros cuando se desea posponer consumo y vendiendo en caso contrario— puede verse distorsionada si dichas compras y ventas de activos financieros incurren en costes de transacciones de mayor o menor magnitud.

En la medida en que dichos costes operan en el sentido de reducir el nivel de consumo —y por tanto la utilidad esperada, para los agentes económicos, de sus perfiles temporales de consumo—, pueden incluso llegar a compensar el efecto positivo que sobre la utilidad esperada tiene la propia transacción que permite anticipar o diferir consumo.

Dicho en otras palabras, el consumidor con una determinada dotación de recursos y/o renta puede experimentar una reducción de su utilidad esperada, como consecuencia de los costes de transacción, que le desincentiva a llevar a cabo compras o ventas de activos financieros, y decidir permanecer con el perfil temporal de consumo marcado por su dotación inicial y su perfil de generación de renta.

De esta consideración de la importancia de los costes de transacción para las decisiones de ahorro/endeudamiento por parte de agentes económicos de reducida dimensión, surge la justificación tradicional de la intermediación financiera asociada a una tendencia a la reducción de los costes de transacción unitarios mediante la obtención de economías de escala en la realización de dichas transacciones.

Implícita en dicha reducción de costes subyace la idea conjunta de *pooling* de compradores de activos financieros y de diversificación de riesgos sobre emisores de dichos activos. Un intermediario financiero que aglutine las compras de activos financieros de un número elevado (n) de consumidores de reducida dimensión puede llevar a cabo dichas compras con un coste de transacción sustancialmente menor que la suma de aquellos en los que incurrirían los n consumidores realizando por separado sus compras de activos financieros.

Si el ahorro obtenido por el intermediario en dichos costes de transacción supera sus propios costes de operación —es decir, genera un ahorro neto de costes—, existirán agentes económicos dispuestos a incurrir en los costes de intermediación financiera y comprar activos financieros emitidos por los intermediarios con preferencia a los emitidos por otros agentes económicos que adelantan sus decisiones de consumo.

El análisis del valor añadido por la intermediación financiera, en términos de ahorro en costes de transacción, cobra su mayor virtualidad si se lleva a cabo en íntima conexión con la otra gran función, aparte de la intermediación financiera propiamente dicha, de los bancos y empresas financieras en general: la gestión y mantenimiento de un sistema de cuentas para facilitar, mediante meras anotaciones contables, la transferencia de riqueza (Fama, 1980).

Los de Fama (1980), y Benston y Smith (1977) constituyen dos ejemplos clásicos de la literatura sobre intermediación financiera, con especial consideración simultánea de ambas funciones de los intermediarios (la de convertir activos financieros primarios en depósitos y la de proveer el sistema de pagos) en un contexto de costes de transacción.

Considérese, siguiendo el ejemplo propuesto por Fama (1980), una transacción en la que se transfiere riqueza o patrimonio de una unidad económica a otra. En un mundo en el que existe una amplia gama de activos financieros, así como de bienes y servicios de consumo, la forma específica del patrimonio o riqueza que una unidad económica desea enajenar diferirá con toda probabilidad de la forma de riqueza que la otra unidad económica desea acumular. La adecuación de las preferencias de una y otra unidad exigirá, con toda probabilidad, descomponer la transacción inicial en múltiples tran-

sacciones que incorporen transferencias de activos financieros y/o de bienes de consumo entre múltiples unidades económicas.

En ausencia de intermediarios financieros, dichas transacciones deberían descansar, siguiendo a Benson y Smith (1977, pág. 219), bien sobre trueque directo o bien sobre la utilización de dinero en efectivo.

En el primer caso, huelga hablar de las ineficiencias e incertidumbres a que se enfrenta una economía de trueque. Cadenas de complejas e inciertas —en términos de la relación de intercambio a aplicar entre diferentes bienes— transacciones deberían llevarse a cabo para convertir la dotación inicial de patrimonio y renta de las unidades económicas en sus perfiles deseados de consumo.

En el segundo caso, la utilización de dinero en efectivo permite reducir notablemente las mencionadas ineficiencias e incertidumbres, en la medida en que el dinero se convierte en el patrón de medida para todos los bienes objeto de intercambio, en vez de utilizarse un patrón de todos contra todos. Ahora bien, la utilización del dinero en efectivo como medio de intercambio de riqueza presenta notables costes de transacción, pues se trata, al fin y al cabo, de un medio físico, lo que implica necesidad de transporte, manipulación y aseguramiento en su utilización.

Junto a ellos, la utilización del dinero como medio de intercambio hace incurrir a las unidades económicas, que deben poseer determinados porcentajes de sus patrimonios materializados en dicho medio, en costes de oportunidad asociados al hecho de que el dinero no produce rentabilidad alguna.

Existen, por consiguiente, incentivos para que los intermediarios financieros produzcan servicios financieros que permitan llevar a cabo los intercambios de una forma más eficiente, y menos costosa, que en los dos casos anteriores. En particular, por un lado, un sistema de anotaciones en cuenta que permita transferir riqueza mediante débitos o créditos, sin necesidad de utilización de dinero en efectivo o cualquier otro medio físico; y, por otro lado, la creación de unos activos financieros (depósitos) contra los cuales llevar a cabo dichos débitos o créditos, y que permitan una cierta preservación de valor, lo que no era el caso con el dinero como medio de intercambio.

En teoría, ambos servicios financieros —la operación del sistema contable de intercambios y la captación de depósitos (es decir, que los intermediarios obtienen, al menos momentáneamente, la «posesión» de la riqueza objeto de intercambio)— no tienen por qué ir unidos, como señala Fama (1980). En la práctica, sin embargo, ello sí ocurre, pues de lo contrario los costes de operar el sistema contable de intercambios serían lo suficientemente elevados

como para convertir en ineficiente a dicho sistema frente a los otros dos contemplados (2).

En suma, los intermediarios financieros ofrecen servicios que permiten llevar a cabo intercambios de una forma más eficiente, en el sentido de optimizar la combinación entre liquidez, rentabilidad y riesgo. Así, por ejemplo, los depósitos de los intermediarios son más líquidos, en el sentido de facilitar su movilización como medio de pago, que otros activos financieros, que previamente deben convertirse en dinero o en depósito bancario objeto del sistema contable de compensación y liquidación de intercambios. Y si frente a otros activos financieros presentan mayor liquidez, frente al dinero en efectivo presentan los depósitos, a igualdad de liquidez, una mayor rentabilidad derivada de su posesión, rentabilidad que es nula en el caso del dinero.

Finalmente, desde el punto de vista del riesgo asociado a la posesión de activos financieros en relación con las posibles fluctuaciones en sus rentabilidades, si bien dicho riesgo es diversificable incluso al nivel del agente económico individual, lo cierto es que la diversificación se puede obtener de forma mucho más eficiente por parte de un intermediario, quien a continuación traslada a sus depósitos dichas ventajas de diversificación.

Ahora bien, si de todo lo anterior quedara claro que existe un amplio margen para la creación de valor en la intermediación financiera, no es menos evidente que ésta entraña unos costes que, como mínimo, deben ser superados por los beneficios de la intermediación, si es que ésta debe existir de forma permanente, y no sólo coyunturalmente como consecuencia de ciertos desequilibrios transitorios en los mercados financieros.

Para analizar los costes de intermediación, conviene descomponer el precio (tipo de interés) a imputar a los activos emitidos por un intermediario financiero, como en cualquier tipo de activo financiero, en tres partes: una que depende del tipo de interés sin riesgo; otra que representa una prima por riesgo, y una tercera que recoge todos los componentes del coste de administración, procesamiento de información, etc., por parte del emisor del depósito.

El primero de dichos componentes —el tipo de interés libre de riesgo— es exógeno al intermediario financiero y relativamente fácil de observar en el mercado. En cuanto a la prima por riesgo, su concreción es mucho más complicada, tanto a priori como, especialmente, al considerar el carácter dinámico del comportamiento de los agentes económicos.

En este sentido, si ya de por sí es complejo determinar el nivel de riesgo inicial de, por ejemplo, un prestatario para hacer frente a sus obligaciones financieras, mucho mayor es la complejidad si se

considera la posibilidad de que, una vez emitido por su parte el activo financiero, el emisor (prestatario) lleve a cabo decisiones de alto riesgo que empeoren su capacidad de hacer frente a dichas obligaciones. En consecuencia, el prestamista debe cobrar un precio (tipo de interés) suficiente para compensarle, en el peor de los escenarios, en cuanto a riesgos asumidos por el prestatario.

Evidentemente, un ejercicio de esta naturaleza implica un importante esfuerzo de recopilación de información sobre el prestatario/emisor de activos financieros; y a posteriori, no menos esfuerzo es necesario para controlar sistemáticamente el cumplimiento de todas las obligaciones asociadas a dichos activos.

Es en este estadio del razonamiento cuando se hace más patente la necesidad de los intermediarios financieros, con la creación de activos financieros secundarios, para transformar los activos financieros primarios. Los intermediarios llevan a cabo dichas funciones porque poseen una ventaja comparativa en el procesado de documentos, en la adquisición de información sobre la capacidad de pago de los prestatarios y en el control de instrumentos que puedan ser fácilmente convertibles en capacidad adquisitiva.

Benston y Smith (1977) distinguen tres factores principales para explicar las ventajas comparativas de los intermediarios.

a) La especialización, que les permite obtener economías de escala, especialmente en el registro y gestión de múltiples transacciones de reducido volumen unitario.

b) La propia naturaleza del intermediario, y la discreción que de él cabe esperar, les permiten obtener información relevante sobre la capacidad financiera del prestatario en mejores condiciones de credibilidad, y con un coste menor.

c) De nuevo la propia especialización, y el establecimiento de amplias redes de relaciones y contactos con los agentes económicos, permite a los intermediarios llevar a cabo, en términos de la máxima eficiencia de costes, la búsqueda de contrapartidas cuando un agente económico desea llevar a cabo una determinada transacción financiera.

Conviene señalar, antes de pasar a analizar con detalle la naturaleza de algunos costes y relaciones específicas a que la intermediación da lugar, que los costes de transacción de los intermediarios tienden a verse incrementados como consecuencia de su regulación pública, siendo ésta otra característica fundamental de la intermediación financiera.

2. Información asimétrica

Una amplia corriente de opinión en la literatura sobre intermediación financiera sostiene que la mag-

nitud de los costes de transacción incurridos en la compra-venta de activos financieros por parte de los agentes económicos no es suficiente para justificar la existencia de los intermediarios financieros frente a la realización directa, entre agentes económicos demandantes y oferentes de fondos, de las transacciones financieras deseadas, en función de sus perfiles temporales de consumo deseados.

Si ello es así, persiste la dificultad para explicar la existencia de la intermediación financiera, a menos que ésta cumpla determinadas funciones no directamente relacionadas con costes de transacción. Una de dichas funciones podría ser la de superar, o al menos reducir sensiblemente, las asimetrías de información existentes entre oferentes y demandantes de fondos.

Dichas asimetrías son mucho más evidentes cuando el demandante de financiación (el emisor de activos financieros) es un agente económico individual sobre el que no existe información públicamente disponible. En tales casos, puede ser rentable la creación de una empresa u organización que, con importantes economías de escala derivadas de su especialización, lleve a cabo la obtención, y posterior distribución a los potenciales aportantes de fondos (compradores de activos financieros) de información sobre dichos agentes y/o sobre los activos financieros emitidos.

Ahora bien, como Leland y Pyle (1977) reconocen, existen dos importantes problemas que limitan la posibilidad de que una empresa venda directamente a los inversores la información obtenida sobre los activos financieros y/o sus emisores.

El primero surge del carácter de «bien público» que la información tiene, y que hace prácticamente imposible para su productor la apropiación de su valor íntegro. A modo de ejemplo, téngase en cuenta que un comprador de información puede, a su vez, revenderla a otros posibles compradores sin reducir lo más mínimo el valor de uso que el primer comprador obtiene de dicha información. Por consiguiente, la empresa productora de la información obtiene sólo una fracción del valor total —considerado éste como el importe total que los compradores están dispuestos a pagar— de la información. Como consecuencia de ello, se reduce considerablemente el estímulo para la creación de empresas productoras de información.

Un segundo problema a que se enfrenta la actividad de producción y venta de información se refiere a la «credibilidad» de dicha información y, por consiguiente, a la capacidad de la empresa productora de ésta de conseguir venderla a su precio real. Desde el punto de vista del comprador de la información, es muy difícil distinguir si ésta es buena o mala antes de conocerla en profundidad. En tal caso, y confrontando con diferentes ofertas de empresas

productoras de información, algunas de las cuales venden buena calidad y otras mala, el comprador estará dispuesto a pagar, como máximo, el precio promedio de la información buena y mala que se le está ofreciendo.

De nuevo, el incentivo se hace mínimo para la creación de empresas productoras de «buena» información, pues los costes adicionales a incurrir en dicha producción difícilmente serán capturables. El problema se agudiza todavía más si no existen barreras de entrada y es fácil establecer nuevas empresas productoras de «mala» información, pues en tal caso éstas empujarán a la baja la calidad media de la información ofrecida, y con ello el precio máximo que los compradores de la información estarán dispuestos a pagar por ella.

El círculo vicioso que se genera desemboca en una situación en la que sólo se produce mala información, rompiéndose con ello el papel del mercado como mecanismo asignador de dicho bien (3).

Los dos problemas anteriores, el de apropiación del valor de la información y el de credibilidad de ésta, pueden resolverse en gran medida si la empresa que se especializa en producir la información es un intermediario que invierte en activos basándose en la información especializada.

Es obvio que el primer problema se resuelve, pues al incorporar la información a su proceso de selección de activos, el intermediario elimina el carácter de bien público de dicha información, y se aprovecha íntegramente del valor de ésta a través de la rentabilidad obtenida de sus activos. Al emitir pasivos financieros (depósitos) contra dichos activos adquiridos en base a su información especializada, el intermediario ofrece a los agentes económicos la posibilidad de comprar, vía inversión en dichos depósitos, la información obtenida por el intermediario. De esta manera, lo que se está vendiendo no es la información en sí, fácilmente revendible, como vimos, sin pérdida de utilidad para el revendedor, sino la concreción de dicha información en un bien privado (depósitos) cuya reventa sin pérdida de utilidad ya no es posible.

El razonamiento anterior deja sin resolver todavía, sin embargo, el problema de la credibilidad de la información producida por el intermediario. Dicho problema se resuelve mediante la teoría de emisión de señales (4), según la cual los productores de información comunicarán al mercado su confianza en la calidad de ésta mediante la participación que aquéllos están dispuestos a tomar en los intermediarios que emiten los depósitos.

Ahora bien, como señalan Campbell y Krakaw (1980), el requisito de que el patrimonio del productor de información sea suficientemente grande como para comunicar la calidad de su información crea barreras de entrada en el mercado de ésta.

Dichas barreras de entrada, que por otra parte son bastante frecuentes en la práctica entre los intermediarios financieros, pueden, de hecho, multiplicarse, contribuyendo todavía más a explicar la razón de ser del intermediario financiero como pieza clave en la transmisión de información.

Conforme un intermediario va adquiriendo una mayor reputación como buen evaluador de los riesgos que presentan diferentes prestatarios/emisores de activos, comienza a generarse entre éstos una cierta segmentación; de tal manera que prestatarios conocedores de su buena calidad crediticia tienen un particular interés en ser correctamente evaluados; es decir, en utilizar como fuente de financiación al intermediario, mucho mejor que directamente al mercado de capitales, en el cual los agentes económicos (no intermediarios) compradores de sus activos, al no ser capaces de evaluar correctamente la calidad de éstos, no estarán dispuestos a pagar el precio de la máxima calidad, sino el de la media, como mucho.

Ahora bien, una vez retirados del mercado los mejores riesgos, el riesgo medio que acude empeora sensiblemente, induciendo al siguiente grupo de riesgos a acudir al intermediario financiero, y así sucesivamente. El resultado final sería que todos los emisores, independientemente de sus riesgos, tenderían a acudir al intermediario financiero.

Dicha especialización —o casi imprescindible—, en el límite— en una correcta evaluación de los riesgos crediticios de los emisores de activos primarios sería la principal justificación de la intermediación financiera, en el enfoque de la información asimétrica.

3. Intermediación financiera y teoría de la agencia

La dificultad de transmitir correctamente la información sobre la calidad crediticia de un prestatario es sólo una de las vertientes, concretamente la vertiente a priori, del problema de la información asimétrica. La otra vertiente, a posteriori, tan importante o más que la anterior, se refiere a la dificultad para controlar que, una vez concedida la financiación al prestatario, éste no lleva a cabo un comportamiento que ponga en peligro su capacidad para cumplir los acuerdos del contrato de financiación.

Dicho problema, conocido como «azar moral» en la literatura financiera, ha dado origen a una amplia rama del análisis dedicada al diseño de contratos financieros que, una vez acordados por ambas partes, dan a cada una de ellas los incentivos apropiados con respecto al bienestar de la otra. En la medida en que dichos contratos sean más eficientemente diseñados, y sobre todo realizados, a través de un intermediario financiero, se estaría añadiendo una nueva y poderosa justificación para la existencia de éstos, más allá de los costes de transacción y de la

producción de información, analizados en los dos epígrafes anteriores.

En el fondo, de lo que se trata es de minimizar los costes, denominados de agencia, necesarios para asegurar un comportamiento «honesto» del prestatario con respecto a la obligación financiera contraída. Los problemas de conflicto de intereses son ampliamente analizados en la teoría de la agencia, con importantes aplicaciones al campo de las finanzas, como es el caso del conflicto entre prestamistas y accionistas de una empresa, o entre éstos últimos y los gestores no propietarios de aquélla. Fama (1984) y Ross (1977) constituyen referencias clásicas sobre teoría de la agencia aplicada a la teoría financiera de la empresa. Draper y Hoag (1978), por su parte, desarrollan una versión de teoría de la agencia en el contexto de los intermediarios financieros.

Considérese el caso de una empresa que solicita financiación para sus proyectos de inversión. La medición del grado de viabilidad de dichas inversiones a priori entraría dentro del campo de la información asimétrica, analizado en el epígrafe anterior. Pero, una vez concedida la financiación, la empresa puede modificar sus proyectos de inversión en el sentido de hacerlos más arriesgados. Incentivos no le faltan para ello, especialmente si la financiación obtenida es deuda con remuneración prefijada.

Un mayor riesgo en sus decisiones de inversión supone alterar la distribución de probabilidades de rendimientos a obtener de ésta, en el sentido de mayores posibilidades de rentabilidades anormalmente altas o bajas. Si el resultado posterior es el primero (rentabilidades elevadas), el financiador de la empresa no participa de dichas rentabilidades más allá de su remuneración pactada; pero si el resultado es el segundo (rentabilidades negativas), el financiador puede ver seriamente reducida su remuneración, o incluso la posibilidad de recuperar sus fondos.

La adopción de decisiones de inversión más arriesgadas supone, por consiguiente, una forma de expropiación de patrimonio del financiador por parte del financiado, por lo que éste tiene obvios incentivos para tomar este tipo de decisiones una vez acordados los términos de la financiación.

Ahora bien, si el financiador es consciente de la existencia de dichos incentivos, tratará de anticiparse a ellos, y penalizará al financiado, vía condiciones más duras en la concesión de la financiación, en un importe proporcional al máximo de expropiación que éste puede llevar a cabo —con inversiones lo más arriesgadas posible— del patrimonio del financiador.

Los mayores costes de financiación en que dicha penalización se traduce constituyen la más pura forma de costes de agencia, que constituyen, sin

lugar a dudas, una ineficiente asignación de recursos, pues hacen recaer íntegramente sobre la empresa—o unidad económica en general— la penalización de suponerle a priori, un comportamiento indeseable que posteriormente no tiene por qué darse. La ineficiencia surge porque, a modo de cierre del círculo vicioso, la empresa, una vez penalizada, tiene todavía mayores incentivos para arriesgar más en sus inversiones, independientemente de si éstas son óptimas o no.

Los costes de agencia podrían eliminarse si existiese una forma eficiente de controlar que el comportamiento del financiador no se aparta, en cuanto a nivel asumido, de su situación existente previamente a la obtención de financiación, y en base a la cual se acordaron las condiciones de esta última. El control continuo del comportamiento del financiado no está exento de problemas y costes, sin embargo. Estos son especialmente elevados si las empresas se financian directamente de los inversores en el mercado. Cada uno de los inversores aportantes de fondos debería incurrir en costes para controlar al financiado, lo que redundaría en unos costes totales prohibitivos.

Si, por el contrario, la financiación se hace a través de un intermediario, los costes de controlar el comportamiento del financiado se reducen drásticamente, y su repercusión por unidad monetaria financiada se hace mucho más reducida que en el caso de financiación directa. Esta reducción en costes de control, y en general de relación con el financiado, sería la principal razón de existir de los intermediarios en el contexto de la teoría de la agencia.

Persiste todavía, sin embargo, un problema por solucionar en el contexto de dicha teoría aplicada a la intermediación financiera, y es la de quién controla al controlador. El problema es de una naturaleza muy similar al que analizábamos en el epígrafe anterior de garantizar la credibilidad de la información producida por el intermediario. De la misma manera que entonces, para garantizar dicha credibilidad, era necesario que el intermediario fuese algo más que un mero productor de información, en el actual contexto de costes de agencia no basta con una mera representación o delegación en el intermediario, por parte de los inversores últimos, para que aquél lleve a cabo de forma eficiente el control posterior de las actividades del financiado.

A la necesidad de diseñar incentivos explícitos para que el intermediario lleve a cabo dicha función se la conoce como «costes de delegación». De que éstos puedan ser menores que los costes de agencia incurridos por los inversores cuando financian directamente a los demandantes de fondos dependerá la justificación para la existencia de intermediación financiera (Haubrich, 1989).

Estos costes de delegación se hacen mínimos en el contexto de una intermediación financiera que

asume posición propia entre financiadores y financiados, y que diversifica eficientemente entre un elevado número de estos últimos.

La función de intermediación en este contexto separa, desde un punto de vista formal, y por consiguiente en términos de responsabilidad, los activos financieros adquiridos por el intermediario y los emitidos por éste. El intermediario asume la responsabilidad de controlar las actividades de los financiados en el sentido de que no empeoren su capacidad de cumplir con sus obligaciones frente al intermediario. Este, a su vez, emite activos que son adquiridos, bajo la forma de depósitos, por los inversores, y sobre los cuales pudiera pensarse, en principio, que queda la duda sobre el correcto control de los financiados por parte del intermediario.

Ahora bien, en la medida en que éste diversifica eficientemente entre aquéllos, dichas dudas, y por consiguiente los costes de delegación, se hacen arbitrariamente pequeños. Por un lado, el contrato diseñado entre los inversores y el intermediario (el depósito) es un instrumento de deuda con mínimas probabilidades de incumplimiento, por cuanto está respaldado por la amplia diversificación, entre activos financieros primarios, por parte del intermediario.

Al mismo tiempo, conforme el número de financiados se incrementa, el coste fijo asociado con una situación de incumplimiento por alguno de ellos se hace mínimo, dada la diversificación de la cartera del intermediario, a la hora de repartirlo entre los financiadores.

El resultado neto es, como señala Haubrich (1989), que la intermediación financiera consigue reducir de forma extraordinaria el coste neto unitario de controlar, por parte de los financiadores, las actividades del financiado.

III. MODELOS DE COMPORTAMIENTO DE LA EMPRESA BANCARIA

En el apartado anterior, hemos analizado cómo la justificación de la intermediación financiera descansa en su capacidad de reducir sensiblemente los costes (de transacción, de información asimétrica, de agencia, etc.) asociados con la canalización de fondos directamente desde las unidades económicas excedentarias hacia las deficitarias.

Para ello, debe satisfacerse, lógicamente, la premisa de que el ahorro en los mencionados costes, como consecuencia de la interposición de una empresa-intermediario financiero, será superior a los costes introducidos por la propia dinámica operativa del intermediario. Ello nos conduce a la necesidad de analizar a dicho tipo de empresa desde una perspectiva microeconómica, en la que se pongan de manifiesto unos determinados patrones de

comportamiento con respecto a sus funciones de producción; es decir, procesos de transformación de *inputs* en *outputs*.

El problema que se plantea a la hora de modelizar a la empresa bancaria bajo un esquema similar es el de determinar la naturaleza de sus *inputs* y *outputs*. Una corriente de opinión, de la que Sealey y Lindley (1977) son el exponente más clásico, considera a los préstamos bancarios como el *output* y a los depósitos como el *input*; es decir, que la empresa bancaria lleva a cabo la captación de depósitos simplemente como un *input* para la producción de su *output* final, que es la concesión de préstamos.

Una visión alternativa a la anterior, formulada inicialmente por Towey (1974), considera, por el contrario, a los depósitos como el *output* natural derivado de la actividad de concesión de préstamos. Los dos enfoques alternativos sobre el comportamiento de la empresa bancaria serán objeto de discusión en primer lugar.

Ahora bien, tanto una visión como la otra constituyen, en nuestra opinión, tratamientos parciales de un comportamiento de la empresa bancaria que, sin lugar a dudas, es mucho más complejo, al incorporar innegables interdependencias entre los dos lados de su actividad de intermediación, que se concretan en la producción de servicios financieros, tratando precisamente de adecuar o acercar las diferencias entre los contratos con depositarios y con prestatarios.

En este contexto, una aproximación global al comportamiento de la empresa bancaria debe abordar las interdependencias entre las decisiones sobre activos (préstamos) y pasivos (depósitos) y, en íntima relación con ellos, la determinación, de forma endógena, de la escala total de operación de la empresa.

1. Modelos parciales de decisión

1.1. Los préstamos como output.

Entre los enfoques parciales del comportamiento de la empresa bancaria, el primero de ellos considera la concesión de préstamos como el *output* producido por aquélla con base en un volumen dado de recursos en forma de depósitos. El problema que tiene que resolver la empresa bancaria es el de la finalidad que debe dar a los fondos obtenidos en concepto de depósitos.

En la forma más simple de modelización, la primera decisión a adoptar es la de conceder más préstamos o mantener más reservas líquidas. Esta decisión es similar a la de gestión de la liquidez en una empresa cualquiera, y su resolución descansa sobre la consideración conjunta de los argumentos favorables y contrarios al mantenimiento de fondos

ociosos en tesorería: dichos fondos incurren en elevados costes de oportunidad, pero reducen el riesgo de insolvencia asociado a una retirada de depósitos.

En particular, las reservas de la empresa bancaria, en la medida en que no generan intereses para ella, incurren en un coste de oportunidad frente a los fondos concedidos en préstamos, que sería tanto mayor cuanto lo sea el tipo de interés a percibir de dichos préstamos. Por otra parte, las reservas son necesarias, en alguna medida, para hacer frente a una posible retirada de depósitos de mayor o menor magnitud. Cabe considerar aquí que una situación de deficiencia de reservas, en la cual éstas se agotan como consecuencia de la retirada de depósitos, fuerza a la empresa bancaria a acudir a mecanismos financieros de emergencia, con una considerable penalización en cuanto a tipo de interés.

Con un análisis de costes marginales en la empresa bancaria, ésta debería mantener reservas y, por tanto, conceder préstamos hasta el punto en que el coste marginal de oportunidad en que incurre una unidad adicional de reservas compense exactamente al menor coste esperado de ajuste, o de liquidez, asociado con una hipotética situación de deficiencia de reservas.

El coste marginal de oportunidad es el tipo de interés neto a percibir de los préstamos realizados (i_p); el coste esperado de ajuste, por su parte, es el resultante de multiplicar el tipo de interés de emergencia (i_e) por la probabilidad de que la retirada de depósitos supere al volumen mantenido de reservas. La condición de optimalidad se cumplirá, por tanto, para un volumen de reservas (R) con el cual la probabilidad de deficiencia (es decir, que la retirada de depósitos supere a R) sea igual a la *ratio* entre el tipo de interés de los préstamos (i_p) y el de emergencia (i_e).

Dicha conclusión se ve tan sólo parcialmente modificada si se introduce el supuesto, más realista, de la existencia de unos requisitos mínimos, en cuanto a reservas, que las empresas bancarias deben legalmente cumplir. La única modificación a considerar en tal caso sería la referente a la probabilidad de deficiencia de reservas: ésta no ocurre cuando la retirada de depósitos supera al nivel inicial de reservas (R), sino a la diferencia entre dicho nivel y el legalmente establecido como mínimo.

Tampoco sufre modificaciones sustanciales el enfoque anterior, ni sus conclusiones sobre la optimalidad del nivel de reservas y, por tanto, de concesión de préstamos, si se introducen una amplia variedad de éstos, cada uno con diferentes características en cuanto a rentabilidad esperada y riesgo. En un contexto de diversificación eficiente de carteras —y ésta es especialmente alcanzable por un intermediario financiero—, el único riesgo que persiste es el sistemático, que puede tratarse de forma conjunta con

el existente respecto a la retirada de depósitos. La conclusión general sigue siendo la misma, la de que el riesgo de retirada (en este caso, incluyendo el riesgo sistemático de los préstamos concedidos) iguala la *ratio* entre la rentabilidad esperada de los préstamos y el coste de la financiación de emergencia.

1.2. Los depósitos como output

En el enfoque anterior (de los préstamos como *output* objeto de optimización), los pasivos bancarios son considerados, tanto en su volumen total como en su composición, exógenos, y no como un criterio de decisión por parte de la empresa bancaria. El argumento más utilizado en favor de dicha simplificación considera que la empresa bancaria no tiene otra opción que aceptar todos los depósitos que la clientela desee realizar, dados unos niveles de tipos de interés para aquéllos. En tal caso, tanto el volumen como la composición de los depósitos pueden considerarse íntegramente determinados por la demanda y, por consiguiente, exógenos desde el punto de vista de la empresa bancaria.

Dicha argumentación es, cuando menos, discutible, máxime tras los recientes esfuerzos de las empresas bancarias para aumentar el atractivo de varios tipos de pasivos, e incrementar con ello no sólo el volumen total de éstos, sino también el peso de determinado tipo de depósitos en detrimento de otros. Junto a las decisiones tomadas por la empresa bancaria respecto al volumen y composición de los depósitos, también tiene una especial relevancia, en un enfoque que considere a los pasivos en general como la variable de decisión, la referente al peso total que sobre éstos deben tener el capital o los recursos propios de la empresa.

Estos últimos juegan un importante papel en la empresa bancaria, similar en gran medida al de las reservas en el activo; es decir, protección contra riesgos e incertidumbres de todo tipo, que se traducen en importantes costes de ajuste, y financiación de emergencia.

Contrariamente al enfoque de los préstamos como *output*, el de los pasivos como criterio de decisión pone más énfasis en los riesgos asociados con la rentabilidad a obtener de los activos que en los derivados de, por ejemplo, una retirada de depósitos.

Independientemente del mayor o menor énfasis en riesgos de activo o de pasivo, una situación de insolvencia, que es el escenario que la empresa bancaria persigue evitar, se presentaría cuando los activos de ésta cayesen, en un momento determinado, por debajo de los pasivos exigibles. En principio, y al margen de otros factores relacionados con volatilidad de precios o tipos de interés, la probabilidad de que aparezca una situación de insolvencia será tanto mayor cuanto mayor sea el volumen de deuda

emitida (depósitos) en relación con los activos (préstamos concedidos); es decir, cuanto menor sea el capital de la empresa bancaria.

Una situación de insolvencia provoca, cuando se presenta, o incluso previamente si se prevé dicha situación, importantes costes en la empresa bancaria. Entre ellos, cabe destacar los ineficientes reajustes de cartera provocados por la reducción de activos en un corto espacio de tiempo y, sobre todo, la interrupción de las actividades normales de la entidad como consecuencia bien de la pérdida de confianza ante el público o bien de la suspensión por parte de las autoridades reguladoras.

En un contexto de minimización de costes por la empresa bancaria similar al utilizado en la sección anterior, la decisión óptima con respecto a la distribución entre recursos propios y depósitos (o recursos ajenos en general) se obtiene al comparar el coste adicional de una unidad de recursos propios con la reducción en el coste esperado de insolvencia. En este sentido, es obvio que los recursos propios incurren en un coste de oportunidad sustancialmente más elevado que el coste financiero asociado con la captación de depósitos, por lo que, desde el punto de vista de coste financiero exclusivamente, la tendencia es hacia la minimización de los recursos propios. Por el contrario, un deseo de evitar situaciones (y costes asociados) de insolvencia, operaría en el sentido de incrementar el capital del banco. La condición de optimalidad determina el volumen de capital en un nivel al cual el exceso del coste de éste sobre el de los depósitos compensa exactamente la reducción del coste esperado de insolvencia que se produciría al incrementar en una unidad el capital.

Este análisis de oportunidad permite incorporar también la utilización de recursos reales por la empresa bancaria. Estos son necesarios, fundamentalmente, para producir los servicios financieros que aquélla ofrece a su clientela, y que pueden o no ser objeto de facturación por separado, al margen de los tipos de interés activos y pasivos.

En el primer caso, el análisis de optimalidad podría realizarse de forma independiente para la actividad de producción de dichos servicios. Estos serían producidos y ofrecidos, en un entorno competitivo, hasta el nivel en el que el ingreso marginal de un nuevo servicio a ofrecer sea igual al coste marginal de la producción.

Si, por el contrario, los servicios financieros no son facturados aparte, obviamente su imputación descansa en el reducido valor de los tipos de interés de remuneración a los depósitos. En tal caso, el análisis de optimalidad anterior seguiría siendo válido, siempre y cuando se considerase, junto al coste financiero de los depósitos, el coste de producción de los servicios financieros que se conceden en relación con aquéllos.

Retornando a la condición de optimalidad en la elección del nivel apropiado de recursos propios, y por tanto de depósitos, una consideración adicional a tener en cuenta es la más que probable interdependencia entre el coste financiero de los depósitos de una empresa bancaria y su volumen, relativo al de los recursos propios. En la medida en que, como vimos anteriormente, un mayor volumen de depósitos incrementa el riesgo de insolvencia, parece lógico que, conforme éste se incrementa, lo haga también el tipo de interés exigido por los depositantes. Este incremento actuaría, a su vez, como efecto «bola de nieve», ya que una mayor carga por intereses en el pasivo incrementa, a su vez, la probabilidad de insolvencia para la empresa bancaria.

El efecto de esta nueva hipótesis sobre el análisis de optimalidad, en cuanto a volumen apropiado de depósitos y de recursos propios, operaría a través de una mayor sensibilidad del coste esperado de insolvencia respecto de una variación en el volumen relativo de una y otra fuente de financiación. Dicha mayor sensibilidad redundaría, sin duda alguna, en un nivel óptimo para los depósitos más reducido que en el caso anterior (de tipos de interés insensibles al grado de endeudamiento de la empresa bancaria).

Existe, sin embargo, una institución que confiere un mayor realismo a la hipótesis de tipos insensibles para los depósitos, frente a la que parecería más lógica de tipos crecientes con el endeudamiento, y es la del Fondo de Garantía de Depósitos existente en la práctica totalidad de países desarrollados.

Desde el punto de vista del depositante, dicha institución hace igualmente atractivos todos los depósitos, independientemente del riesgo de insolvencia del banco en cuestión, y por tanto elimina la necesidad de una prima por riesgo (5).

2. El enfoque de la teoría de carteras

Las aproximaciones al comportamiento de la empresa bancaria utilizadas en el apartado anterior constituyen enfoques parciales, bien de la materialización de los activos o de la gestión de los pasivos de aquélla, considerando como exógeno en cada caso el otro lado del balance. En términos de la teoría económica de la empresa, ello es equivalente al análisis parcial que constituye la determinación del mínimo coste de producción dado un determinado nivel de *output*.

Un análisis integrado de la empresa bancaria debe explicar no sólo el activo o el pasivo cuando el otro es exógeno, sino las interacciones entre ambos y, lo que es más importante, la determinación del nivel óptimo de *output* de la empresa.

Uno de los enfoques más apropiados para dicho análisis es el basado en la teoría de la selección de

carteras eficientes. Al fin y al cabo, según los defensores de dicho enfoque, la empresa bancaria no es más que un conjunto de activos financieros, con rentabilidades que pueden considerarse exógenas. Esta sería una diferencia fundamental entre los modelos de cartera y los modelos «monopolistas» de la empresa bancaria, en los que las rentabilidades de los activos se consideran relacionadas con el volumen de préstamos concedidos (6). La consideración del riesgo como una variable explícita diferencia, aparte del carácter integrador, el enfoque de cartera de los enfoques abordados en la sección anterior. En este sentido, los pasivos bancarios podrían considerarse como activos cuyos pesos en la cartera de valores bancarios son negativos.

En el modelo más sencillo de los pertenecientes al enfoque de la teoría de carteras (Pyle, 1971), la empresa bancaria se enfrenta a la decisión de elegir entre tres tipos de activos financieros. Uno de ellos sin riesgo, y generando una rentabilidad mínima que podría representarse por r_0 . El ejemplo más palpable de dicho activo serían las reservas.

Los otros dos activos financieros generan rentabilidades sujetas a incertidumbre, y representarían, respectivamente, los préstamos concedidos y los depósitos captados. La esencia del negocio bancario podría representarse, en este contexto, como la emisión de depósitos, a remunerar con una rentabilidad incierta que denominaremos r_2 , para financiar con ellos préstamos de los que obtener una rentabilidad r_1 , también incierta.

El beneficio obtenido en un determinado período por la empresa bancaria puede expresarse como:

$$B = w_0 r_0 + w_1 r_1 + w_2 r_2$$

donde w_0 , w_1 y w_2 son, respectivamente, las proporciones que, sobre el negocio bancario, representan las reservas, los préstamos y los depósitos. Dada la naturaleza de la intermediación llevada a cabo por la empresa bancaria, es obvio que $w_0 + w_1 + w_2 = 0$. El beneficio puede, por tanto, representarse como:

$$B = w_1 (r_1 - r_0) + w_2 (r_2 - r_0)$$

La empresa bancaria determina las proporciones w_1 y w_2 , y por consiguiente las w_0 a mantener como reservas, de tal manera que se maximice la utilidad esperada de dicho beneficio, donde la función de utilidad se supone, como en los modelos de cartera en general, caracterizada por aversión al riesgo.

En el modelo de Pyle, se demuestra que, en el caso de independencia estocástica entre r_1 y r_2 , rentabilidades a obtener de los préstamos y a pagar por los depósitos respectivamente, la empresa bancaria elegiría valores de $w_1 > 0$ y de $w_2 < 0$; es decir, llevaría a cabo intermediación financiera sólo si existe una prima por riesgo positiva para los préstamos y negativa para los depósitos. Es decir, si

la rentabilidad esperada de los primeros supera a la rentabilidad sin riesgo y ésta supera a la rentabilidad (o, mejor dicho, coste) esperada de los depósitos.

En el caso, más realista, de correlación positiva entre r_1 y r_2 , la condición anterior es suficiente, aunque no necesaria, para que la empresa bancaria lleve a cabo intermediación, lo cual es lógico habida cuenta de que dicho escenario es más favorable para la intermediación que el de independencia estocástica. Si r_1 y r_2 están altamente correlacionadas y, por consiguiente, se mueven al unísono, tanto al alza como a la baja, se reduce la probabilidad de que el intermediario incurra en un diferencial de interés negativo.

Respecto a las dos críticas formuladas a los modelos parciales de la empresa bancaria analizados en el apartado anterior (de que ignoran las interdependencias entre activos y pasivos, así como la cuestión del tamaño óptimo de la empresa), el enfoque de carteras está, en gran medida, inmunizado contra ellas.

Por un lado, la interdependencia entre activos y pasivos queda fuera de toda duda y, de hecho, su determinación óptima se realiza de forma conjunta. En cuanto al tamaño óptimo de la empresa, éste viene condicionado por el grado de aversión al riesgo implícito en la función de utilidad. Si dicha aversión no existiese, la utilidad esperada crecería monótonicamente con el tamaño de la empresa en tanto en cuanto la rentabilidad esperada de los préstamos (r_1) supere a la de los depósitos (r_2).

Con todo, aun habiendo superado las dos críticas anteriormente mencionadas, el enfoque de carteras aplicado a la empresa bancaria deja todavía sin resolver algunos aspectos cruciales para justificar la existencia de ésta. En particular, este enfoque no se cuestiona por qué puede aparecer sistemáticamente una situación en la que $E(r_1) > E(r_2)$; es decir, que existan clientes dispuestos a poseer activos financieros emitidos por la empresa bancaria (depósitos) con una rentabilidad esperada inferior a la de los activos que dicha empresa adquiere.

La única respuesta posible, en el contexto de la pura teoría de carteras, descansaría sobre la aversión al riesgo. Si ésta no existiese, el arbitraje se encargaría de eliminar rápidamente el diferencial de tipos de interés entre activos financieros bancarios y no bancarios. En presencia de aversión al riesgo, sin embargo, puede no ser éste el caso si el arbitraje no es perfecto, al tenerse que llevar a cabo entre activos financieros con diferente nivel de riesgo. Este argumento entronca con el desarrollado en la sección sobre intermediación financiera, que pone el énfasis en el *pool* de riesgos que la empresa financiera permite llevar a cabo.

Sin dudar de que dicha explicación puede ser válida parcialmente, no parece suficiente sin em-

bargo, al obviar aspectos tan importantes como los costes de transacción y de producción de información, y la producción de servicios financieros por parte de la empresa bancaria; servicios que, si bien podrían catalogarse, en principio, al margen de los activos financieros considerados en el enfoque de carteras, lo cierto es que su producción guarda una estrecha relación con dichos activos, condicionada, en gran medida, a las rentabilidades r_1 y r_2 , que resultan cruciales en dicho enfoque.

En relación con esta cuestión, Baltensperger (1980, pág. 27) reconoce como la crítica más evidente al enfoque de carteras el considerar como totalmente exógenos a los tipos de interés r_1 y r_2 , o, mejor dicho, su distribución conjunta de probabilidades. Antes bien, dichos tipos de interés tienen un considerable carácter endógeno a la empresa bancaria, no tanto en el sentido de que ésta pueda, por cuenta propia, fijar monopolísticamente los precios cuanto en el de que, en un sistema de equilibrio competitivo, los precios se determinan en base a condiciones tanto de demanda como de coste.

Parece lógico, por tanto, que la naturaleza de los servicios producidos por las empresas bancarias y, en suma, las funciones de producción de éstas sean absolutamente imprescindibles para una correcta modelización de dichas empresas, aspectos ambos que son obviados en el enfoque de carteras, por lo que éste adolece, en gran medida, al igual que los enfoques presentados en el apartado anterior, de un carácter más bien parcial en el análisis del comportamiento de la empresa bancaria.

3. Un enfoque integrador: producción de servicios

La aplicación de la teoría de carteras a la empresa bancaria lleva implícita la consideración única de los aspectos financieros (transformación de activos primarios en activos intermediados), obviando totalmente los aspectos reales, o de utilización de recursos tanto humanos como tecnológicos. Y no cabe duda de que éstos tienen una importancia primordial (7), al mismo tiempo que es cuestionable el que puedan considerarse separadamente de los aspectos financieros.

Los modelos o enfoques sobre la empresa bancaria que ponen el énfasis en los aspectos reales de ésta constituyen modelos integrados de producción y costes de dicho tipo de empresas; es decir, pretenden explicar su tamaño y la estructura de sus activos y pasivos no simplemente en función de ciertos parámetros exógenos, sino, antes bien, en función de los flujos de recursos reales, y especialmente sus costes, utilizados para mantener y generar dichos activos y pasivos.

Este enfoque sostiene que los diferentes depósitos captados por la empresa bancaria —y, en muchos

casos, también los préstamos concedidos— llevan asociada, de forma más o menos explícita, la provisión de determinados servicios financieros a los clientes que realizan los depósitos o solicitan los préstamos.

De hecho, Sealey y Lindley (1977) llegan a argumentar que la empresa bancaria puede mantener depósitos y préstamos en su balance solamente gracias a la continua producción de un flujo de servicios a sus clientes. Dichos servicios son producidos por el banco con base en la utilización de recursos reales, y con una determinada tecnología.

La empresa bancaria tiene, por tanto, una función de producción en la cual las diferentes combinaciones de activos y pasivos serían los *outputs*, con base en la utilización de la correspondiente (según la función de producción) combinación de recursos reales como *inputs*.

Los *outputs* de la empresa bancaria son difíciles, si no imposibles, de definir con claridad, habida cuenta del carácter de intermediario anteriormente discutido. Las variables que más extensivamente han sido utilizadas en la literatura como *output* de la empresa bancaria son los activos totales, los activos productivos, los depósitos totales, los depósitos a la vista, el número de cuentas de depósitos y de crédito, los ingresos financieros, el margen de intermediación, etc., o alguna combinación de varias de ellas, como Benston (1972) resume.

La confusión, o falta de consenso, sobre las medidas apropiadas de *input* y *output* en la empresa bancaria, es una consecuencia, según Sealey y Lindley (1977), de que la práctica totalidad de la literatura sobre dichas empresas no identifica claramente los dos aspectos, técnico y económico, de la producción en las empresas bancarias.

El proceso técnico de producción constituye, en esencia, un proceso de transformación, en el cual determinados bienes y/o servicios (*inputs*) entran en un proceso en el cual pierden su identidad —es decir, dejan de existir en su forma original—, mientras otros bienes y servicios (*outputs*) son producidos.

En el caso de la empresa bancaria, el proceso de transformación implica la obtención de fondos de las unidades económicas excedentarias y su canalización hacia unidades deficitarias; es decir, intermediación financiera, en el sentido definido en las secciones anteriores. En un sentido técnico, por consiguiente, el *output* de la empresa bancaria es un conjunto de servicios financieros suministrados tanto a los depositantes (acreedores) como a los prestatarios (deudores).

Dichos servicios pueden clasificarse en:

1) Administración del mecanismo de pagos para los clientes con depósitos a la vista.

2) Servicios de intermediación para depositantes y prestatarios.

3) Otros servicios, como asesoría y gestión de patrimonios, etc., típicamente relacionados con las denominadas actividades de banca de inversión.

De todos estos servicios, son sin duda los suministrados a los depositantes los que más claramente pueden asociarse a la adquisición de *inputs* económicos por la empresa bancaria. En particular, como remuneración parcial a los depositantes por la utilización de sus fondos, la empresa bancaria produce, incurriendo para ello en costes sustanciales, servicios como compensación y liquidación de cheques, anotaciones en cuenta, custodia de valor, etc. De hecho, una característica tradicional de las empresas bancarias, que en gran medida está viéndose modificada últimamente, es que una parte sustancial de sus costes de producción es incurrida para la provisión de servicios que se suministran, bajo la apariencia de gratuidad, como remuneración a un *input* (depósito). O, dicho alternativamente, el coste incurrido por la empresa bancaria para atraer depósitos se compone de un coste implícito, incurrido en la producción de servicios para los depositantes, y uno explícito, de pago de intereses por depósitos.

La empresa bancaria, en este sentido, puede verse como una combinación de departamentos conceptualmente diferentes, en cada uno de los cuales sus actividades requieren *inputs*, y las relaciones entre éstos y el *output*, en cada departamento, están gobernadas por funciones de producción separadas y diferentes de unos departamentos a otros.

Dichas funciones de producción separadas, para los diferentes activos y pasivos de la empresa bancaria, expresarían el *output* de cada uno de ellos en función de la utilización de diferentes combinaciones de *inputs*. A su vez, la función de producción conjunta para la empresa bancaria debe permitir interacciones entre los varios departamentos anteriormente mencionados. Dichas funciones de producción constituyen, junto con el equilibrio contable entre activos y pasivos —ajustados por los correspondientes coeficientes legales—, las restricciones bajo las cuales se plantea la maximización del beneficio de la empresa bancaria, determinado por la diferencia entre la rentabilidad de los activos y el coste total de los *inputs*, tanto financieros (pasivos) como no financieros.

Suponiendo dados exógenamente por el mercado los tipos de interés activos y pasivos (8), así como el coste de utilización de los *inputs* no financieros, la optimización del beneficio, condicionada a todas las restricciones anteriores, permite obtener los óptimos valores de los activos, pasivos e *inputs* no financieros a utilizar; en suma, tanto la estructura como la dimensión óptima de la empresa.

Lo que parece fuera de duda es que, con dicho

enfoque, las decisiones referentes a la estructura de los activos y pasivos de la empresa bancaria, así como, en general, la de su dimensión óptima, no pueden tomarse de forma independiente para cada uno de ellos, sino de forma conjunta.

NOTAS

(1) BENSTON (1972) ofrece una amplia discusión de las medidas de *output* bancario utilizadas en la literatura.

(2) FAMA (1980) reconoce el coste de reposición de fondos por parte de los depositantes, y de los intermediarios y los propios agentes económicos, para determinar cuándo una transacción es posible.

(3) ACKERLOFF (1970) desarrolla analíticamente este argumento.

(4) JENSEN y MECKLING (1976), y ROSS (1977), son sus exponentes principales.

(5) Precisamente, se critica a menudo al Fondo de Garantía de Depósitos, y en particular al hecho de que la aportación a éste sea lineal para todos los bancos independientemente de su endeudamiento, como inductor de una excesiva asunción de riesgos por algunas entidades bancarias.

(6) KLEIN (1971) sería el exponente más representativo de dicho enfoque.

(7) A modo de ejemplo, el sistema bancario español «emplea» a cerca del 4 por 100 de la población activa en España. En otros países europeos, con sistemas bancarios menos intensivos en recursos humanos que el nuestro, difícilmente desciende del 2,5 a 3 por 100 dicha utilización de la población activa.

(8) Alternativamente, si la empresa bancaria concreta puede influir sobre R_i o C_j , debido a su posición monopolística en el mercado, dichos parámetros vendrían determinados por las funciones de oferta y demanda del público para pasivos y activos bancarios.

REFERENCIAS

- ACKERLOFF, G. (1970), «The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism», *Quarterly Journal of Economics*, número 85, agosto.
- BALTENSPERGER, E. (1980), «Alternative approaches to the theory of the banking firm», *Journal of Monetary Economics*, n.º 6, enero.
- BENSTON, G. J. (1972), «Economies of scale and financial institutions», *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo.
- y SMITH, C. (1977), «A transactions cost approach to the theory of financial intermediation», *Journal of Finance*, mayo.
- CAMPBELL, T., y KRAKAW, W. (1980), «Information production, market signalling and the theory of financial intermediation», *Journal of Finance*, n.º 4, septiembre.
- DRAPER, D., y HOAG, J. (1978), «Financial intermediation and the theory of agency», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, noviembre.
- FAMA, E. (1980), «Banking in the theory of finance», *Journal of Monetary Economics*, n.º 6, enero.
- (1984), «Problemas de agencia y teoría de la empresa», traducido en *Información Comercial Española*, julio.
- HAUBRICH, J. (1989), «Financial intermediation», *Journal of Banking and Finance*, n.º 13.
- JENSEN, M., y MECKLING, W. (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, n.º 3.
- KLEIN, M. (1971), «A theory of the banking firm», *Journal of Money, Credit and Banking*, mayo.
- LELAND, W., y PYLE, D. (1977), «Information asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, número 32.
- PYLE, D. (1971), «On the theory of financial intermediation», *Journal of Finance*, n.º 26, julio.
- ROSS, S. (1977), «The determination of financial structure: the incentive-signalling approach», *The Bell Journal of Economics*.
- SEALEY, C., y LINDLEY, J. (1977), «Inputs, outputs and the theory of production and cost at depository financial institutions», *Journal of Finance*, n.º 4, septiembre.
- TOWEY, R. (1974), «Money creation and the theory of the banking firm», *Journal of Finance*, n.º 29, marzo.

LA BANCA FEDERADA. APORTACIONES Y LIMITACIONES DE UN NUEVO MODELO ORGANIZATIVO

Zulima FERNANDEZ

I. NUEVAS ESTRUCTURAS PARA BANCOS Y CAJAS

Tras los procesos de innovación financiera que trastocaron el mundo financiero en la década pasada, los comienzos de ésta están marcados, en cierta medida, por los cambios en los sistemas organizativos y de dirección. Las exigencias crecientes de una clientela cada vez más extensa e informada y la variedad de productos y servicios ofertados crean problemas crecientes de gestión a unas entidades, como son bancos y cajas, con unos rasgos muy peculiares por la cantidad de recursos que comparten y la incidencia de su personal tanto en la concepción como en la producción y distribución de sus productos y servicios. Esos problemas se agudizan, por lo demás, como resultado de la competencia provocada por entidades de nuevo cuño, financieras y no financieras, capaces de satisfacer con éxito demandas concretas del mercado con organizaciones más livianas.

El diseño de nuevas estructuras organizativas y sistemas de información y gestión puede proporcionar, pues, una ventaja competitiva de primera magnitud para bancos y cajas de ahorros. Ya se han hecho varias propuestas en este sentido, como la de Crane y Eccles (1988) y, más recientemente, la de la consultora McKinsey (Grima y Löhneisen, 1991; Löhneisen *et al.*, 1990 a y b).

En ambos casos, se aboga por sustituir las estructuras clásicas, que emplean los mismos recursos humanos y materiales para producir y distribuir la mayoría de sus productos y servicios (en realidad, todos aquellos que la legislación permite), por otras de carácter multidivisional; esto es, formadas por divisiones especializadas en la provisión de productos y servicios financieros concretos. Por ello, el modelo no es nuevo (1), aunque la denominación que se le da —banca federada— sí lo es, al menos aplicada al campo de la gestión. En el contexto financiero, adoptar una estructura de este tipo supone, como se puede ver en el esquema 1 (Grima y Löhneisen, 1991; Löhneisen *et al.*, 1990):

a) Crear unidades especializadas, que operen, en lo posible, como negocios independientes. Incluso pueden contratar con terceros si encuentran mejores condiciones; y cuando el sistema se desarrolle hasta sus últimas consecuencias, serán jurídicamente independientes, con su capital en Bolsa. Unas divisiones se especializarán en actividades de producción, otras de distribución y una tercera en procesamiento de transacciones.

b) Organizar las unidades de distribución por grupos homogéneos de clientes (por niveles de renta de las familias y tamaños de las empresas) con el propósito de hacerles ofertas diferenciadas.

c) Centralizar algunas actividades, en particular aquellas que aún se consideran susceptibles de escala o alcance.

Con ello se pretende combinar las ventajas de la especialización —cada unidad se dedicará sólo a aquello en lo que tiene una ventaja competitiva— con los beneficios que proporcione la centralización de otras actividades.

Al menos por lo que se refiere a unidades de distribución, en España poseemos varios ejemplos de ese modelo, como son el grupo público Argentario, las cajas vascas y, previsiblemente en un futuro, la Caixa. Así, la BBK ha organizado sus negocios en divisiones, cada una de las cuales (excepto la Caja de Inversiones) atiende a un tipo de clientes concreto (esquema 2). Además, ha establecido acuerdos con las otras cajas vascas para ofertar de forma conjunta productos y servicios especializados (operaciones en los mercados de capitales, sistemas informáticos, seguros y pensiones, servicios informáticos, valoración y tasaciones), bien a la clientela bien a las propias cajas (véase Garmendía, 1990). Este modelo combina, en suma, la creación de unidades de distribución dirigidas a un tipo de clientela, con la puesta en común de una serie de actividades de producción especializadas. Esta segregación permitirá dotar a cada división de los recursos y *know how* adecuados, así como cumplir la legislación vigente; además, trabajar para las tres cajas hará más fácil que alcancen una escala eficiente.

ESQUEMA 1
LA ESTRUCTURA DE BANCO FEDERADO



Fuente: Löhneysen et al. (1990).

En general, la mayoría de grupos bancarios españoles cuentan ya con unidades especializadas en banca de negocios, banca «privada», etc. Igualmente participan (aunque aquí hay un imperativo legal) en sociedades de Bolsa, seguros y *leasing* (en este caso, ya ha desaparecido dicho imperativo). También emplean segundas marcas para hacer una oferta de banca minorista a tipos específicos de clientes. Parece, pues, que ya han asumido la necesidad de segregar algunas actividades de la estructura del banco universal, habida cuenta de sus características diferenciales en términos de técnicas de gestión y habilidades requeridas para desempeñarlas correctamente.

Se trata ahora de saber hasta qué punto generalizar ese proceso de especialización puede proporcionar una ventaja competitiva frente a las entidades con organizaciones clásicas, pero también frente a las instituciones especializadas cuyas ventajas trata de emular. En efecto, si esta estructura consiste precisamente en eso, en una federación de negocios a los que se trata de dar la máxima autonomía po-

sible, surge una pregunta de forma inmediata: ¿por qué no «romper» la organización y constituir un grupo financiero alrededor de un *holding* estricto (sólo tomador de títulos)? O mejor, ¿por qué no devolver al mercado todas las empresas candidatas a federarse? El núcleo de la discusión radica, entonces, en determinar cuáles son las ventajas del banco universal que aún persisten frente a competidores más especializados y cómo explotarlos óptimamente.

II. ESTRUCTURAS DIVISIONALES VERSUS ESTRUCTURAS TRADICIONALES EN LAS ENTIDADES BANCARIAS

La organización bancaria tradicional obedece al esquema de banca universal, donde, bajo una misma estructura decisoria, se ofrece una amplísima variedad de productos, amparada en el principio de costes compartidos. En contrapartida, tiene más dificultades para alcanzar la misma experiencia que un

ESQUEMA 2
UNIDADES DE NEGOCIO DE LA BBK



Fuente: Astiz (1991).

especialista en la provisión de productos y servicios cada vez más sofisticados. De hecho, el simple empleo de la misma red de distribución (las sucursales) para hacer llegar a cualquier cliente la oferta completa del banco reduce las posibilidades de ofrecer un trato diferenciado y de contar con personal especializado, con la cualificación suficiente para atender las necesidades de clientes concretos o incluso de anticiparse a ellos haciéndoles ofertas por propia iniciativa.

Por ello, a primera vista, parece que la solución divisional —esto es, crear unidades especializadas— puede proporcionar una serie de ventajas, entre las que destacaríamos:

1.º) Indicar las nuevas prioridades del banco o caja que pretende dar un trato diferenciado a cada uno de sus productos o mercados. La creación de divisiones específicas para cada uno de ellos, complementada por los correspondientes sistemas de control y recompensas, proporciona a empleados y clientes una idea clara de cómo y hacia dónde se orienta la actuación de cada división.

2.º) Medir la rentabilidad de productos y mercados y compararla con la de empresas especializadas competidoras. Esto tiene una doble consecuencia:

a) asigna a los directivos un objetivo claro y vinculado con la obtención de beneficios; b) permite identificar actividades no rentables, así como eliminarlas con más facilidad (se vende o disuelve la división).

3.º) Combinar estrategias y formas de actuación distintas. Así, una división puede dedicarse a actividades de banca «privada» y otra de banca al detalle para niveles medios y bajos de renta, empleando en cada caso los sistemas de producción/*marketing* más adecuados. Algo similar ocurre con las actividades de banca de inversiones, empresarial y minorista.

4.º) Incorporar nuevos negocios dentro del grupo; se trataría de añadir una unidad más, que, como acabamos de ver, podrá conservar sus propias características, incluidos los sistemas de gestión.

5.º) Separar las actividades protegidas por el seguro de depósito del resto. Así se evitarían los problemas de riesgo moral (2).

La cuestión estriba en determinar cuál es el criterio de formación de divisiones. Una posición extrema consistiría en diseñar unidades autónomas completamente autocontenidas, cada una de las cuales se ocuparía del diseño, elaboración y distribución de

un producto o servicio financiero, o parafinanciero, destinado a un mercado concreto (préstamos, créditos hipotecarios, negociación de valores, seguros, tarjetas de crédito, etc.). Este modelo reproduce un grupo de empresas prácticamente independientes que por no compartir, no comparten ni siquiera los clientes, con lo que se pierden las ventajas que podrían esperarse del banco universal. De hecho, varias divisiones podrían competir por el mismo cliente, lo que, además, originaría conflictos de interés (3); además, una división podría desatender a un cliente que fuera importante para otra. A ello se añade la imposibilidad de hacer una oferta completa de productos por tipo de cliente, lo que, a la vez, es un factor de diferenciación y fidelización, al incrementar los costes de cambio de proveedor (Crane y Eccles, 1988).

La estructura federada, por su parte, en la concepción de McKinsey, distingue entre divisiones de producción y distribución, con lo que resalta el proceso de integración vertical que se produce en bancos y cajas, y que el hecho de tratar con servicios enmascara en cierta medida. Esto exige analizar el tema de los precios de transferencia entre divisiones. En cualquier caso, la existencia de un mercado externo para los productos y servicios bancarios (la oferta de otras entidades, especializadas o no), hace

que esos precios tiendan a moverse desde aproximaciones de coste hacia precios de mercado (Eccles, 1985), lo que facilita el empleo de estructuras divisionales, que suponen menos coordinación interna y un mayor empleo de controles financieros (Hoskinsson *et al.*, 1991) que las clásicas.

El diseño de la estructura rompe, pero sólo en parte, con el principio de compartir recursos. La separación entre unidades de producción y distribución, y la especialización de éstas, elimina la posibilidad de compartir algunos costes, como por ejemplo la misma red de oficinas para llegar a todos los clientes, pero aún permite la explotación de algunas sinergias; primero, porque se mantienen centralizadas las actividades presumiblemente más sensibles a escala y alcance; segundo, porque, incluso especializando las divisiones de producción y distribución, pueden utilizarse de forma conjunta: un mismo producto puede distribuirse por varias vías; las divisiones de distribución comercializan productos y servicios de varias unidades de producción (en el esquema 3 aparece una comparación de las ventajas de este modelo con las del anterior).

ESQUEMA 3

COMPARACION ENTRE UNA ESTRUCTURA FEDERADA Y UNA ESTRUCTURA DIVISIONAL PRODUCTO/MERCADO

<i>ESTRUCTURA DIVISIONAL</i>	<i>ESTRUCTURA FEDERADA</i>	
<i>Divisiones autónomas</i>	<i>Unidades de distribución</i>	<i>Unidades de producción</i>
Señala las nuevas prioridades	Orienta la actuación de la unidad hacia el servicio diferenciado o a bajo coste a los clientes	Orienta la actuación hacia la oferta de productos <i>standard</i> o diferenciados (innovadores, a medida, etc.)
Permite medir la rentabilidad de productos y mercados	Permite medir la rentabilidad de cada cliente importante o tipo de cliente	Permite medir la rentabilidad de cada tipo de producto
Asigna objetivos vinculados con beneficios por cliente o producto	Asigna objetivos vinculados con cada tipo de cliente	Asigna objetivos por tipo de producto
Permite emplear distintas estrategias en cada unidad de negocio	Emplea sistemas de dirección y gestión acordes con cada tipo de cliente	Emplea sistemas de gestión acordes con las características del proceso de producción empleado
Permite añadir con facilidad nuevas actividades	Permite añadir nuevas actividades de distribución o producción, que podrán distribuir sus productos a través de ellas	Permite añadir nuevas unidades de producción o distribución
Identifica negocios no rentables o adecuados a la estrategia corporativa. Permite eliminarlos con facilidad	Identifica negocios no rentables o adecuados a la estrategia corporativa. Permite eliminarlos con facilidad	Identifica negocios no rentables o adecuados a la estrategia corporativa. Permite eliminarlos con facilidad
Permite eliminar los problemas de riesgo moral provocados por el seguro de depósitos	Permite eliminar los problemas de riesgo moral provocados por el seguro de depósitos	Permite eliminar los problemas de riesgo moral provocados por el seguro de depósitos
Permite que cada empresa se especialice en aquello en lo que tiene ventajas competitivas. Sirve para aprovechar simultáneamente las ventajas de la especialización y de la diferenciación	Reduce el conflicto de intereses Estimula el desarrollo de ventajas competitivas en distribución. Permite hacer ofertas integradas a los clientes, lo que estimula la venta cruzada, diferencia la oferta y aumenta los costes de cambio	Favorece la explotación de ventajas competitivas en cada tipo de producto
	Facilita la realización de acuerdos	Facilita la realización de acuerdos
	Introduce la disciplina del mercado	Introduce la disciplina del mercado

III. DE COMO CONSERVAR LAS VENTAJAS DEL BANCO UNIVERSAL CON UNA NUEVA ESTRUCTURA

La estructura federal pretende seguir aprovechando las ventajas del banco universal y combinarlas con las del especialista. Frente a las estructuras tradicionales, propone construir divisiones para cada actividad de producción o distribución que se sustente sobre ventajas competitivas específicas; frente a las empresas especializadas, quiere explotar la puesta en común de algunos recursos, como son la información sobre clientes o la imagen de marca.

La posesión de una cartera de clientes, necesitados de una amplia variedad de productos y servicios financieros, es una ventaja que el banco universal posee frente a los especialistas. Ahora bien, para que sea realmente útil es preciso disponer de bases de datos completas y únicas sobre ellos, accesibles para toda la organización (los archivos de información de clientes, *ClF-customer information files*). Ello permitirá hacerles ofertas diferenciadas, así como estimar los costes y beneficios originados por cada grupo.

El esquema federal recoge esta idea y, por lo tanto, propone centralizar la información sobre clientes. Ahora bien, esta ventaja puede convertirse en inconveniente si se distribuye esa información de forma indiscriminada entre todas las divisiones. El diseño de banca federada permite resolver muchos conflictos de interés, al establecer límites institucionales entre negocios; pero no puede acabar con los solapamientos inevitables que permanecen. La oficina central deberá controlar el acceso a determinadas informaciones, así como verificar el uso que ella misma hace. La transferencia de información —concretamente, entre las divisiones de banca comercial y corporativa— puede provocar numerosos y graves conflictos de interés (Campbell, 1988, 359); pensemos, por ejemplo, en los problemas que suponen las divisiones de acumulación de activos, gestión de patrimonios y banca corporativa si se dispone y emplea información confidencial. No podemos olvidar cómo entre las «murallas de China» que se sugieren para reducir esos conflictos se encuentran los sistemas informáticos incompatibles entre las actividades que se consideran conflictivas (Andreu y Arasa, 1990, 198-199). Por ello, el establecimiento de un sistema integrado de información debe hacerse con cuidado, evitando que la información fluya a quien pueda hacer mal uso de ella. En cualquier caso, toda muralla es expugnable, por lo que probablemente sea más operativo —y también más difícil— construir una cultura que deseche ese tipo de comportamientos.

El mantenimiento de una oferta diversificada bajo una misma dirección también ofrece ventajas derivadas de la explotación de la reputación e imagen

de marca. La capacidad para innovar es una de las bases de la posición competitiva de cualquier empresa. Ahora bien, la actividad financiera presenta características distintivas frente a otras industrias. Los nuevos productos son fácilmente imitables por la competencia, por lo que las ventajas competitivas derivadas de la innovación en productos y servicios son de corta duración. Esto hace que la capacidad de diferenciación de las entidades dependa, en gran medida, de su reputación e imagen de marca frente a los clientes. En consecuencia, las entidades bancarias pueden aprovecharse de la reputación adquirida en una línea de producto para lanzar otra con costes más reducidos, entrar en mercados internacionales o reducir la volatilidad que originan los mayores niveles de información y exigencia de la clientela. El prestigio y la confianza de los depositantes puede reducir también la prima de riesgo exigida por éstos.

La red de sucursales es uno de los recursos compartidos por excelencia en la banca. A través de ella pueden comercializarse una gran variedad de productos y servicios, lo que permite abaratar los costes unitarios de distribución a cambio de incrementar los de compromiso y coordinación. El uso compartido de la red aumenta las posibilidades de venta cruzada y permite hacer ofertas integradas a los clientes que traten de resolver su problema de la forma más ajustada posible.

Ahora bien, en el momento actual, esto se está cuestionando por dos motivos: 1) la red masiva impide proporcionar un trato diferenciado a cada tipo de cliente, 2) el personal de ventas no tiene la cualificación suficiente para promocionar y recomendar algunos productos cuya complejidad no comprende. Además, no debemos olvidar cómo las nuevas formas de venta —como el *marketing* directo y la introducción de sistemas alternativos de gestión de transacciones (tarjetas, cajeros)—, así como las nuevas modalidades de concesión de créditos reducen la necesidad de visitar la sucursal, y con ella la posibilidad de realizar ventas cruzadas (Channon, 1990, cap. 9). Pierden utilidad, por lo tanto, los sistemas de distribución masiva.

La creación de divisiones de distribución —que propugna el modelo federal— fuerza a segmentar el mercado e identificar grupos significativos de clientes, a los que se hará una oferta lo más completa posible y adaptada a sus necesidades. Esto supone reconsiderar la utilización de la red de oficinas de bancos y cajas, seleccionándolas y adaptándolas según las necesidades del mercado con el que se relacionen. De esta manera, se conserva una de las ventajas del banco universal: la posibilidad de hacer una oferta completa a cada tipo de cliente. De hecho, podemos pensar que este sistema la potencia, ya que tiene más información y personal mejor preparado para atender a cada grupo (4).

Con la especialización de la red de oficinas se pierden algunas hipotéticas economías de alcance; pero también debemos recordar que, en paralelo, las oficinas pueden rentabilizarse incrementando la oferta de productos como seguros, productos de acumulación de activos, etcétera.

La creación de unidades especializadas en cubrir las necesidades de un segmento del mercado reduce la competencia por los clientes, aunque no puede eliminarla, ya que será difícil establecer separaciones tan nítidas que cubran todas las demandas previsibles. En cualquier caso, con esta estructura se puede paliar el conflicto de intereses connatural con el banco universal clásico. Con los clientes se relacionan unidades de distribución, cuya tarea (por la que deberán ser retribuidos) consiste en hacer la mejor oferta a sus clientes en productos de inversión, financiación y transacciones, comprándola a otras unidades de la empresa o a terceros. Cuando los resultados de la sucursal se miden por el nivel de depósitos, es lógico esperar que se potencie la venta de este producto en detrimento de otros. Si ahora lo que cuentan son los beneficios y la relación con los clientes, el comportamiento variará. En cualquier caso, es recomendable que los nuevos sistemas de control y recompensas sean complementados por una política de personal que prime la atención al cliente y el respeto por sus intereses.

La posibilidad de subcontratar con terceros introduce la disciplina del mercado y, en consecuencia, estimula la mejora de eficiencia y competitividad de las unidades de producción, cuyo referente son las empresas especializadas. Recordemos que una de las razones para cambiar la organización radica, precisamente, en cerrar el flanco que las subvenciones cruzadas ofrecen a los especialistas más eficientes. Ahora, las unidades de producción que no sean capaces de ofrecer un producto competitivo, en términos de precio y atributos, verán desviarse la demanda hacia proveedores externos.

Este rasgo es crucial en el diseño, por cuanto trata de reproducir la situación de las unidades especializadas; no lo es tanto, a nuestro modo de ver, la separación entre unidades de producción y distribución. El proceso productivo en el ámbito de los servicios tiene unas características muy peculiares, ya que la producción y la distribución se solapan. Sin embargo, sí podemos establecer, en muchos casos, una separación nítida entre desarrollo de productos y producción-venta: se determinan las características que tendrá la provisión de un producto o servicio financiero dado y los agentes de venta sólo deben adaptarlo al caso de cada cliente. Con ello, como es obvio, se estandariza la producción. Pues bien, ¿cuáles son, entonces, las novedades de la estructura federal? Aparte de la propuesta de segmentar el mercado por clientes y no por zonas geográficas, propone crear divisiones especializadas de producción de productos específicos, como créditos

hipotecarios y al consumo, que antes eran responsabilidad de los servicios centrales.

Para crear una unidad especializada, es necesario cumplir al menos dos requisitos: 1) las actividades a realizar deben apoyarse sobre ventajas competitivas específicas, como son habilidades y destrezas especiales, relaciones con los clientes, etc., y 2) el volumen de operaciones ha de ser eficiente. La segregación de negocios, como banca de inversiones y corporativa o los productos de acumulación de activos, con personal y técnicas de gestión muy especiales, responde al primero de esos requisitos. Del segundo dependerá que se creen divisiones propias, se establezcan acuerdos con terceros o, sencillamente, no se realicen determinadas operaciones.

Sin embargo, la creación de otras unidades de producción parece más discutible. Pensemos en el caso de los créditos hipotecarios. Bien es cierto que la introducción de nuevas tecnologías ha permitido romper la cadena de creación de valor; de manera que cada una de las actividades funcionales vinculadas con el diseño, producción y venta de un crédito hipotecario puede ser desempeñada por una entidad distinta, lo que ofrece oportunidades a las entidades especializadas. Así, por ejemplo, entidades cercanas a los posibles clientes por su tipo de actividad (como inmobiliarias) o por su red de distribución (como cajas y bancos pequeños), pueden tener ventajas en la realización (búsqueda del solicitante y concesión) y administración del préstamo (en este último caso, si cuentan con capacidad de procesamiento excedentaria). Por el contrario, una entidad grande, como un banco mayorista, puede financiar el crédito con menores costes, manteniéndolo en su activo o convirtiéndolo en títulos (Llewellyn y Drake, 1987). Esta «desintegración» de la cadena de valor es más eficiente que la operación ordinaria, ya que la segunda institución puede financiar la tenencia del activo con un coste inferior al del vendedor. Por ello, esa solución sí podía ser útil para pequeñas entidades, como muchas cajas de ahorros, que se especializarían en generar operaciones, pero no en financiarlas. Sin embargo, la propuesta de Grima y Löhneysen (1991) asigna a la unidad de crédito hipotecario las labores de desarrollo de productos, valoración del riesgo y procesamiento, por lo que no entendemos cuáles son las ventajas que este diseño proporciona, salvo, tal vez, para entidades muy grandes en las que la escala de operaciones justificara la especialización.

Este era, de hecho, el segundo requisito que imponíamos; pero fijémonos en el primero. Esas tres actividades también podrán trocearse: del procesamiento podrá ocuparse la unidad ya especializada en ello, mientras que otra podría dedicarse a la valoración de riesgos; las tareas de desarrollo de producto podrían, por último, aplicarse al diseño de distintos tipos de crédito que, de forma estandarizada, fueran a distribuirse por vías alternativas.

En resumen, la creación de unidades de producción está justificada en algunos casos de manera determinante —como, por ejemplo, para los seguros e intermediación bursátil (a lo que, además, obliga la legislación)—; en otros, tal vez fuera más conveniente mantener de forma centralizada, en la oficina central del *holding*, el diseño de distintos tipos de productos que después serán comercializados a través de las unidades de distribución o, incluso, franquiciados a terceros. La misma solución puede arbitrarse para la financiación, lo que reduciría los costes y aumentaría la flexibilidad de pequeñas unidades, como muchas cajas de ahorros.

Por lo demás, la ventaja adicional que proporciona el modelo federal —eliminar la subsidiarización cruzada al introducir la disciplina del mercado— puede conseguirse igual; máxime si pensamos en que los mercados, cada vez más competitivos, proporcionarán los precios de referencia. Por el contrario, aunque hubiera divisiones formalmente autónomas, si las indicaciones de la oficina central imponen que se mantengan los tratos dentro del grupo, el esquema habría fallado en la práctica.

Por último, la identificación de unidades de distribución —y, en su caso, de producción— autónomas tiene utilidad a la hora de establecer acuerdos con otras entidades, lo que permitirá aprovechar simultáneamente las ventajas de la especialización y la escala, sin necesidad de incrementar la capacidad. Hay varios tipos de acuerdos que pueden utilizarse dentro de este esquema:

a) Creación de empresas mixtas entre empresas competidoras o pertenecientes a distinta actividad. En el primer caso (donde se incluyen las redes de cajeros o las sociedades de procesamiento de tarjetas), el acuerdo permite alcanzar el tamaño mínimo eficiente en una actividad demasiado grande para ser abordada individualmente por los participantes. En el segundo, se pueden aliar dos empresas con distintas ventajas competitivas que, de esta manera, se complementan y potencian, caso típico de los acuerdos entre bancos y entidades especializadas para crear o distribuir tarjetas.

b) Establecimiento de relaciones estables de subcontratación con proveedores independientes o distribuidores; como ocurre con la subcontratación total o parcial de las necesidades informáticas.

c) Concesión de franquicias para realizar determinadas actividades. De esta manera, bancos más pequeños o especializados pueden emplear sus redes de distribución para ofertar productos que no diseñan ni financian.

IV. LOS PELIGROS DE LA INNOVACION MIMETICA

Por lo tanto, entendemos que la elección de las actividades a desarrollar centralmente (desde la oficina corporativa) y a producir en unidades de producción autónomas dependerá más de las habilidades y volumen de negocio de cada entidad que de análisis preconcebidos, como los de Löhneysen *et al.* (1990 a y b). Como filosofía, entendemos que sí tiene sentido, porque transmite a la organización la idea de que sólo merece la pena dedicarse a aquello que se hace bien. El resto vale más comprarlo o no ofertarlo.

El problema que puede surgir aquí es que, a falta de controles estrictos, la entidad decida hacerlo todo, habida cuenta de la facilidad que proporciona esta organización para añadir nuevas divisiones de producción o distribución, mediante la compra, por ejemplo, de una empresa ya instalada. Es éste un tipo de estructura que favorece la expansión por la facilidad que otorga para introducir nuevas actividades, pero también porque permite que se haga, con carácter previo, un análisis de la viabilidad de esas actividades. Cuando todas se realizan en la misma estructura, la presunción de que comparten los mismos recursos estimula la adición de nuevos negocios, puesto que se supone que no originarán ningún incremento de costes fijos. La creación de divisiones autónomas deberá requerir, por contra, la justificación previa de su rentabilidad. Ahora bien, si este análisis no se hace, esa misma facilidad de adición puede impulsar a las empresas a iniciar nuevos negocios para los que carecen de ventajas competitivas. En la banca, hay una cierta cultura de la imitación, tanto en productos como en procesos; las instituciones automatizan sus procesos o entran en nuevas actividades sólo porque otros lo hacen, o simplemente porque pueden. La facilidad para adoptar innovaciones ajenas, de hecho, es peligrosa. En primer lugar, porque las operaciones complejas tardan en ser entendidas en profundidad; pero, además, incluso dominando la operatoria, un banco no tiene por qué entrar en cualquier actividad si no tiene ventajas competitivas para ello. En determinados casos, el exiguo volumen de operaciones o de relaciones con clientes no justifica la designación de recursos especializados. En otros, la *ratio* de innovación es tan elevada que antes de dominar las claves de un producto ya ha sido sustituido por otros. No todas las líneas de negocio se sustentan sobre las mismas ventajas competitivas, y eso afecta tanto al proceso de concepción y desarrollo de productos como a la ulterior producción y distribución.

Debemos tener en cuenta, en fin, que los negocios más atractivos por la rentabilidad que proporcionan son aquellos más resguardados de la competencia exterior. Para entrar en ellos, es preciso disponer de

ventajas competitivas que no estén a disposición de todos. En sentido contrario, cualquiera puede acceder a un sector poco protegido, lo que conducirá a una sobrecapacidad y, en consecuencia, a una caída general de la rentabilidad. El ejemplo de las sociedades y agencias de Bolsa es sobradamente conocido, como sector con una evidente sobrecapacidad y avocado a un proceso de reestructuración inevitable.

En contrapartida, cada vez está más extendida la idea de que los recursos y capacidades que una empresa domina son la base de su ventaja competitiva. Entre esos recursos se contabilizan no sólo los tangibles, como redes de sucursales de bancos y cajas, sino los intangibles, como reputación e imagen de marca, relaciones con clientes, información sobre ellos y conocimientos técnicos. Sin embargo, la obtención de una ventaja competitiva depende menos de los recursos disponibles que de la disposición para gestionarlos mediante el desarrollo de habilidades y capacidades embebidas en las prácticas de individuos y grupos en la organización. En la medida en que esas capacidades supongan patrones complejos de relación entre recursos humanos y materiales, se interioricen y se incluyan dentro de las prácticas organizativas, convirtiéndose en rutinas organizativas, proporcionarán a la empresa una ventaja competitiva de primera magnitud, difícil de identificar y menos de reproducir por la competencia (Grant, 1991) (5).

Este enfoque es particularmente sugerente para un sector como el bancario, donde tan difícil es defender las innovaciones y, en general, cualquier forma de diferenciación; sin embargo, existen diferencias nítidas entre unos bancos y cajas y otros. Presumiblemente, los mejores han ido desarrollando unas capacidades, una forma de hacer las cosas, que los diferencia del resto y les proporciona una ventaja frente a ellos. Capacidades que se manifiestan en la disposición para atender a los clientes con productos de bajo coste o adaptados a sus necesidades, para desarrollar nuevos productos o para ser capaz de adoptar con rapidez y eficacia los lanzados por otros, por poner sólo tres ejemplos significativos. Quiere esto decir que desperdigar tales habilidades en divisiones diferentes, en aras de la autonomía, puede deshacer una ventaja competitiva arduamente forjada o impedir que se consolide.

V. REFLEXIONES FINALES

En resumen, el modelo general de banca federada tiene, hasta aquí, varias ventajas, entre las que destacan las posibilidades que ofrece para segmentar la demanda, algo que nadie discute, y ofertar productos más competitivos. Dentro de este esquema, es crucial el grado de autonomía que se reservan las divisiones, y que les permite subcontratar con

terceros si encuentran una mejor oferta. Sin embargo, todo el modelo está condicionado por los sistemas de control y recompensa que se establezcan. Si, a la postre, los responsables de las divisiones han de adquirir los productos y servicios dentro de su propio grupo, todo el esquema se tambaleará. Esta estructura facilita la reducción de los conflictos de interés, pero será muy difícil eliminarlos; máxime si no se complementa con los instrumentos adecuados, así como con un sistema de valores que lo apoye. E incluso aquí podríamos encontrar una nueva contradicción. Ese modelo pretende estimular la competencia interna, y así debería ser la cultura que lo impregnara; sin embargo, este tipo de comportamiento es propio de empresas con negocios que no comparten prácticamente ningún recurso, mientras que, en el caso de bancos y cajas, aún encontramos posibles sinergias a explotar, incluso dentro de la estructura de banca federada. De hecho, la existencia de esas sinergias es la que justifica el mantenimiento de una organización común, por muy liviana que se pretenda que sea.

Las divisiones/empresas de un banco federado no son completamente autónomas. Para empezar, porque unas se emplean para distribuir los productos de otras, y esto exige, aparte del problema de fijación de los precios de transferencia, la necesidad de establecer mecanismos fluidos de comunicación entre ambas si se quiere ofertar productos adaptados a las necesidades de los clientes. De manera similar, es preciso estimular el intercambio de información entre unidades de producción y distribución, así como entre ellas y la cabecera del *holding*. No parece difícil, por ejemplo, que productos diseñados poco menos que a medida para clientes de renta elevada puedan después estandarizarse y ofrecerse a segmentos más extensos. La oferta de supercuentas combinadas con instrumentos de inversión en el mercado monetario a clientes de renta media podría ser un ejemplo de esta idea; lo mismo puede darse en las relaciones con distintos tipos de empresas o sectores.

Esta estructura no puede, en suma, eliminar los recursos comunes; por lo que parece conveniente que se fomente la colaboración y el intercambio de información en su interior. Para ello, es necesario construir estructuras, aún divisionales, pero más complejas, donde se superpongan una serie de mecanismos de coordinación entre divisiones, complementados con sistemas adecuados de medición de resultados y recompensas (como los que, por ejemplo, admiten que todas las divisiones que participan en una operación la contabilicen como propia). Yendo aún más allá, entendemos que el desarrollo de muchos productos puede mantenerse dentro de las actividades centralizadas, sin llegar a la separación tajante entre unidades de producción y distribución que propugna la estructura federada. Todo ello incrementa el trabajo de la oficina central, que

ahora no sólo tiene más atribuciones, sino que debe velar por crear y mantener esa atmósfera de colaboración, cuyos resultados, por lo demás, no serán fáciles de evaluar y premiar.

Las estructuras federales tratan de combinar autonomía y coordinación; no son, por ello, en nuestra opinión, fáciles de llevar a la práctica; no, al menos, sin un rodaje previo que permita instaurar los mecanismos y pautas de conducta capaces de hacerlas funcionar adecuadamente. Cuando, además, se trate de aplicar este diseño sobre organizaciones ya consolidadas y con hábitos muy distintos, los problemas de implantación serán aún mayores.

NOTAS

(1) La estructura multidivisional fue concebida por Sloan para General Motors en los años 20. Con posterioridad, Williamson (1975) identificó a un tipo concreto de multidivisional —la M-Form— como la estructura eficiente para cualquier empresa. La propia McKinsey diseñó en los años sesenta las *strategic business units* —SBU—, de cariz muy similar, para General Electric. El calificativo de federal pretende resaltar la necesidad de dotar a las divisiones de elevadas dosis de autonomía, sin mermar por ello la coordinación entre ellas.

(2) Los problemas de riesgo moral surgen cuando los sistemas de seguro proporcionan un incentivo a los bancos para realizar inversiones muy arriesgadas o competir entre sí con tipos demasiado elevados.

(3) Recordemos que la amplia oferta de un banco universal origina conflictos de interés, por cuanto muchos de los productos son sustitutivos para los clientes, pero no para una entidad bancaria (así, por ejemplo, una empresa puede financiarse emitiendo títulos u obteniendo un crédito), lo que puede conducir a que aquélla le asesore de forma interesada buscando su propio beneficio, no el del cliente.

(4) El grueso de la red se puede destinar al mercado masivo; incluso especializando algunas oficinas en la oferta de productos más sofisticados que requieran del concurso de personal cualificado; productos como los créditos hipotecarios, cuyas características hagan que los clientes estén dispuestos a perder tiempo con tal de conseguir las mejores condiciones. El resto puede especializarse en la provisión a bajo coste de productos estandarizados, con el empleo de oficinas muy mecanizadas, con poco personal.

Un número reducido de oficinas, con el oportuno rediseño, se puede emplear para atender a familias de renta media y alta, así como empresas, con el auxilio de figuras como los gestores de cuentas, que manejan en exclusiva todas las operaciones de un cliente al que conocen bien.

(5) Para que sean verdaderamente útiles, es preciso que sean rutinas y habilidades colectivas, y no individuales, ya que, en caso contrario, la empresa no dispone de un derecho claro de propiedad sobre ellas y las perdería de irse los individuos con habilidades especiales. Algo así es lo que ocurrió con las febriles políticas de contratación de los años ochenta en las casas de valores americanas. Por el contrario, declaraciones como las del director general de Bankinter apuntan en el sentido contrario; éste, en una reciente

entrevista, afirmaba que el suyo es «un banco de intangibles, basado en la capacidad de gerencia, de personas (...). Es una constante que la competencia quiera contratar a gente nuestra (...); pero no se puede olvidar que una cultura son más que personas. A veces fichan a una persona y se creen que fichan al banco, y no es verdad. Hay una forma de pensar en la entidad y un fondo de tecnología que no se compra con personas» (*Expansión*, 15-10-92).

BIBLIOGRAFIA

- ANDRÉU, J. M., y ARASA, C. (1990), *Banca universal vs. banca especializada: Un análisis prospectivo*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- ASTIZ, G. (1991), «Banca de productos vs. banca de clientes. Una visión global. Aproximaciones concretas», II Jornadas *El Nuevo Lunes*, Caja Madrid, Madrid.
- CAMPBELL, T. (1988), *Money and capital markets*, Scott Foreman and Co., Boston.
- CHANNON, D. E. (1990), *Marketing y dirección estratégica de la banca*, Ed. Díaz de Santos, Madrid.
- CRANE, D. B., y ECCLES, R. G. (1988), «Los bancos comerciales cobran nueva forma ante tiempos turbulentos», *Harvard-Deusto Business Review*, 2.º trimestre, págs. 3-12.
- ECCLES, R. G. (1985), *The transfer pricing problem. A theory for practice*, Lexington Books, M. A.
- y CRANE, D. B. (1987), «Managing through networks in investment bank», *California Management Review*, vol. XXX, n.º 1.
- GARMENDIA, A. (1990), «Un modelo de integración y coordinación para las Cajas de Ahorros», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, número 47, págs. 112-120.
- GRANT, R. M. (1991), «The resource-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation», *California Management Review*, primavera, págs. 114-135.
- GRIMA, J. D., y LÖHNEYSSEN, E. von (1991), «Nuevas estructuras organizativas para bancos y cajas universales», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 49, págs. 221-236.
- HANDY, C. (1992), «Balancing corporate power: A new federalist power», *Harvard Business Review*, noviembre-diciembre, páginas 59-72.
- HOSKINSSON, R. E.; HARRISON, J. S., y DUBOFSKY, D. A. (1991), «Capital market evaluation of M-Form implementation and diversification strategy», *Strategic Management Journal*, 12, págs. 271-279.
- LÖHNEYSSEN, E. von; VIANA BAPTISTA, A., y WALTON, A. (1990a), «Emerging roles in European retail banking», *The McKinsey Quarterly*, n.º 3, págs. 127-135.
- (1990b), «Emerging roles in European retail banking», *The McKinsey Quarterly*, n.º 4.
- LLEWELLYN, D. T., y DRAKE, L. (1987), «Secondary mortgage markets and the securitisation of mortgages», Loughborough University Banking Centre, *Paper*, n.º 45.
- REVELL, J. (1991), «Consecuencias de los cambios recientes en las cajas de ahorro de Europa Occidental», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 46, págs. 173-202.
- RODRÍGUEZ CARRASCO, J. M. (1992), «ARGENTARIA, El largo camino desde el B.O.E al liderazgo», *Cuadernos de Información Económica*, Fundación FIES, Madrid.
- WILLIAMSON, O. E. (1975), *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, The Free Press, Nueva York.

DECISIONES ESTRATEGICAS DE *MARKETING* EN LA EMPRESA FINANCIERA

Enrique CASTELLO MUÑOZ

I. ENFOQUE ESTRATEGICO DE *MARKETING*

El imperativo del *marketing* en el negocio de los servicios financieros (1) es crear unos clientes satisfechos en un entorno cambiante y globalizado y está anclado en unos compromisos, sólidamente concebidos y bien organizados, consistentes en utilizar el enfoque de la planificación estratégica para definir el negocio actual de la empresa (productos, mercados y tecnología), y prever lo que va a suceder en el futuro.

El empleo de la matriz DAFO (debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades) de formulación de estrategias junto al moderno análisis competitivo que determina el grado de competencia existente en el sector bancario (2) ofrecen una marca de referencia sobre la situación estratégica donde está inmersa una empresa. Planificación y *marketing* comienzan por explorar esta pregunta de lo más fundamental. ¿En qué negocio estamos?, pasando a continuación a los demás interrogantes del proceso de desarrollo estratégico. La necesidad de una interdependencia entre las dos áreas se ha visto aumentada en los últimos años debido a los cambios producidos en el entorno empresarial.

El *marketing* estratégico (actitud de *marketing*) representa el nexo de unión entre la planificación estratégica y el *marketing* operacional (gestión de *marketing*) y da un carácter estratégico a la formulación de un auténtico plan de *marketing* cuyos *outputs* serán los *inputs* de la planificación estratégica (3).

El *marketing* debe ser la fuerza dominante en la guía de los esfuerzos de planificación estratégica de la empresa a todos los niveles, de tal manera que la estrategia corporativa y la estrategia de *marketing* están íntimamente relacionadas (4), proporcionando a la dirección de empresas un instrumento valioso y riguroso para sus necesidades de planificación en una situación de cambio constante como la que vive actualmente el sistema financiero (5).

En realidad, la pieza clave del *marketing management* es la planificación (6). Muchos errores come-

tidos por las entidades financieras, provienen de una falta de reflexión estratégica previa. La aplicación de un modelo de planificación estratégica de *marketing* se hace necesaria cada vez que hay que tomar decisiones importantes en relación al presente y al futuro.

La nueva orientación del concepto de dirección en la industria bancaria es que el desarrollo de una política de *marketing* no puede conseguirse sin planificación. El sistema de planificación puede hacer que las metas y objetivos sean transparentes y controlables. Por otra parte, la planificación sin la participación no puede ser efectiva. El proceso de planificación necesita el soporte de la dirección. Finalmente, este nuevo enfoque de dirección debe basarse en un sistema de información de calidad.

El máximo rendimiento en la empresa de servicios financieros, como en cualquier otra, sólo se consigue cuando existe una congruencia entre estrategia y estructura (7). En un entorno competitivo como el actual, el cliente es una dimensión básica del esfuerzo comercial y constituye el centro de la organización financiera. La sustitución del enfoque producto-cliente (óptica de producción) por el principio cliente-producto (óptica de *marketing*) representa un cambio radical en la estrategia de *marketing*, siendo el eje alrededor del cual se desarrolla la estrategia competitiva de una empresa.

La tradicional estructura organizativa de las entidades de depósito está orientada hacia la producción, siendo compatible en entornos estables, previsibles y seguros, y pone el énfasis en la eficiencia operativa. En cambio, en entornos inciertos y cambiantes se impone una estructura organizativa orientada hacia el mercado que también se base en la eficacia de actuación.

La dirección estratégica pretende no sólo la formulación de la estrategia empresarial, sino también su implantación. Por ello, se puede entender como un sistema de planificación-acción que, partiendo de determinadas actitudes y posturas estratégicas asegura la adaptación permanente de la empresa a su entorno, gracias a la definición de estrategias competitivas y rediseños organizativos.

**ESQUEMA 1
PLANIFICACION ESTRATEGICA
Y MARKETING**



**ESQUEMA 2
NUEVA ORIENTACION DE LA DIRECCION**



El conocimiento de la cultura corporativa existente puede facilitar la implementación de la estrategia si hay una fuerte coherencia entre ambas, o actuar como barrera del cambio estratégico (8). La integración del tríptico «estrategia-estructura-cultura», tal como aparece en el esquema 3, es fundamental, en busca de una actuación competitiva en el mercado.

La cultura estratégica de la empresa financiera aparece como elemento de cohesión e impulso en

el sistema de dirección estratégica, integrando en su ámbito los sistemas de información-comunicación y de motivación-participación. Para que la cultura organizativa esté enfocada hacia el actual negocio bancario, es necesario que posea una orientación hacia el *marketing* y satisfaga las necesidades de los clientes. Una clave de éxito en el futuro estará en factores intangibles, como desarrollar «habilidades organizativas», que fomentan la calidad de servicio, la agilidad de respuesta y la innovación (9).

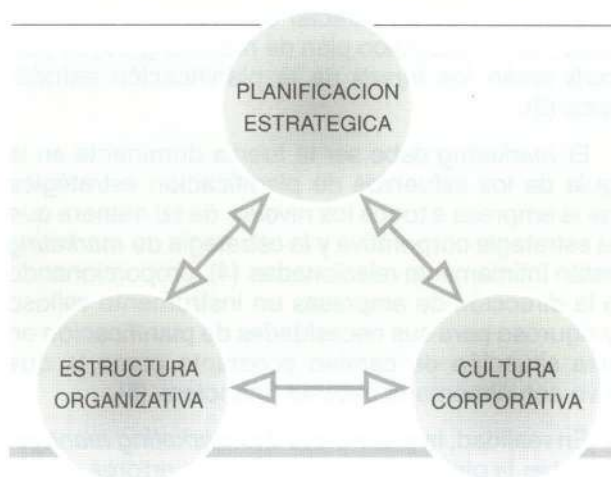
**II. ALTERNATIVAS ESTRATEGICAS
COMPETITIVAS**

Como se ha podido ver en el apartado anterior, las fronteras de la dirección estratégica y del *marketing* se solapan, enriqueciéndose entre sí tanto conceptual como metodológicamente. De esta manera, las decisiones de *marketing* deben fundamentarse en el análisis de la clientela y de sus necesidades y en el comportamiento de las fuerzas competitivas, aportando la dirección estratégica el contexto para el proceso de *marketing*.

En la empresa, el punto focal para el desarrollo de una estrategia eficaz se centra en las necesidades reales y potenciales del cliente (10). La entidad financiera que alcanza el éxito se pregunta: ¿qué quieren nuestros clientes consumidores y cómo podemos facilitárselo? Las estrategias deben apoyar el rumbo estratégico seleccionado por la dirección de la empresa en los puntos del espectro del servicio al cliente en que hubieran decidido competir.

El consumidor de la década de los noventa va a ser más exigente; pues, según los expertos en tendencias de mercado, el consumidor con una mayor formación sobre los productos que quiere valorará más el servicio, la atención en el punto de venta, la calidad y el tiempo que dispone para comprar. Estos

**ESQUEMA 3
ESTRATEGIA-ESTRUCTURA-CULTURA**



son algunos de los factores que ya están promoviendo el cambio en las relaciones consumidor-vendedores y que obligarán a realizar un gran esfuerzo para no perder mercado. Escuchar al comprador no será suficiente, habrá que anticiparse a sus deseos.

El fuerte crecimiento del número de hogares individuales, la caída de la natalidad y el envejecimiento de la población y el mantenimiento de la función social de la mujer como ama de casa, además de sus ocupaciones laborales, serán factores que influirán en este cambio de las tendencias del consumo de los países europeos en los próximos años, y que provocarán la creación de distintos mercados.

Las modificaciones en la demanda exigen un cambio en la actividad de las empresas financieras, ajustándose a los nuevos comportamientos de los consumidores (11). Los bancos y las cajas de ahorros han pasado de desarrollar una política pasiva, que consistía en esperar a que llegaran los clientes con sus ahorros, a implantar estrategias de *marketing* para la captación de depósitos ofreciendo productos de calidad y mejorando la atención al cliente como ventaja competitiva.

La combinación de la ventaja competitiva (cualquier característica de la empresa que la diferencia de otras empresas colocándola en una posición relativa superior para competir) que se desea alcanzar con el ámbito competitivo para el que se desea conseguir dicha ventaja conduce a la definición de las siguientes estrategias competitivas genéricas: liderazgo en costes, diferenciación y segmentación (12).

La primera estrategia consiste en procurar ser líder en costes en un ámbito competitivo amplio (sector), para lo que se llevarán a cabo todas aquellas acciones que logren producir y vender al menor

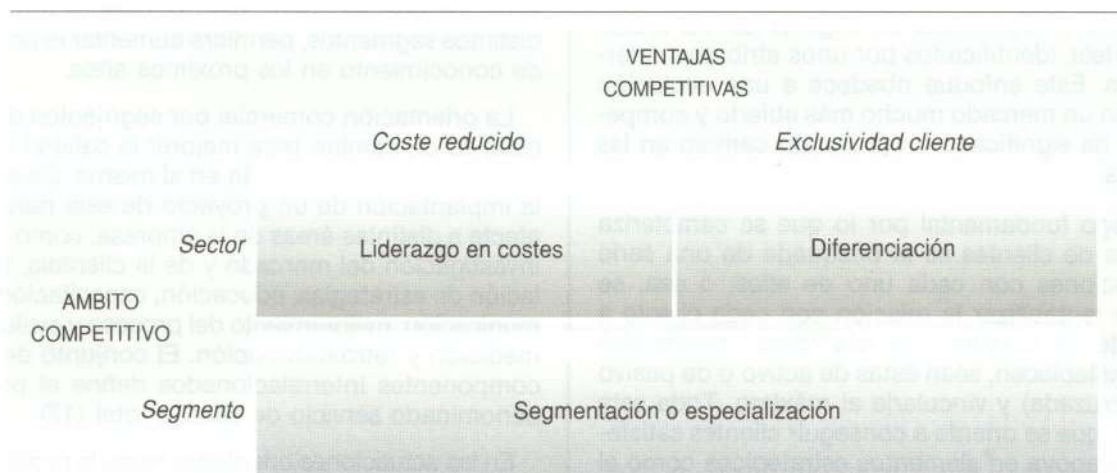
coste (13). Se corresponde con el posicionamiento seguido por aquellas entidades financieras que, con una estructura de costes por debajo de la media de las que operan en el sector, ofrecen productos y servicios muy estandarizados y con poca atención personalizada. Es decir, las entidades bancarias concentran sus esfuerzos en aquellos segmentos de mercado que son sensibles al precio y, por consiguiente, no quieren asumir los costes inherentes a una distribución con un valor añadido elevado.

La oferta masiva de productos poco diferenciados, de bajo coste, con los que pretendían satisfacer las necesidades de una amplia base de clientes utilizando una extensa red de sucursales, ha sido una estrategia empleada por las cajas de ahorros. Sin embargo, los cambios del entorno financiero están propiciando una variación en este modo de actuación que consiste en situar al cliente en el centro de la estrategia empresarial.

Una institución financiera con vocación de banca universal puede orientar la estrategia a la consecución de un liderazgo en costes, dada la presión a que van a estar sometidos los márgenes en productos tradicionales aprovechando los efectos de escala en aquellos aspectos donde sea posible, y sobre todo racionalizando actividades. Pero, en todo caso, manteniendo una diferenciación respecto a los clientes. Una estrategia, por tanto, genérica en producción, pero diferenciada en distribución. El reto es conseguir servicio especializado y eficacia a la vez.

Las instituciones financieras que conozcan la estructura de costes de los servicios específicos que prestan a segmentos concretos del mercado de particulares estarán en condiciones de utilizar el precio como arma estratégica comercial, lo que significa una ventaja competitiva (14). Se trata de cobrar de forma diferente a las distintas categorías de clientes,

ESQUEMA 4
ESTRATEGIAS COMPETITIVAS GENERICAS



teniendo en cuenta el nivel de utilización de los servicios; es decir, a precios segmentados.

La estrategia de diferenciación permite mejorar la posición de la empresa financiera mediante la creación de una imagen de marca, la calidad, distribución o ventajas diferenciales de los servicios financieros que ofrece. Las nuevas tecnologías de la información suponen una gran oportunidad para mejorar la calidad de los productos y servicios bancarios, permiten ampliar la oferta financiera y los mercados en que pueden operar las entidades financieras. En los últimos años, el interés de estas entidades se ha orientado hacia las transacciones sin dinero en efectivo, y a la automatización total del servicio al cliente, con la consiguiente reducción del personal administrativo.

La implantación y desarrollo del sector bancario en áreas no típicamente bancarias ante la competencia derivada de la desintermediación encuentran en la diferenciación una vía de actuación, en la medida en que las entidades bancarias pierden su carácter tradicional de intermediarios financieros para convertirse en proveedores de servicios financieros en general.

El mantener las ventajas diferenciales en productos tales como la libreta de ahorro, la financiación de la vivienda, el crédito al consumo, los medios automáticos de pago, es uno de los desafíos a los que se enfrentan las cajas de ahorros. La necesidad de diferenciación está llevando a que productos tradicionales como la cuenta corriente incorporen otros servicios: seguro de vida, crédito permanente, tarjeta de crédito, seguro de accidentes, descuentos en establecimientos concertados, etc., que aunque en su funcionamiento básico son productos sencillos, exigen un gran esfuerzo de formación e información por parte de los empleados.

La diferenciación en el sector bancario se consigue haciendo una banca de clientes en vez de una banca de productos; es decir, respondiendo a las necesidades específicas de segmentos concretos de clientela, identificados por unos atributos determinados. Este enfoque obedece a una evolución lógica en un mercado mucho más abierto y competitivo, y ha significado un profundo cambio en las organizaciones.

El rasgo fundamental por lo que se caracteriza la banca de clientes es la búsqueda de una serie de soluciones con cada uno de ellos; o sea, se trata de rentabilizar la relación con cada cliente a través de un conjunto de relaciones comerciales que se establecen, sean éstas de activo o de pasivo (venta cruzada) y vincularle al máximo. Toda esta filosofía, que se orienta a conseguir clientes satisfechos, se apoya en elementos estratégicos como el *marketing* para atraer, mantener y ensanchar las relaciones con los clientes; sistemas de información

que proporcionen unas bases de datos de clientes para diseñar las políticas comerciales; criterios de medición de la rentabilidad por productos y segmentos de clientes, y una organización orientada hacia el cliente.

La segmentación de mercados se ha introducido en las entidades financieras (15) con mucha fuerza debido a la liberalización del mercado, al aumento de la competencia, a la mayor oferta de productos, al incremento de la cultura financiera y nivel de exigencia de la clientela y, en fin, a la aplicación del concepto de *marketing* a la actividad de los bancos y de las cajas de ahorros.

Investigaciones empíricas realizadas (16) sobre la clientela por segmentos (economías particulares y empresariales) de las entidades financieras (bancos y cajas de ahorros) ponen de manifiesto que el mercado no es homogéneo ni por la implicación que estos segmentos demuestran hacia los productos financieros ni por lo que demandan y esperan encontrar en ellos. La segmentación estratégica de la clientela ha dado como resultado cuatro tipos con las denominaciones y porcentajes de distribución (tamaño muestral de la encuesta 2.400 unidades), que se recogen en el cuadro n.º 1.

CUADRO NUM. 1
SEGMENTACION ESTRATEGICA DE LA CLIENTELA

<i>Tipos de clientes</i>	<i>Porcentajes</i>
Marginados financieros	10
Tradicionales libreta de ahorro	41
«Bancarizados» conservadores	19
Vanguardistas: «la nueva frontera»	30

Un proyecto de segmentación suele estar interrelacionado con la planificación estratégica. Para poder aplicar esta estrategia comercial, es preciso establecer una diferenciación entre clientes y mercados. Finalmente, la integración de todos los productos y servicios que se crean, bajo la orientación de los distintos segmentos, permitirá aumentar el potencial de conocimiento en los próximos años.

La orientación comercial por segmentos de mercado es un camino para mejorar la calidad de servicio al cliente, y no un fin en sí misma. De ahí que la implantación de un proyecto de esta naturaleza afecte a distintas áreas de la empresa, como son: la investigación del mercado y de la clientela; formulación de estrategias; educación, capacitación y comunicación; mejoramiento del proceso y evaluación, medición y retroinformación. El conjunto de estos componentes interrelacionados define el proceso denominado servicio de calidad total (17).

En las actuaciones orientadas hacia la producción, subyace una estrategia de liderazgo en costes, mientras que el modelo orientado hacia el cliente se

fundamenta en las estrategias de segmentación y de diferenciación. En las empresas de servicios financieros, la diferenciación es trascendental, dado que el dinero es una mercancía estándar, no susceptible de incorporar matices comerciales. La diferenciación de productos debe ir acompañada de una segmentación del mercado y concentrarse en los segmentos más apropiados. En cualquier caso, conviene subrayar que, una vez conseguida la ventaja competitiva, el problema es saber conservarla y que no existen fórmulas para lograr ventajas competitivas: sólo existen enfoques elaborados para entidades concretas.

III. ESTRATEGIAS DE MARKETING MIX

El que una empresa tenga éxito aparece cada vez más ligado a su capacidad de adaptación a los cambios del mercado. Para que esta adaptación se transforme en realidad, las organizaciones deben de reconsiderar su sistema de gestión, y utilizar como herramientas estratégicas de la política comercial las cuatro «P» componentes básicos del *marketing mix* (*product, place, price, promotion*) centradas sobre el consumidor (18).

La evolución de las estrategias de *marketing mix* se presenta en el esquema 5 (19), basado en seis propuestas: investigación de mercados, competencia, política de precios, proveedores y distribuidores, equipo de ventas y comunicación.

Las entidades financieras luchan por encontrar su hueco de mercado desarrollando estrategias cada vez más activas. El plan de *marketing*, como parte del plan estratégico de la empresa, propone estrategias específicas combinando de forma adecuada

los distintos instrumentos de *marketing*. Como se ha expuesto en el apartado anterior, una de las finalidades de la formulación de la estrategia de *marketing* es desarrollar y explotar eficazmente las ventajas competitivas que posea la empresa.

Las decisiones basadas en los elementos del *marketing mix*, o parámetros para la acción, pueden ser de dos clases: decisiones estructurales y situacionales. Las primeras abarcan al producto y su distribución, y afectan a la estructura de la empresa, mientras que las decisiones situacionales conciernen al precio y la publicidad, o mezcla promocional, y su característica es que se toman de acuerdo con la situación del mercado.

1. Estrategias estructurales

La innovación financiera de productos como estrategia permite mantener la posición de la empresa frente a la competencia, adaptarse a los cambios externos y mejorar la imagen. Ansoff (20) propone un útil esquema de análisis de los distintos tipos de estrategias, cuando los objetivos son de expansión o crecimiento. En este caso, se clasifican las estrategias en función del producto ofertado (actual o nuevo) y del mercado sobre el que se actúa (actual o nuevo). Este doble criterio de clasificación da lugar a cuatro tipos de estrategias de expansión: penetración en el mercado, creación de productos, creación de mercados y diversificación (esquema 6).

Las entidades financieras están ampliando la oferta tradicional de productos y servicios, bien directamente o con el apoyo de entidades filiales especializadas. En un futuro inmediato, se producirá un endeudamiento cualitativo (nuevos productos y servicios) y cuantitativo (nuevos intermediarios) de la

ESQUEMA 5
EVOLUCION DE LAS ESTRATEGIAS DE MARKETING MIX

AÑOS 60	AÑOS 80	AÑOS 90
Investigación por <i>Market Survey</i>	Investigación cualitativa	Investigación por el sistema de apoyo a la decisión
Competencia en las características del producto	Competencia en líneas de precio y producto	Competencia en calidad, diseño y servicios
Precios basados en costes	Precios basados en competencia	Precios basados en valor percibido por el cliente
Proveedores y distribuidores como adversarios	Proveedores y distribuidores como centros de coste	Proveedores y distribuidores como socios
Equipo de ventas generalizado	Equipo de ventas diferenciado	Equipo de ventas múltiple
Venta agresiva y publicidad intensa	Intensa promoción de ventas	Comunicaciones enfocadas y coordinadas

**ESQUEMA 6
ESTRATEGIAS PRODUCTO-MERCADO**

Producto Mercado	Actual	Nuevo
Actual	Penetración en el mercado	Creación de productos
Nuevo	Creación de mercados	Diversificación

competencia, que, sin duda, debe contribuir a un sistema bancario más eficaz, pero que obligará a muchas instituciones financieras a replantearse su estrategia.

La diversificación de productos financieros y la realización de actividades que no son propiamente bancarias (operaciones de seguros, fondos de inversión, *leasing*, financiación de viajes), se va a convertir en una necesidad para las entidades bancarias ante la competencia derivada de la desintermediación. Es tendencia constatada el desarrollo y venta de productos financieros por entidades ajenas al propio sector bancario (grandes almacenes y cadenas de distribución). De otra parte, entidades financieras especializadas, agencias y sociedades de valores no dejan de idear nuevos productos y fórmulas de venta para captar todo tipo de ahorradores.

En los mercados financieros internacionales, destaca como novedad la desintermediación a través de la «titulización» (la transformación de la financiación vía crédito por la financiación vía títulos). Asimismo, la tendencia a la globalización de los mercados producirá una armonización de éstos y de los precios, y una alineación de márgenes, que van a acelerar movimientos de diversificación de la oferta de productos y la expansión territorial de las entidades financieras, instrumentándose mediante la creación de conglomerados o *holding* financieros, o el establecimientos de acuerdos de colaboración. La utilización de productos derivados (*swaps*, opciones, futuros) como vehículos de protección del riesgo va a experimentar una evolución creciente.

Una nueva concepción de la política de productos y servicios financieros en una línea de liberalización debe caracterizarse, ante todo, por una clara orientación hacia el mercado, procurando adecuar la producción bancaria a las necesidades formuladas por los diversos segmentos de la clientela. La comprobación periódica del ciclo de vida de cada producto; ofrecimiento de *packages*, o paquetes de productos; estimular el sistema de venta cruzada; vigilancia de la calidad técnica y funcional de los productos; diversificación de productos y oferta de servicios

personalizados, son factores a considerar por la empresa financiera en el análisis competitivo de productos y desarrollo de nuevos sistemas.

La sofisticación de los mercados financieros españoles parece interminable. Nuevos productos y modalidades de inversión van apareciendo. Nos referimos a los fondos de inversión inmobiliaria, cuya principal actividad es la compra de vivienda para el posterior alquiler; los fondos de titulización hipotecaria, de los que se espera una buena acogida, sobre todo en inversores institucionales, habiéndose creado por el momento cuatro sociedades gestoras en las que participan bancos y cajas de ahorros; la negociación de opciones sobre acciones, que inicialmente se realizará sobre los valores más capitalizados del mercado español; y, sin lugar a dudas, el producto más esperado entre los inversores de menos recursos son los planes de ahorro popular, aunque la autoridad monetaria no tiene prisa en ponerlos en marcha debido a que ofrecen importantes ventajas fiscales que no son muy recomendables en estos tiempos de gran déficit público. En cambio, se ha reactivado la guerra del pasivo con el producto libreta de ahorro, y la inversión colectiva (fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario) rivaliza con el ahorro tradicional mediante los mecanismos de la desintermediación financiera.

La tendencia observada en la demanda de los activos financieros de las familias según el cuadro número 2 (21) se traduce en una pérdida del peso relativo de los productos tradicionales de captación básicamente bancarios (depósitos de ahorro y a plazo) en favor de productos de efectivo y depósitos transferibles, y en una subida de los productos de seguro.

El desarrollo de nuevos productos bancarios descansará en dos factores fundamentales: la informática y el equipo humano. La informática es la herramienta que permite desarrollar nuevos productos que cuentan con la rapidez y rentabilidad demandados por la clientela (en los últimos años, han proliferado las transacciones sin dinero en efectivo

**CUADRO NUM. 2
DISTRIBUCION DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS
DE LAS FAMILIAS**

Instrumentos	Año 1982 (Porcentaje)	Año 1991 (Porcentaje)
Depósitos de ahorro y a plazo	51,6	42,3
Depósitos a la vista	14,0	18,3
Valores de renta variable	14,0	16,3
Obligaciones	3,3	2,6
Valores a corto plazo	1,3	3,6
Reservas técnicas de seguro	1,7	8,1
Otros activos financieros	14,1	8,8
TOTAL	100,0	100,0

y la automatización del servicio al cliente). El personal de las entidades financieras estará más capacitado para prestar servicios de asesoramiento y de comunicación con sus clientes.

Las entidades financieras, dada su amplia red de oficinas, están en disposición de aumentar su oferta de productos financieros o parafinancieros. No obstante, los cambios en la composición de segmentos y los que éstos demandan, la mayor cultura financiera de los clientes, la presión de los costes de transformación en un entorno competitivo, y las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías están influyendo en la configuración de los canales de distribución.

La estrategia del sistema bancario español se ha basado, principalmente, en una amplia implantación territorial tendente a la búsqueda de un número elevado de puntos de venta, aunque de reducida dimensión (en el contexto europeo, España es el país con mayor número de oficinas bancarias por habitante, pero está por debajo en número de empleados por oficina bancaria). Esta barrera de defensa frente a la penetración de la banca extranjera puede resquebrajarse, ya que los gastos de explotación (personal, gastos generales y amortizaciones) pueden llegar a dispararse y colocar en serias dificultades a algunas entidades financieras.

Es indudable que para la banca al por menor uno de los retos más importantes está en el dominio de los canales de distribución: los tradicionales y los nuevos. En este sentido, la excelencia en la prestación del servicio, la eficacia en costes, la proximidad al cliente y el mantener su fidelidad van a ser factores cruciales. Las orientaciones estratégicas (22) se recogen en el esquema 7 para la banca establecida y los nuevos competidores en función de los canales tradicionales y los canales nuevos.

La sucursal tradicional sigue siendo el canal principal de comercialización. Sin embargo, la disminución del papel de los intermediarios financieros tradicionales y la creciente globalización de los mercados, como consecuencia de los avances tecnológicos, están ocasionando la creación de redes de distribución alternativas. Está claro que el *marketing* directo (distribución sin intermediarios, que abarca desde la venta por correo hasta el *marketing* telefónico), la banca electrónica (canales automáticos), el uso de redes de terceros, las fuerzas de venta exclusivas y los agentes comerciales ofrecen nuevas posibilidades ante la competencia derivada de las «tiendas de dinero» instaladas por entidades financieras especializadas, la venta de servicios financieros por entidades no bancarias y la libre prestación de servicios del mercado único europeo. A medida que surgen estos nuevos sistemas de distribución, deben revisarse los métodos tradicionales orientando la estrategia a la racionalización de la red comercial.

ESQUEMA 7 ORIENTACIONES ESTRATEGICAS

	<i>Canales tradicionales</i>	<i>Canales nuevos</i>
<i>Banca establecida</i>	Defender agresivamente	Ocupación preventiva
<i>Nuevos competidores</i>	Adquirir red local	Explotar agresivamente

La estructura de la redes puede adoptar estas posibilidades: territorial, por productos y por segmentos de clientela. En estos últimos años, se están implantando por las entidades financieras oficinas especializadas para atender las necesidades de la clientela por segmentos: oficinas para jóvenes, oficinas de empresas, etc. Las operaciones de especialización de la red requieren acoplar cada segmento objetivo con el canal más eficiente en términos de coste, para distribuir el producto. La «cadena de valor» proporciona una metodología sistemática para identificar actividades con potencial de reducción de costes.

En la distribución de servicios financieros no sólo se ha de valorar la amplitud de la red, sino su intensidad. Es decir, las economías de escala en el negocio bancario no necesariamente se obtienen por una mayor extensión, sino que en muchos casos es más importante la intensidad en determinadas zonas aplicando una estrategia de distribución intensiva como se desprende de la formulación siguiente (23):

$$\frac{\text{Recursos}}{\text{Población}} = \frac{\text{Recursos}}{\text{Clientes}} \times \frac{\text{Clientes}}{\text{Puntos de venta}} \times \frac{\text{Puntos de venta}}{\text{Población}}$$

La optimización de la relación puntos de venta/población corresponde a una estrategia de distribución extensiva consistente en la proliferación de nuevas oficinas bancarias. Sin embargo, dada la saturación de la red bancaria y la necesidad de responder a las necesidades del mercado, cabe adoptar estrategias de distribución intensivas mediante las relaciones clientes/puntos de venta y recursos/clientes. La elección de una política intensiva reclama la elaboración de estrategias de *marketing* eficaces. La combinación de las estrategias de distribución sintetizadas en las precedentes relaciones puede ser un factor de éxito.

Para el estudio de las posibles alternativas estratégicas de distribución que se derivan de las diferentes estrategias competitivas que, con carácter general, pueden seguir las entidades financieras españolas, puede considerarse el modelo empleado

por las entidades financieras norteamericanas en distintos segmentos de mercado en el negocio mayorista y minorista. Estas estrategias son (24): estrategia de distribución nacional: conglomerado general; estrategia de distribución nacional: conglomerado especializado; estrategia de distribución local: estrategia de *networking*; estrategia de *mass marketing*: producir a bajo coste; y estrategia de especialización: búsqueda de nichos de mercado.

Una aplicación del modelo en el ámbito nacional permite constatar que las tres primeras estrategias responden al comportamiento seguido por las entidades financieras que tradicionalmente han venido operando en el sistema financiero español y que fundamentan su actuación en la búsqueda de economías de escala; mientras que las dos últimas estrategias se corresponden con el posicionamiento seguido por nuevos competidores en el sector de naturaleza financiera o no financiera, y por la banca extranjera.

La red de distribución es un recurso estratégico en la gestión del negocio de la empresa financiera. Uno de los temas prioritarios a solucionar es su redimensionamiento, y está configurada para recibir al cliente, no para salir a su encuentro. La tendencia actual camina hacia una distribución por segmentos de clientela con el apoyo de una base de datos y nuevos sistemas de gestión y de incentivos adecuados a los equipos comerciales. Para entender bien la función competitiva de la actividad de distribución (25), debe enmarcarse en el conjunto de las tareas de gestión del negocio bancario.

2. Estrategias situacionales

En todo proceso de *marketing* bancario el precio (intereses y comisiones) es un factor estratégico, dada la incidencia que tiene en la cuenta de resultados. Con la liberalización de los tipos de interés y comisiones bancarias (OM, 3 de marzo de 1987) cada entidad determina libremente los diversos tipos de interés en las operaciones de depósitos y créditos, lo que ha incrementado la competencia.

El cambio en la perspectiva de negocio se traduce en una nueva estrategia de actuación por las entidades financieras como empresas de servicios orientadas hacia el cliente basada en la productividad. Atendiendo a su definición, un incremento en la productividad puede producirse bien por un aumento en los bienes obtenidos (ingresos por productos financieros, y por comisiones y servicios), bien por una reducción de la cantidad de trabajo y capital utilizados en el proceso (costes financieros y gastos de explotación), o bien por una combinación de ambas alternativas.

Tradicionalmente, se ha venido prestando atención, casi exclusivamente, a la reducción de los gas-

tos de explotación (26). Las medidas de reducción que se desarrollan en el *front office*—es decir, en la posición que la institución financiera adopta frente al mercado— se orientan hacia la mecanización del servicio de pagos; la tarificación de servicios; la variación en la oferta de los productos; la selección de clientes o de cuentas, y la racionalización de la distribución de oficinas. En relación a las medidas de reducción dirigidas al *back office*—o sea, a las funciones de administración y asesoramiento— cabe dividir las en cuatro apartados: cambios de organización, cambios de procesos, reducción de prestaciones y reducciones presupuestarias.

El reto del mercado único europeo supondrá para las entidades crediticias españolas una reducción del margen financiero, ya que actualmente es más elevado que los de la mayoría de sus homólogos de los países de la Europa comunitaria. Según estudios realizados (27), la reducción de los precios de los servicios financieros para el caso de España se estima en un 21 por 100.

Debido a que la integración europea y la acentuación de la competencia e innovación financieras hacen previsible que prosiga la tendencia al estrechamiento de los márgenes de intermediación (28), es preciso un reforzamiento de las estrategias de las entidades bancarias. En consecuencia, la alternativa del cobro de los servicios es un factor clave de la productividad.

Los ingresos por comisiones están adquiriendo cada vez mayor importancia en las cuentas de resultados de las entidades financieras. Cuando las organizaciones de consumidores contemplan con desagrado estos incrementos, la banca responde que la fijación de comisiones está liberalizada (29). En cualquier caso, y tal como se preveía, la mayor remuneración de los depósitos de clientes iniciada con la guerra de las supercuentas en septiembre de 1989 se está compensando ahora con un incremento acelerado de las comisiones.

La agresiva política comercial desarrollada por las entidades financieras en la captación de pasivo con el lanzamiento de las cuentas corrientes de alta remuneración (supercuentas) y de los fondos de inversión (superfondos) se ha apoyado en abrumadoras campañas de publicidad y acciones promocionales como instrumentos de *marketing mix*. El procedimiento de los sorteos utilizado por los bancos ha sido empleado tradicionalmente por las cajas de ahorros en su política promocional.

El sector financiero se ha convertido en uno de los punteros en el terreno de la publicidad, atendiendo al volumen de inversión realizado en medios publicitarios, como puede verse en el cuadro número 3 (30).

La publicidad financiera es hoy un poderoso medio de promoción comercial para dar a conocer en

**CUADRO NUM. 3
INVERSION EN MEDIOS PUBLICITARIOS**

Entidades	AÑO 1990		AÑO 1991	
	Millones de pesetas	Porcentaje sobre total del sector	Millones de pesetas	Porcentaje sobre total del sector
Banca privada	18.583	38	14.337	32
Cajas de ahorros	6.657	14	5.644	13
Sector finanzas y seguros	48.764		44.291	

el mercado productos nuevos o aumentar el conocimiento de productos ya existentes, y ejercer influencia sobre el público para que compre un producto determinado. Las sucursales de las entidades financieras deben facilitar información clara, concisa y concreta, en lugar no sólo visible, sino destacado, de forma que atraiga la atención al público, dentro de las exigencias de transparencia e información de estas entidades hacia su clientela (31).

Existen algunos factores que están modificando la publicidad, tales como el escepticismo del consumidor y la segmentación del mercado, lo cual hace más necesaria la investigación y la planificación de las inversiones en los medios publicitarios. Las emisoras y agencias agudizan su ingenio para poner en marcha nuevos métodos publicitarios para el medio televisivo, como el *bartering*, la «teletienda». En cambio, fenómenos como el *zapping* y la contra-programación no favorecen a la televisión como medio publicitario. Esta nueva situación en televisión está provocando cambios en los anunciantes, que podrían preferir la prensa y la radio.

En el mercado publicitario, el *marketing* directo ha experimentado un enorme crecimiento en los últimos años. Invertir en actividades de patrocinio se ha convertido, igualmente, en una solución alternativa a la publicidad convencional. Por tanto, la publicidad, y en general la comunicación, representa un reto para el *marketing* de la empresa financiera, en los años venideros.

IV. NUEVAS APLICACIONES ESTRATEGICAS DE MARKETING

La competencia creciente, los continuos cambios del entorno y la postura más exigente y crítica de la clientela, han obligado a las entidades financieras a realizar nuevos planteamientos en el campo de la planificación empresarial, con el apoyo del *marketing* estratégico, orientados a la toma racional de las decisiones. Los sistemas de planificación estratégica se han convertido en uno de los principales instrumentos de la alta dirección.

Las estrategias básicas para conseguir una ventaja competitiva se han plasmado en el sector financiero

en alcanzar una ventaja en costes, en la implantación del enfoque de la banca de clientes con el apoyo de las nuevas tecnologías y la red de distribución, y en la oferta de productos atendiendo a una segmentación estratégica de la clientela. Las grandes entidades financieras han adoptado una combinación de estas tres estrategias, mientras que las entidades medianas y pequeñas se han orientado hacia la especialización.

Los rápidos cambios que se producen en el entorno financiero requieren una actuación decidida de las organizaciones bancarias para competir en el mercado europeo e internacional, aprovechando las posibilidades que el *marketing* aporta en sus vertientes de aplicación a los recursos humanos, la obtención de sinergias a través de la cooperación y el desarrollo de los procesos de penetración en los mercados exteriores. Estas nuevas dimensiones del *marketing* proporcionan un conjunto de alternativas estratégicas que, a renglón seguido, se comentan sucintamente en este último apartado del trabajo.

Las técnicas de *marketing* son de enorme utilidad en las entidades financieras cuando afrontan el desafío de los recursos humanos, porque sus clientes internos prestan los servicios que demandan los clientes externos. Como es obvio, «la empresa de servicios financieros que quiera tener éxito debe vender el trabajo a los empleados, antes de vender los servicios a los clientes».

Las entidades financieras deben satisfacer las necesidades y expectativas de su mercado externo (conformado por el binomio producto-mercado) y de su mercado interno (configurado por el díptico individuo-organización), en una perspectiva de interrelación e integración según las propiedades del enfoque de sistemas (32). Por consiguiente, la respuesta de la empresa financiera a la nueva situación del mercado, puede basarse tanto en el diseño de estrategias externas, a partir de las variables esenciales del *marketing mix*, como en estrategias internas que consideran al empleado como cliente.

La puesta en práctica de un programa de estas características puede sintetizarse mediante tres fases, a saber: conocimiento del mercado externo y del mercado interno, adecuación del mercado externo con el interno, y plan de acción. La puesta en práctica del plan revertirá, con nueva información, en

ambos mercados, iniciándose de nuevo el proceso como un sistema de información con realimentación.

De la misma forma que el *marketing* externo ha significado un salto de enorme importancia respecto de las expectativas comerciales de una organización, el *marketing* interno representa un giro sustancial y progresivo en relación a los supuestos tradicionales de la dirección y gestión de los recursos humanos. En el contexto de la nueva cultura organizacional, el *marketing* interno se configura como un instrumento valioso para el desarrollo de la estrategia social de las entidades financieras.

La consecución de sinergias a partir del enfoque integrado de *marketing* se presenta en distintos ámbitos de las empresas de servicios financieros, habida cuenta de que el cliente es responsabilidad de todos los miembros de la organización, empezando por el personal en contacto (empleados de las oficinas), seguido por el personal de los servicios centrales, dirección general y órganos de gobierno. Por otro lado, las sinergias de grupo facilitan, entre otras ventajas: disminución de costes, aumento de la capacidad de servicios e incremento de la productividad.

Desde la vertiente de las sinergias, como elemento conceptual aportado por la Teoría de Sistemas, existen diversas alternativas, independientemente de las fusiones o alianzas sobre base de capitales, en el campo del *marketing*; como es el caso de los acuerdos de colaboración entre entidades financieras para cubrir objetivos de reducción de costes de transformación mediante la creación de un sistema informático común que permita acometer el plan comercial conjunto.

El fenómeno de la *bancassurance* es un exponente de la diversidad de combinaciones posibles entre las funciones financieras y las de seguros. El deseo de las instituciones financieras de ofrecer productos de seguros y el de las compañías de seguros de utilizar la red comercial de los bancos o de las cajas de ahorros explican la sinergia entre estas entidades en el terreno de la comercialización. A pesar de que son sectores con culturas propias, pueden operar bajo marcos de referencia comunes.

La estrategia de cooperación es un medio eficaz para hacer frente al desafío que representa la realización de un espacio económico europeo. En esta línea se inscriben acuerdos establecidos entre entidades financieras de distintos países como vehículo para lograr una presencia a escala internacional, en lugar de abrir oficinas propias que supondrían un proceso excesivamente complejo y costoso. En estos acuerdos de cooperación, se prevé el ofrecimiento de productos y servicios financieros a clientes, intercambios y formación de personal, cooperación técnica y acciones comunes de comunicación. En otros casos, la estrategia seguida por las entidades

bancarias para extender sus operaciones hacia mercados globales ha consistido en la creación de redes internacionales, lo que reclama una organización bien dimensionada y dotada de personal cualificado.

Con la entrada en vigor de la plena liberalización de movimientos de capitales, los españoles pueden abrir cuentas bancarias y solicitar préstamos en el extranjero, lo cual aumentará la competencia en el sistema financiero y obligará a los bancos españoles a estrechar sus márgenes financieros, y a aproximar los tipos de interés de sus depósitos y préstamos a los de sus competidores extranjeros. En este escenario del mercado único europeo, la empresa financiera española tiene que conceder más importancia a la dimensión internacional de *marketing*.

La dinámica del *marketing* europeo es una expresión del proceso de cambio que se está produciendo tanto en la economía como en la sociedad europeas. En este proceso de adaptación, la empresa financiera española debe poner en práctica los instrumentos del *euro-marketing*, tales como la orientación de los productos a la globalidad del mercado europeo, la construcción de un sistema logístico de distribución, definir estrategias de precios, y desarrollar los procesos de imagen, publicidad y relaciones públicas que proporcionan los medios adecuados para las decisiones comerciales.

España se caracteriza por tener un sistema bancario poco internacionalizado (33), y además no es homogénea la actuación exterior de nuestro sistema crediticio. No obstante, las entidades financieras españolas están adoptando diferentes estrategias de *marketing* internacional, que se traducen en la apertura de sucursales, operaciones de negocio internacional a través de los nuevos instrumentos financieros, departamentos especializados en comercio exterior y financiación de proyectos europeos.

En esta línea de actuación, entidades financieras especializadas comienzan a plantearse nuevas estrategias para mejorar su oferta, como la internacionalización de sus productos, ya que tanto los mercados bursátiles como la renta fija internacional ofrecen alternativas atractivas. Dentro de los nuevos productos, se encuentran los fondos de inversión en futuros y opciones, y el lanzamiento de fondos inmobiliarios cuando las condiciones del mercado lo permitan. La presencia internacional de las entidades financieras se hace cada día más patente, sirviendo a sus clientes de enlace tanto para operaciones comerciales como financieras.

La diversificación de la oferta de productos y servicios, y el acceso a otros mercados plurinacionales, exigirá de la banca española la adopción de nuevos ámbitos tecnológicos, generalmente ya contrastados, en los mercados a los que acceda; mayores dotaciones de medios materiales y humanos en estas áreas productivas, y la necesidad de redistribuir es-

pacialmente algún contingente de factores productivos para invadir los nuevos mercados.

Los grandes bancos internacionales han utilizado dos esquemas básicos para su expansión exterior (34): 1) la internacionalización por la vía de su participación en los mercados monetarios y de capitales, particularmente a través de las sindicaciones de eurocréditos y las emisiones de títulos y papel en el euromercado, y 2) el acceso a los mercados externos por la vía de la financiación del comercio exterior.

Las entidades financieras españolas se están viendo obligadas a reconvertir su actividad internacional para ofertar a sus clientes productos y servicios competitivos en todas sus relaciones con el mundo económico internacional, y porque en los mercados internacionales existen nichos en los que se dan oportunidades de negocio si se tiene el conocimiento y los recursos humanos necesarios. En definitiva, la proyección internacional es una nueva exigencia dentro del servicio al cliente.

NOTAS

(1) DONNELLY, BERRY y THOMPSON, *Marketing de servicios financieros. Una visión estratégica*, Díaz de Santos, Madrid, 1990, págs. 20 y siguientes.

(2) El comportamiento de las fuerzas competitivas (competidores actuales en el sector, amenaza de nuevos competidores, poder negociador de los clientes, poder negociador de los proveedores y aparición de nuevos productos) es una cuestión esencial en el análisis, diseño y elección de la estrategia empresarial. Véase PORTER, M., *Estrategia competitiva*, CECSA, México, 1982.

(3) La distinción entre el *marketing* estratégico (análisis y comprensión de los mercados) y el *marketing* operacional (acción sobre el mercado) amplía la función del *marketing* incidiendo en su conceptualización. Véase LAMBIN, *Marketing estratégico*, McGraw-Hill, Madrid, 1987.

(4) O'SHAUGHNESSY, J., *Marketing competitivo*, Díaz Santos, Madrid, 1991.

(5) CASTELLÓ, E., «El proceso de cambio en las entidades financieras», *Alta Dirección*, n.º 167, 1993.

(6) BADO, M., *Marketing management para bancos y compañías aseguradoras europeas* (2 tomos), EADA Gestión, Barcelona, 1989; KOTLER, P., y DOUBOIS, B., *Marketing management*, Publ-Union Editions, París, 1977.

(7) El interés en la interacción entre estrategia y estructura fue estimulado por CHANDLER, A., *Strategy and structure*, Cambridge, Mass, MIT Press, 1962.

(8) LENZ, R. J., y LYLES, M. A., «Managing human problems in strategic planning systems», *The Journal of Business Strategy*, vol. 6, 1986.

(9) Una interesante aportación a la literatura sobre *management* bancario es la obra de DAVIS, S., *La excelencia en Banca*, Escuela Superior de Cajas de Ahorros, CECA, Madrid, 1985.

(10) Cuando, en los años sesenta, Ted LEVITT publicó *Marketing miopía*, se desencadenó la era del *marketing*, con la simbólica frase: «hemos olvidado las necesidades de nuestros clientes. Debemos volver a tomar contacto con ellos».

(11) ALVIRA, F., y GARCÍA, J., «El cliente: nuevo centro de la estrategia bancaria», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 43/1990.

(12) Las estrategias competitivas genéricas se traducen en estrategias específicas a desarrollar según la situación del sector empresarial (Porter, 1982, cit.). La empresa financiera debe plantear su estrategia competitiva como medio para obtener una rentabilidad superior a la media de su sector, si ello es posible.

(13) La estrategia de bajo coste más visible en la literatura de *management* estratégico es la basada en la curva de experiencia, dado que proporciona una ventaja de costes que puede ser a menudo sostenida. Véase AAKER, D., *Management estratégico de mercado*, Editorial Hispano Europea, S. A., Barcelona, 1987.

(14) AECA, «Criterios de medición de la rentabilidad, productividad y eficiencia de las entidades bancarias», *Documento*, n.º 5, 1991.

(15) SANTESMASES, M., «Estrategias de segmentación de mercados en banca», I Congreso Nacional de ACEDE, Universidad Alcalá de Henares, 1991.

(16) CECA, *La adecuación de productos y servicios financieros a las necesidades y expectativas de la clientela*, Madrid, 1988.

(17) ALBRECHT, K., *Total quality service: The methodology for service excellence*, San Diego, 1988.

(18) MCCARTHY, J. E., *Comercialización*, El Ateneo, Buenos Aires, 1974, pág. 32. El profesor Kotler dice que las dos nuevas pes que hay que añadir a las tradicionales del *marketing* son: *politics* y *public opinion*. Ahí están las claves del *megamarketing*.

(19) IPMARK, *Guía de marketing en España 1990*, pág. 12.

(20) ANSOFF, H. I., *La estrategia de la empresa*, EUNSA, Pamplona, 1976, págs. 127 a 131. Una aplicación al sector bancario de la relación dual producto-mercado en forma matricial se analiza en la obra de BADO, *El marketing de los bancos europeos*, Tecniban, Madrid, 1976, páginas 120 a 122.

(21) CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA, *Informe mensual*, diciembre, 1992, pág. 71.

(22) VARIOS, *La banca española de los noventa*, Colegio de Economistas de Madrid, 1989, págs. 250 y siguientes.

(23) LE CORRE, A., «Réflexions sur les marchés bancaires et les problèmes de croissance», en BADO, *ob. cit.*, pág. 180.

(24) LIND, M. M., «The impact of deregulation and environmental forces: competition», en FRIARS y GOGEL (eds.), *The financial services handbook*, John Wiley and Sons, 1987.

(25) BALLARIN, E., «Distribución de servicios financieros en España: implicaciones competitivas», *Suplementos Sobre el Sistema Financiero*, número 21, Fundación FIES.

(26) YBARRA, E., «La reducción de los costes de explotación de las instituciones bancarias», Curso Euroforum, Madrid, 1982; VARIOS, «Producción versus distribución: los costes de transformación de la Banca en España», III Jornadas. El Nuevo Lunes-Caja Madrid, 1992.

(27) CECCHINI, P., *Europa 92: una apuesta de futuro*, Alianza Editorial, Madrid, 1988.

(28) El Banco de España acaba de recordar a las entidades financieras que: «deben tomar medidas de carácter urgente para contener el crecimiento de sus gastos de explotación. La velocidad de caída de los márgenes de explotación es una señal de alarma que no debe pasar inadvertida», Jornadas «La Banca y las Cajas de Ahorros en el 93» organizadas por el diario económico *Cinco Días*.

(29) España deberá modificar la Ley de Consumidores de 1984 para trasponer la nueva directiva adoptada por la Comunidad Europea. Los servicios bancarios son uno de los objetivos de la norma europea.

(30) Información elaborada a partir de los datos que publica Nielsen-Repress. Una evaluación del resultado de la campaña publicitaria desarrollada por los bancos y las cajas de ahorros en el lanzamiento de las supercuentas se ofrece en el artículo de E. CASTELLÓ, «Perspectiva mercadológica de la publicidad financiera», *BEE*, número 147/92.

(31) El contenido de esta normativa se recoge en la Circular número 8/1990, de 7 de septiembre, del Banco de España.

(32) LEVIONNOIS, M., *Marketing interne et management des hommes*, Editions d'Organisation, París, 1987.

(33) La escasa internacionalización de nuestros bancos (en 1991, el número de oficinas de las entidades bancarias en el extranjero era de 203), el excesivo número de sucursales y el elevado coste de personal son aspectos negativos del sistema financiero español respecto al europeo.

(34) Una clasificación de las alternativas de expansión, nacionales e internacionales, puede verse en la obra de YOUNG, S.; HAMILL, J.; WHEELER, C., y DAVIES, R., *Penetración y desarrollo de los mercados internacionales. Estrategias y gestión*, Plaza y Janés, Barcelona, 1991.

ESTRATEGIAS DE INVERSION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

María Antonia TARRAZON RODON (*) y Joan MONTLLOR I SERRATS

I. INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo es definir las líneas de orientación de la política de selección de inversiones de los fondos de pensiones. Todo fondo de pensiones debe tener en cuenta, al considerar cuál ha de ser su estrategia de inversión, no sólo la propia capacidad de gestión financiera y las oportunidades que brinda el mercado, sino también las muy particulares características de la inversión que lleva a cabo. Se trata de invertir las aportaciones de los partícipes y, en los casos en que proceda, del promotor del plan de pensiones, con la finalidad de poder hacer frente en su momento al pago de las prestaciones prometidas a los beneficiarios. Nos hallamos, por tanto, ante un tipo de inversión de características singulares que conviene estudiar detenidamente.

Nuestro enfoque se centra en los fondos de pensiones que administran planes de prestación definida, por resultar más complejos que los planes de contribución definida. En efecto, estos últimos no incorporan la obligación de satisfacer pensiones vinculadas a los rendimientos actuales y futuros del trabajo, por lo que la cuantía final de las prestaciones depende exclusivamente de las aportaciones realizadas y del rendimiento alcanzado por éstas en los mercados de capitales.

En primer lugar, examinamos la relación entre estrategia y objetivos de los fondos de pensiones, para estudiar a continuación las estrategias propiamente dichas. Un análisis de sus propiedades generales nos conduce a optar por las estrategias de cartera estructurada. Exponemos brevemente la estrategia de inmunización, a fin de disponer de una síntesis de sus características principales, que resulta de gran utilidad cuando se comprueba que la inmunización puede considerarse un complemento imprescindible de la estrategia principal. Como entendemos que la estrategia principal debe ser una variante de la protección de carteras, presentamos una sistematización de sus propiedades en relación con la neutralización del riesgo de los fondos de pensiones.

II. ESTRATEGIA DE INVERSION Y OBJETIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

La razón de ser de un fondo de pensiones es satisfacer el pago de pensiones complementarias de las de la Seguridad Social. La estructura del pasivo de un fondo de pensiones queda determinada por las relaciones financieras que se establecen en torno a este objetivo. Estas relaciones delimitan los derechos de los elementos personales del plan de pensiones —es decir, promotor, partícipes y beneficiarios— sobre el valor neto del fondo, entendiendo como tal la diferencia entre el valor actual de las inversiones del fondo de pensiones y el valor actual de la deuda por prestaciones del plan de pensiones.

Asimismo, las relaciones financieras que se establecen entre los distintos colectivos implicados en un plan de pensiones permiten definir el nivel de riesgo asumido por el promotor en el pago de las pensiones prometidas. En función de este nivel de riesgo, las pensiones de los planes constituidos por empresas para sus trabajadores pueden clasificarse, respetando los matices que imponga el marco jurídico de cada país, en: *a)* pensiones no avaladas; *b)* pensiones avaladas por la empresa promotora del plan de pensiones, y *c)* pensiones garantizadas por una entidad externa.

Es, pues, la propia naturaleza del fondo de pensiones la que fija la estructura de su pasivo, que a su vez origina unos requerimientos financieros específicos a cuyo cumplimiento debe orientarse la estrategia de inversión. Puesto que ésta no puede concebirse sin tener en cuenta la naturaleza de la deuda del fondo de pensiones (Bodie, 1990b, página 28), el activo —es decir, las inversiones— de un fondo de pensiones debe elegirse de forma que los resultados que proporcione permitan cumplir los objetivos impuestos por su pasivo. Este activo, diseñado para cumplir los requerimientos que dimanen del pasivo, ha sido designado por Bookstaber y Gold (1988) como *liability-asset*.

Para satisfacer las pensiones prometidas, el activo ha de estar compuesto por un conjunto de inversiones que, por un lado, ofrezcan seguridad y, por

otro, rentabilidad. La seguridad podría conseguirse invirtiendo exclusivamente en activos de renta fija. Sin embargo, en los planes de prestación definida se prevé que el valor actual de las pensiones devenidas evolucione según los salarios, puesto que las pensiones a percibir por los trabajadores a partir de su jubilación están definidas en función del salario del último año o de una media de los salarios de los últimos años. Como los salarios suelen evolucionar según la inflación y la productividad, es necesario que la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones resulte igual o superior a la suma de inflación y productividad más el efecto cruzado de ambas. La rentabilidad de los títulos de renta fija en raras ocasiones satisface este requisito, por lo que una parte del activo ha de invertirse en renta variable, con el consiguiente riesgo.

Como Bookstaber y Gold (1988, pág. 73) exponen, las inversiones de los fondos de pensiones deben cumplir los siguientes objetivos:

- A corto plazo, han de permitir el pago de las obligaciones financieras actuales (seguridad).
- A largo plazo, han de obtener la rentabilidad suficiente para garantizar el pago de las obligaciones futuras (rentabilidad).

Los fondos de pensiones reparten sus inversiones, fundamentalmente, entre títulos financieros de renta fija y renta variable e inmuebles, por ser los activos que mejor se ciñen a sus necesidades (1). La estrategia de inversión debe seleccionar la combinación de estos activos que mejor se adapta al cumplimiento de los objetivos de los fondos de pensiones.

III. TIPOS DE ESTRATEGIAS DE INVERSION

Las estrategias de inversión se pueden agrupar según la siguiente clasificación (Fabozzi, 1989b, páginas 3-4):

- 1) Estrategias activas.
- 2) Estrategias pasivas.
- 3) Estrategias de cartera estructurada (*structured portfolio strategies*).

1. Estrategias activas

El objetivo de una *estrategia activa* es conseguir una rentabilidad superior a la media del mercado, es decir, se trata de conseguir que la rentabilidad media de las inversiones efectuadas supere la rentabilidad media de la cartera de mercado. Como es bien conocido, a efectos prácticos se toma como sinónimo de la cartera de mercado un índice bursátil acreditado. Una estrategia activa se basa en previsiones que tratan de anticipar el comportamiento del mercado, buscando la captación de efectos que

todavía no han sido incorporados a los precios actuales. Puede decirse que una estrategia activa persigue aprovechar las ineficiencias del mercado, puesto que en un mercado completamente eficiente las variaciones en los precios no se pueden prever. Los inversores que adoptan estrategias activas siguen un comportamiento típicamente especulador, puesto que intentan pronosticar cómo evolucionarán los precios y sitúan su posición en el mercado de acuerdo con estas expectativas (Marshall, 1989, página 69).

Una estrategia activa obliga, en todo caso, a asumir un riesgo superior al de la cartera de mercado. Para que tenga éxito, el individuo que la aplica debe tener una capacidad de previsión superior a la del mercado. Tiene, en definitiva, que saber distinguir aquellas previsiones que pueden catalogarse como «información» de aquellas otras que han de clasificarse como «ruido», utilizando la terminología de Black (1986).

2. Estrategias pasivas

El objetivo de una *estrategia pasiva* es reproducir el comportamiento del mercado. Su aplicación a la renta variable se concreta en la estrategia de indicación (*indexing*), que trata de construir una cartera de títulos que se aproxime lo máximo posible a la cartera de mercado. Esta estrategia puede consistir en la reproducción de un determinado índice bursátil o bien en una cartera diferente del índice, por lo general con un número menor de títulos. Existen dos razones para justificar este segundo caso: *a)* el individuo que toma las decisiones puede considerar que ninguno de los índices bursátiles disponibles reproduce con la debida precisión la cartera de mercado y que este objetivo puede conseguirse con otra composición de títulos previamente estudiada, y *b)* los índices del mercado bursátil comprenden habitualmente un gran número de títulos, de modo que, para invertir en una cartera similar a uno de ellos sin experimentar un elevado nivel de costes de transacción y control, es preciso disponer de un presupuesto muy elevado. Cuando no es así, se construye un índice propio que, con un número de títulos muy inferior, trata de aproximarse al índice de mercado. La misma estrategia se aplica también a la renta fija, tomándose en este caso como punto de referencia un índice de títulos de renta fija.

3. Estrategias de cartera estructurada

Las *estrategias de cartera estructurada* persiguen garantizar la consecución de un objetivo mínimo, habitualmente un nivel mínimo de rentabilidad. Este objetivo mínimo es la meta principal de la estrategia y la cartera se diseña para garantizar prioritariamente su consecución, si bien la estrategia puede incorporar también otros objetivos de carácter subordinado. Las estrategias de cartera estructurada tratan

de conseguir una neutralización total o parcial del riesgo, para evitar que la rentabilidad efectiva se sitúe por debajo del mínimo que pretenden garantizar.

Pueden, pues, considerarse como estrategias de protección o *hedging*, actividad opuesta a la especulación. Citando a Marshall (1989, pág. 53), el objetivo de una estrategia de protección es minimizar, o al menos controlar parcialmente, el grado de variación de los resultados financieros fruto de decisiones de producción, consumo, inversión u otra naturaleza. Si bien es frecuente catalogar las estrategias de cartera estructurada dentro de la renta fija, la definición dada es suficientemente amplia como para que pueda hacerse extensiva a la renta variable. Una de las más conocidas estrategias de cartera estructurada, la protección de carteras o *portfolio insurance*, es aplicable tanto a renta fija como a renta variable.

Anteriormente hemos visto que la estrategia de inversión de los fondos de pensiones debe proporcionar rentabilidad y seguridad. La seguridad del cumplimiento de las obligaciones a corto plazo —pago de las pensiones al personal jubilado— es un objetivo prioritario para la propia supervivencia del fondo; pero esta circunstancia no exime de establecer un objetivo de rentabilidad cuya consecución a largo plazo, unida a un control del riesgo, permita cumplir también en el futuro el objetivo de seguridad. Teniendo en cuenta este planteamiento, podemos afirmar que la estrategia de inversión de un fondo de pensiones debe ser una estrategia de cartera estructurada.

IV. TIPOS DE ESTRATEGIAS DE CARTERA ESTRUCTURADA

Tres son los tipos de estrategias de cartera estructurada que a continuación consideramos:

- 1) *Cash-flow matching*.
- 2) Inmunización.
- 3) Estrategias de protección de carteras o protección dinámica (*portfolio insurance* o *dynamic hedging*).

1. *Cash-flow matching*

Esta estrategia consiste en estructurar una cartera de inversiones de modo que se igualen cobros y pagos, es decir, que se igualen los recursos generados por las inversiones realizadas con las exigencias financieras que resultan de las obligaciones contraídas. Como ventajas de esta estrategia cabe señalar que ofrece la máxima seguridad y no obliga a reestructurar constantemente la cartera de inversiones, al contrario de lo que ocurre con otras es-

trategias de cartera estructurada, evitándose, por tanto, costes de transacción. No obstante, sus inconvenientes son igualmente importantes. Su coste de oportunidad —entendiendo por tal la rentabilidad esperada a la que es preciso renunciar— suele ser elevado y, por otra parte, no siempre es fácil encontrar en el mercado la variedad de títulos que hay que utilizar para llevarla a cabo (2).

El *cash-flow matching* no resulta recomendable como estrategia principal de los fondos de pensiones. Las inversiones de los fondos constan mayoritariamente de activos financieros cuyo grado de liquidez hace innecesario a medio y largo plazo el acoplamiento de flujos de caja que esta estrategia ofrece. Como estrategia a corto plazo, es recomendada por algunos autores (Wagner, 1988, pág. 39).

2. Inmunización

La estrategia de inmunización se aplica principalmente a las inversiones en renta fija y persigue efectuar una protección frente a las variaciones de los tipos de interés. En algunos trabajos se extiende el análisis de la duración, instrumento fundamental en las estrategias de inmunización, a la renta variable (Leibowitz, Sorensen, Arnott y Hanson, 1989). Sin embargo, para controlar el riesgo de la renta variable es preferible recurrir a otras estrategias, ya que la duración sólo protege de las variaciones del tipo de interés.

Las entidades financieras que tienen pasivos de renta fija —entre ellas, los fondos de pensiones— ven modificarse el valor de estos pasivos cuando varía el tipo de interés. La estrategia de inmunización aplicada a una relación activo-pasivo persigue construir un activo tal que, cuando se produzca una variación en los tipos de interés, la variación experimentada por el valor del activo sea igual o más favorable que la variación experimentada por el valor del pasivo.

Sea una situación inicial en la que el valor actual del activo es igual al valor actual del pasivo. Una subida en los tipos de interés origina una reducción tanto en el valor del activo como en el valor del pasivo. Una bajada de los tipos de interés provoca un aumento tanto en el valor del activo como en el valor del pasivo. La estrategia de inmunización persigue, en el primer caso, que la reducción en el valor del activo sea menor o igual que la reducción en el valor del pasivo. En el segundo caso, el objetivo de la estrategia de inmunización es lograr que el aumento en el valor del activo sea mayor o igual que el aumento en el valor del pasivo.

Los instrumentos fundamentales de las estrategias de inmunización son la duración y la convexidad. Se entiende por duración de un título o una cartera la variación relativa experimentada por el valor del título o cartera frente a una pequeña variación en el

tipo de interés, cambiada de signo (Fabozzi y Fabozzi, 1989, pág. 62). Es decir:

$$DR = -\frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{di} \quad [1]$$

donde DR indica duración, p precio del título o cartera de renta fija e i tipo de interés.

Esta versión del concepto de duración acostumbra a designarse como «duración modificada» y guarda la siguiente relación con otra versión del mismo concepto, la duración de Macaulay (DM):

$$DR (1 + i) = DM \quad [2]$$

La génesis del término duración es la siguiente. El valor actual p de un título de renta fija se obtiene actualizando, al tipo de interés vigente, los cupones futuros de este título (a). Suponiendo que entre el momento actual y el vencimiento del título se perciben n cupones que incluyen el interés prometido y la devolución del capital, podemos escribir:

$$p = \sum_{t=1}^n \frac{a_t}{(1+i)^t} \quad [3]$$

Luego:

$$\frac{dp}{di} = -\frac{1}{(1+i)} \cdot \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot a_t}{(1+i)^t} \quad [4]$$

y

$$\frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{di} = -\frac{1}{p} \cdot \frac{1}{(1+i)} \cdot \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot a_t}{(1+i)^t} \quad [5]$$

por tanto:

$$DR = \frac{1}{p} \cdot \frac{1}{(1+i)} \cdot \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot a_t}{(1+i)^t} \quad [6]$$

En consecuencia, la duración de Macaulay puede escribirse como sigue:

$$DM = t \cdot \frac{1}{p} \cdot \sum_{t=1}^n \frac{a_t}{(1+i)^t} \quad [7]$$

donde se observa que la duración de Macaulay —que está expresada en unidades de tiempo— es la media ponderada de los vencimientos de los cupones, siendo los factores de ponderación los valores actuales de los cupones divididos por el valor actual del título, esto es, los porcentajes que los valores actuales de los cupones representan sobre el valor actual del título.

No obstante, la expresión:

$$\frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{di}$$

se interpreta mejor como la sensibilidad del valor actual de un título respecto al tipo de interés o, incluso, como rentabilidad instantánea —variación relativa del valor— causada por una variación infinitesimal en el tipo de interés.

La convexidad de un título o cartera se obtiene dividiendo la segunda derivada del precio respecto al tipo de interés por el propio precio. Algunos autores adoptan la convención de dividir este resultado por dos (Fabozzi y Fabozzi, 1989, pág. 71). Así pues, representando la convexidad por CX , podemos escribir:

$$CX = \frac{1}{p} \cdot \frac{d^2 p}{di^2} \quad [8]$$

La denominación convexidad se debe a que la segunda derivada de la función del precio de un bono es una función convexa, teniendo, pues, signo positivo.

La convexidad sirve de complemento a la duración a efectos de explicar la variación del precio de un bono. Desarrollando la variación del precio por la fórmula de Taylor, obtenemos (Fabozzi y Fabozzi, 1989, págs. 69-70):

$$dp = \frac{dp}{di} \cdot di + \frac{1}{2} \cdot \frac{d^2 p}{di^2} \cdot (di)^2 + \epsilon \quad [9]$$

donde ϵ indica error de aproximación y contiene el resto de términos de la serie. Dividiendo los dos miembros de esta igualdad por p , obtenemos:

$$\frac{dp}{p} = \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{di} \cdot di + \frac{1}{2} \cdot \frac{1}{p} \cdot \frac{d^2 p}{di^2} \cdot (di)^2 + \epsilon' \quad [10]$$

siendo:

$$\epsilon' = \frac{\epsilon}{p} \quad [11]$$

La igualdad que acabamos de escribir indica que la variación relativa en el precio de un bono, como consecuencia de una variación en el tipo de interés, es función de la duración, cambiada de signo, y la convexidad.

Redington (1952) formuló las condiciones que debe reunir una estrategia de inmunización. Estas son:

- valor actual del activo igual al valor actual del pasivo;
- duración del activo igual a la duración del pasivo;
- convexidad del activo igual o superior a la convexidad del pasivo.

Si se cumplen estas condiciones, el efecto que una variación en el tipo de interés provoca en el valor del activo siempre es más favorable que el efecto que causa en el pasivo, en el sentido indicado al principio de este apartado. No obstante, la validez de las condiciones de Redington está sujeta a la siguiente hipótesis simplificadora: la curva de los tipos de interés es plana o, lo que es lo mismo, existe un único tipo de interés válido para todos los vencimientos.

Se trata, ciertamente, de una hipótesis simplificadora. En la realidad, el tipo de interés es diferente según el número de periodos a que se refiere. Por tanto, para hallar el valor actual de un bono, sus cupones deben descontarse a los tipos de interés que corresponden a sus vencimientos. La introducción de una estructura temporal de los tipos de interés en los cálculos de duración y convexidad obliga a recurrir a procedimientos más sofisticados, que tienen en cuenta el proceso estocástico seguido por los cambios de la estructura temporal de los tipos de interés a lo largo del tiempo. Aparece, como consecuencia directa, el riesgo asociado a la correcta elección del proceso estocástico que seguirán los tipos de interés, o «riesgo del proceso estocástico», ya que tal proceso condiciona ahora la estrategia de inmunización. Existe un amplio consenso en la literatura sobre la materia referente a que las estrategias de inmunización realizadas a partir de procesos estocásticos no proporcionan resultados sistemáticamente más satisfactorios que los que se obtienen aplicando la sencilla estrategia de Redington (Bierwag, Kaufman, Schweitzer y Toevs, 1983).

Esta estrategia presenta las siguientes ventajas: es sencilla de aplicar, sus propiedades son bien conocidas y, atendiendo a las referencias bibliográficas sobre sus resultados prácticos, hasta el momento se ha mostrado eficiente, incluso en la poco sofisticada versión de Redington. En lo que se refiere a su aplicación a los fondos de pensiones, más que inconvenientes presenta una limitación: no resulta adecuada para controlar el riesgo de las inversiones en renta variable, ya que el riesgo de este tipo de activos no proviene únicamente del tipo de interés sino de otras muchas fuentes. Si bien la inmunización no sirve como estrategia de inversión básica para los fondos de pensiones, resulta imprescindible como estrategia complementaria. Los ajustes requeridos para adaptar la duración de una cartera de renta fija acostumbran a realizarse utilizando contratos de futuros, por los menores costes de transacción que éstos comportan (3).

3. Estrategias de protección de carteras o protección dinámica (*portfolio insurance* o *dynamic hedging*)

La estrategia de protección de carteras (*portfolio insurance*) tiene por objetivo garantizar un valor mínimo de una inversión sin renunciar a la obtención de cotas superiores de rentabilidad (4). La variante más sencilla de esta estrategia consiste en adquirir una opción de venta sobre la cartera de inversión que se desea proteger. La utilización de opciones para proteger carteras permite una gran flexibilidad para moldear el tipo de valor final que se desea, y por ello resulta adecuada su aplicación a la estrategia de inversión de los fondos de pensiones.

Sin embargo, no es frecuente poder realizar una estrategia de protección de carteras contratando

una opción de venta en el mercado. La oferta de opciones de venta es limitada, y prácticamente nula a medio y largo plazo. Esta limitación se puede tratar de solucionar recurriendo a opciones de venta sintéticas. Se puede demostrar que, mediante una combinación variable de una acción o cartera y deuda libre de riesgo, resulta posible reproducir el comportamiento de una opción sobre aquella acción o cartera. La relación entre acción o cartera y deuda debe reajustarse continuamente hasta el vencimiento de la opción. Esta técnica se basa en una propiedad utilizada por Black y Scholes (1973) para deducir su fórmula del valor de las opciones. La aplicación práctica de ésta plantea algunos problemas significativos:

— existen costes de transacción en el ajuste de la relación cartera/deuda;

— en la práctica, la relación cartera/deuda no puede reajustarse continuamente, lo que origina desajustes que repercuten en el valor final de la opción sintética;

— si el precio de la acción o cartera que se trata de proteger experimenta un movimiento brusco, la estrategia de protección no cumple su objetivo, debido a que la fórmula de Black y Scholes supone que el precio del activo sobre el que se aplica la opción sigue un proceso estocástico de Ito y, por tanto, experimenta oscilaciones suaves.

La crisis bursátil de octubre de 1987 obligó a revisar la fiabilidad de la protección de carteras basadas en opciones sintéticas (Luskin, 1988a). Su aplicación práctica ha proseguido y, en el orden teórico, los avances de la investigación en torno a este tipo de protección han permitido un mejor conocimiento de sus posibilidades. En lo que respecta a las inversiones de los fondos de pensiones, la estrategia de protección de carteras no sólo es la más adecuada, teniendo en cuenta los objetivos de los fondos, sino quizá la única capaz de permitir un control sistemático de la distribución de las inversiones entre renta fija y renta variable. Como el tipo de protección requerida presenta unas características propias, pasamos a estudiarlas en el apartado siguiente.

V. LA ESTRATEGIA DE PROTECCION DEL VALOR NETO (*SURPLUS INSURANCE*)

1. Importancia y significado

Entendemos por valor neto la diferencia entre activo y deudas, con la particularidad de que, en la terminología habitual de los planes y fondos de pensiones, el término «deudas» se asimila a «pasivo». Existen dos niveles de valor actual neto de un fondo de pensiones:

a) valor actual del activo menos valor actual de las pensiones devengadas (o valor actual neto de finalización), y

b) valor actual del activo menos valor actual de las pensiones previstas (o valor actual neto de continuidad).

Las estrategias de protección pueden aplicarse al valor neto concebido a partir de cualquiera de ambas versiones. No obstante, lo que parece más razonable es tomar como valor actual neto la diferencia entre el valor actual del activo y el valor actual de las pensiones devengadas, pues este último valor, y no el de las pensiones previstas, constituye la deuda actual del fondo (Bodie, 1990b; Black y Jones, 1988).

El valor del activo de un fondo de pensiones debe considerarse como una variable aleatoria. Habitualmente, se compone de una cartera de títulos de renta variable, una cartera de títulos de renta fija e inversiones en inmuebles. La cartera de renta variable se compone de un conjunto de títulos cuyas variaciones de precio, en un mercado eficiente, no se pueden prever por el propio concepto de eficiencia del mercado. Igualmente ocurre con la cartera de renta fija. El valor de un título de renta fija se obtiene actualizando sus cupones futuros, empleando como tasa de actualización el tipo de interés del mercado. Al ser éste también una variable aleatoria, el valor actual de la cartera de renta fija se halla, igualmente, sujeto a variaciones no previsibles. El valor actual de la inversión en inmuebles es, asimismo, aleatorio.

En consecuencia, el valor neto de un fondo de pensiones depende de las oscilaciones del valor del activo. Sin embargo, el valor actual del pasivo también puede considerarse una variable aleatoria. El valor actual de las pensiones devengadas está sujeto a las variaciones de la tasa de actualización, relacionada con el tipo de interés de mercado. El valor actual de las pensiones previstas incorpora, además, otra fuente de aleatoriedad, en la medida en que la prestación por jubilación depende del salario final de los partícipes, y éste debe estimarse. Evidentemente, existen también factores aleatorios de tipo demográfico.

Resulta, pues, que tanto el valor actual del activo como el valor actual del pasivo de un fondo de pensiones son variables aleatorias. Luego también lo es el valor neto. Del breve examen que hemos realizado sobre activo y pasivo del fondo se desprende que la variabilidad de uno y otro depende de diferentes factores, lo que impide prever las variaciones, en volumen y sentido, del valor neto.

Un fondo de pensiones está dotado (*funded*) siempre que su valor neto es positivo o siempre que el coeficiente de dotación (*dot*) es superior a la unidad, es decir:

$$VA (\text{Activo}) - VA (\text{Pasivo}) \geq 0 \quad [12]$$

$$dot = \frac{VA (\text{Activo})}{VA (\text{Pasivo})} \geq 1 \quad [13]$$

Un fondo de pensiones comienza a experimentar problemas financieros cuando su valor neto absoluto es negativo o, lo que es equivalente, su *ratio* de dotación es menor que la unidad. Por tanto, para controlar el riesgo de un fondo de pensiones, hay que controlar su valor neto, objetivo que, precisamente, persigue la estrategia conocida como *surplus insurance*, que traducimos por «protección del valor neto». En los trabajos recientes sobre estrategias de inversión de los fondos de pensiones, aparece un acuerdo prácticamente unánime en recomendar la estrategia de protección del valor neto (Wagner, 1988; Bookstaber, 1987; Bookstaber y Gold, 1988; Brill, 1989; Gastineau, 1988; Etzioni, 1989, y Kritzman, 1988).

2. Protección del valor neto *versus* protección de los valores de activo y pasivo

Realizar una estrategia de protección de carteras sobre el valor neto de un fondo de pensiones supone aplicar una opción de venta sobre este valor neto. Dicha opción de venta ha de ser sintética, por no contratarse en los mercados opciones de estas características. Para simplificar la exposición, tomamos un horizonte de un solo período de tiempo. Supongamos que el objetivo de la protección es lograr que el valor neto al final del período sea superior o igual al valor neto al principio del período:

$$VN_1 \geq VN_0 \quad [14]$$

Para garantizar este objetivo, se precisa una opción de venta sobre el valor neto con precio de ejercicio igual a su valor inicial. La situación a final del período queda reflejada en el cuadro n.º 1, en el que el valor neto recibe el mismo tratamiento que un título.

CUADRO NUM. 1

Valor final	$VN_1 < VN_0$	$VN_1 \geq VN_0$
Títulos:		
VN	VN_1	VN_1
OV	$VN_0 - VN_1$	-
	VN_0	VN_1

¿Podría conseguirse este objetivo aplicando por separado una estrategia de protección sobre el activo y el pasivo del fondo? Se puede demostrar que la aplicación de la protección por separado conduce a una sobreprotección. Designando por *A* el activo del fondo y por *P* su pasivo, podemos escribir:

$$VN_1 = A_1 - P_1 \quad [15]$$

$$VN_0 = A_0 - P_0 \quad [16]$$

$$VN_1 - VN_0 = (A_1 - A_0) - (P_1 - P_0) \quad [17]$$

Para aplicar por separado la estrategia de protec-

ción, hay que adquirir una opción de venta sobre el activo con precio de ejercicio igual a su valor inicial y una opción de compra sobre el pasivo con precio de ejercicio, asimismo, igual a su valor inicial. La situación a final del período queda reflejada en el cuadro n.º 2.

CUADRO NUM. 2

Valor final:	(I)	(II)	(III)	(IV)
	$A_1 < A_0$ $P_1 < P_0$	$A_1 < A_0$ $P_1 > P_0$	$A_1 > A_0$ $P_1 < P_0$	$A_1 > A_0$ $P_1 > P_0$
Títulos:				
$A - P$	$A_1 - P_1$	$A_1 - P_1$	$A_1 - P_1$	$A_1 - P_1$
$OV(A)$	$A_0 - A_1$	$A_0 - A_1$	—	—
$OC(P)$	—	$P_1 - P_0$	—	$P_1 - P_0$
Valor neto....	$A_0 - P_1$ $A_0 - P_1 > VN_0$	$A_0 - P_0$ $A_0 - P_0 = VN_0$	$A_1 - P_1$ $A_1 - P_1 > VN_0$	$A_1 - P_0$ $A_1 - P_0 > VN_0$

Únicamente en la situación (II) el valor neto final es igual al valor neto inicial. En las situaciones restantes, el valor neto final es superior al inicial, debiéndose señalar que en las situaciones (I) y (IV) se han ejercitado opciones. Por otra parte, una protección por separado inferior a la adoptada conduciría, en la situación (II), a un valor neto final inferior al inicial, contrariamente a lo que se desea.

Se puede decir, por tanto, que la estrategia de protección por separado conduce necesariamente a una sobreprotección que, lógicamente, absorbe un volumen de recursos superior al requerido por el objetivo de protección deseado. En consecuencia, los fondos de pensiones deben aplicar la estrategia de protección directamente sobre su valor neto.

3. Protección del valor neto absoluto versus protección del coeficiente de dotación (activo/deudas)

Las ventajas que la protección del valor neto absoluto presenta frente a la protección por separado de los valores de activo y pasivo no implica que aquélla sea la mejor estrategia posible para un fondo de pensiones. La finalidad principal del activo de un fondo de pensiones es garantizar el pago de las prestaciones estipuladas por el plan de pensiones, es decir, cubrir el pasivo del fondo. Para medir la garantía que el activo de un fondo ofrece a su pasivo, lo correcto es dividir ambos valores para hallar el parámetro que hemos definido como coeficiente de dotación (*dot*). De esta forma, se determina el número de unidades monetarias de activo de que el fondo dispone por cada unidad monetaria de pasivo. Siguiendo este razonamiento, podemos afirmar que la estrategia de protección de un fondo de pensiones debe actuar sobre el coeficiente de dotación.

Comparemos la clase de protección que ofrece

una estrategia dirigida al valor neto absoluto con el tipo de protección que ofrece una estrategia orientada al coeficiente de dotación, refiriéndonos a un solo período. La estrategia sobre el valor neto absoluto garantiza que:

$$A_1 - P_1 \geq VN_0 \quad [18]$$

mientras que la estrategia sobre el coeficiente de dotación garantiza que:

$$dot_1 \geq dot_0 \quad [19]$$

A partir de [18] podemos escribir:

$$\frac{A_1}{P_1} \geq \frac{VN_0}{P_1} + 1 \quad [20]$$

Definamos:

$$dot^* = \frac{VN_0}{P_1} + 1 \quad [21]$$

por lo que [20] equivale a:

$$dot_1 \geq dot^* \quad [22]$$

Resulta obvio que dot^* es variable, dependiendo de P_1 . A partir de [21], y recordando el significado de dot_0 , podemos escribir (5):

$$P_1 = P_0 \Rightarrow dot^* = dot_0 \quad [23]$$

$$P_1 < P_0 \Rightarrow dot^* > dot_0 \quad [24]$$

$$P_1 > P_0 \Rightarrow dot^* < dot_0 \quad [25]$$

lo que nos permite afirmar que sólo en caso de igualdad entre el valor del pasivo al final del período y el valor del pasivo al principio del período la estrategia sobre el valor absoluto proporciona igual protección que la estrategia sobre el valor relativo. En caso de ser el valor del pasivo al final del período inferior al valor del pasivo al principio del período, la estrategia sobre el valor absoluto proporciona automáticamente una protección superior a la que emana de la estrategia sobre el valor relativo. En caso de ser el valor del pasivo al final del período superior al valor del pasivo al principio del período, la estrategia sobre el valor absoluto proporciona una protección inferior a la facilitada por la estrategia sobre el valor relativo. En definitiva, podemos afirmar que la estrategia sobre el valor absoluto no sirve para garantizar un valor mínimo constante de la relación entre activo y pasivo. Además, como señala Kritzman (1988), la estrategia sobre el valor relativo aprovecha la protección o *hedging* natural fruto de las variaciones simultáneas de activo y pasivo.

4. La estrategia de protección de la ratio de dotación (activo/deudas)

Para llevar a cabo una estrategia de protección del coeficiente de dotación no sirven las opciones clásicas cuyo precio de ejercicio es fijo. Para proteger

este coeficiente hay que adoptar una estrategia basada en opciones de intercambio, de acuerdo con lo señalado por Kritzman (1986 y 1988). Supongamos que se desea conseguir que:

$$A_1 \geq P_1 \quad [26]$$

El camino para alcanzar este objetivo es adquirir una opción de venta sobre el activo con un precio de ejercicio igual al valor final del pasivo o, lo que es lo mismo, una opción de compra sobre el pasivo con un precio de ejercicio igual al valor final del activo. Es evidente que los precios de ejercicio de una y otra opción son aleatorios. En ambos casos, si el valor del pasivo al vencimiento es superior al valor del activo, la opción se ejercita entregándose el activo y recibiendo el pasivo, es decir, se intercambian activo y pasivo. Por tanto, se ha asegurado que el coeficiente de dotación al final del período es igual o superior a la unidad:

$$\frac{A_1}{P_1} \geq 1 \quad [27]$$

Igualmente, podría haberse asegurado un coeficiente de dotación diferente de la unidad denominado Ψ . Este caso corresponde a una opción de venta sobre el activo con un precio de ejercicio igual a Ψ veces el pasivo, o una opción de compra sobre Ψ veces el pasivo con un precio de ejercicio igual al activo. La situación al final del período queda recogida en los cuadros n.ºs 3 y 4.

Por tanto:

$$VF (\text{Activo} + \text{opción de intercambio}) = \text{Máx} [A_1, \Psi \cdot P_1] \quad [28]$$

y:

$$\frac{VF (\text{Activo} + \text{opción de intercambio})}{P_1} \geq \Psi \quad [29]$$

lo que pone de manifiesto que esta estrategia asegura un valor mínimo Ψ del coeficiente de dotación, hecho que nos permite afirmar que un activo compuesto por una cartera de títulos (de renta variable o de renta fija) más una opción de intercambio con el pasivo cumple los requisitos exigidos al *liability-asset*.

Como acabamos de ver, la aplicación de esta estrategia exige disponer de opciones de intercambio, es decir, de opciones cuyo precio de ejercicio es aleatorio. Estas opciones se valoran por medio del modelo de Margrabe (1978). Al no ser objeto de contratación en los mercados, han de construirse por la vía sintética.

5. El horizonte de protección

Una estrategia de protección referida a un individuo debería tomar como horizonte el momento de

CUADRO NUM. 3

ACTIVO MAS OPCION DE VENTA (INTERCAMBIO)

Valor final	$A_1 < \Psi \cdot P_1$	$A_1 \geq \Psi \cdot P_1$
Títulos:		
A	A_1	A_1
OV	$\Psi \cdot P_1 - A_1$	-
	$\Psi \cdot P_1$	A_1

CUADRO NUM. 4

ACTIVO MAS OPCION DE COMPRA (INTERCAMBIO)

Valor final	$\Psi \cdot P_1 > A_1$	$\Psi \cdot P_1 \leq A_1$
Títulos:		
A	A_1	A_1
OC	$\Psi \cdot P_1 - A_1$	-
	$\Psi \cdot P_1$	A_1

su jubilación, si la prestación se percibe en forma de capital, o la fecha de fallecimiento, si la pensión se cobra en forma de renta vitalicia o según una combinación de capital-renta. Sin embargo, en el caso de los fondos de pensiones, hay que considerar un horizonte indefinido a causa del principio de continuidad que debe presidir su gestión, principio según el cual el promotor —y, particularmente, la empresa promotora en el sistema de empleo— no contempla sistemáticamente la terminación voluntaria del plan de pensiones. El principio de continuidad queda recogido de forma muy adecuada en la teoría del contrato implícito de Treynor (1977) y es explícitamente mencionada, por ejemplo, en la normativa contable estadounidense —FAS 87— (McGill y Grubbs Jr., 1989, pág. 418).

Un fondo de pensiones administra inversiones de un colectivo cuyos componentes —los partícipes y beneficiarios del plan de pensiones— se renuevan a lo largo del tiempo. Si el objetivo es evitar situaciones de infradotación, hay que aplicar una estrategia de protección que garantice la solvencia en todo momento, sin la restricción de un horizonte temporal limitado. Se requiere, pues, una protección constante sin limitación en el horizonte. Este tipo de protección lo suministran las estrategias de invariabilidad temporal (Brill, 1989; Brennan y Schwartz, 1988).

VI. CONCLUSIONES

Las conclusiones alcanzadas en este trabajo se resumen en los siguientes puntos:

1. La estrategia de inversión del fondo de pensiones ha de ser una estrategia de cartera estructurada, concretamente una estrategia de protección de carteras (*portfolio insurance*).

2. La protección cubre el riesgo financiero derivado de la aleatoriedad financiera de activo y pasivo; no recoge, en cambio, las variaciones en el pasivo por causas demográficas.

3. La estrategia de inmunización permite controlar el riesgo de la renta fija, por lo que debe incorporarse a la estrategia general de inversión de un fondo de pensiones.

4. La protección debe centrarse en el coeficiente de dotación o relación activo/deudas (*surplus insurance* relativo).

5. El horizonte de la protección debe ser indefinido.

6. A efectos de elegir el valor del coeficiente de dotación a proteger, parece razonable tomar como valor de las deudas la parte del pasivo que puede considerarse exigible, es decir, el valor actual de las pensiones devengadas.

7. Por tanto, la estrategia óptima de inversión de los fondos de pensiones ha de ser una estrategia de invariabilidad temporal aplicada al caso de intercambio de carteras.

NOTAS

(*) Este trabajo se basa en parte de la tesis doctoral «Planes y fondos de pensiones: función financiera y estrategias de inversión», dirigida por el Dr. Joan Montllor i Serrats. La Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social concedió una beca para su elaboración.

(1) Véase, entre otros, BERKOWITZ, FINNEY y LOGUE (1988), y SHEPHERD (1987).

(2) La estrategia *cash-flow matching* fue propuesta por HODGES y SCHAEFER (1977). Una simplificación de la misma puede verse en FABOZZI, TONG y ZHU (1989).

(3) Sobre la aplicación de la inmunización a los fondos de pensiones, véase KEINTZ y STICKNEY (1980), LEIBOWITZ (1986) y BODIE (1990a). Sobre la aplicación de los contratos de futuros a la inmunización, véase FABOZZI y FABOZZI (1989), 228-248.

(4) Sobre el origen y la evolución de la protección de carteras, véase LELAND y RUBINSTEIN (1988). Sobre opciones sintéticas, véase LELAND y RUBINSTEIN (1981).

(5) Véase Apéndice.

BIBLIOGRAFIA

ARNOTT, Robert D., y FABOZZI, Frank J. (eds.) (1988), *Asset allocation: Portfolio policies, strategies and tactics*, Probus, Chicago, Illinois.

BERKOWITZ, Stephen A.; FINNEY, Louis D., y LOGUE, Dennis E. (1988), *The investment performance of corporate pension plans*, Quorum, Westport, Connecticut.

BIERWAG, Gerald O.; KAUFMAN, George G.; SCHWEITZER, R., y TOEVS,

Alden (1983), «The art of risk management in bond portfolio», en *Innovation in bond portfolio management: Duration analysis and immunization*, G. G. Kaufman, G. O. Bierwag y A. Toevs (eds.), Jai Press, 325-345.

BLACK, Fisher (1986), «Noise», *Journal of Finance*, 41 (3), 529-543.

— y JONES, Robert (1988), «Simplifying portfolio insurance for corporate pension plans», *The Journal of Portfolio Management*, 13 (4), 33-37.

— y SCHOLES, Myron (1973), «The pricing of options and corporate liabilities», *Journal of Political Economy*, 81, 637-654.

BODIE, Zvi (1990a), «Pension funds and financial innovation», *Financial Management*, 19 (3), 11-22.

— (1990b), «The ABO, the PBO and pension investment policy», *Financial Analysts Journal*, 46 (5), 27-34.

BOOKSTABER, Richard (1987), *Option pricing and investment strategies*, Probus, Chicago, Illinois.

— y GOLD, Jeremy (1988), «In search of the liability asset», *Financial Analysts Journal*, 44 (1), 70-80.

BRENNAN, Michael J., y SCHWARTZ, Eduardo S. (1988), «Time-invariant portfolio insurance strategies», *The Journal of Finance*, 43 (2), 283-299.

BRILL, Edward A. (1989), «Risk management in a FASB 87 environment», en *The institutional investor focus on investment management*, J. F. Fabozzi (ed.), Harper & Row, 681-694.

ETZIONI, Ethan S. (1989), «Portfolio protection for fixed income portfolios, balanced portfolios, surplus protection», en *Fixed-income portfolio strategies*, F. J. Fabozzi (ed.), Probus, 245-260.

FABOZZI, Frank J. (ed.) (1989a), *Fixed-income portfolio strategies*, Probus, Chicago, Illinois.

— (ed.) (1989b), *Portfolio & investment management*, Probus, Chicago, Illinois.

— (ed.) (1989c), *The institutional investor focus on investment management*, Harper & Row, New York.

FABOZZI, Frank J., y FABOZZI, T. Dessa (1989), *Bond markets: Analysis and strategies*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

FABOZZI, T. Dessa; TONG, Tom, y ZHU, Yu (1989), «Beyond cash matching», en *Fixed-income portfolio strategies*, F. J. Fabozzi (ed.), Probus, 189-212.

GASTINEAU, Gary L. (1988), «Surplus protection and portfolio insurance», en *Asset allocation: Portfolio policies, strategies and tactics*, R. D. Arnott y F. J. Fabozzi (eds.), Probus, 225-240.

HODGES, S. D., y SCHAEFER, S. M. (1977), «A model for bond portfolio improvement», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12 (2), 243-260.

KAUFMAN, G. G.; BIERWAG, Gerald O. y TOEVS, Alden (eds.) (1983), *Innovation in bond portfolio management: Duration analysis and immunization*, Jai Press, Greenwich, Connecticut.

KEINTZ, Richard J., y STICKNEY, Clyde P. (1980), «Immunization of pension funds and sensitivity to actuarial assumptions», *The Journal of Risk and Insurance*, 47 (2), 223-239.

KRITZMAN, Mark P. (1986), «What's wrong with portfolio insurance?», *Journal of Portfolio Management*, 13 (1), 13-16.

— (1988), «Insuring the asset/liability ratio», en *Portfolio insurance: A guide to dynamic hedging*, D. L. Luskin (ed.), John Wiley & Sons, 76-85.

LEIBOWITZ, Martin L. (1986), «The dedicated bond portfolio in pension funds. Part II: Immunization, horizon matching and contingent procedures», *Financial Analysts Journal*, 42 (2), 47-57.

— SORENSEN, Eric H.; ARNOTT, Robert D., y HANSON, H. Nicholas (1989), «A total differential approach to equity duration», *Financial Analysts Journal*, 45 (5), 30-37.

LELAND, Hayne E.; y RUBINSTEIN, Mark (1981), «Replicating options with positions in stocks and cash», *Financial Analysts Journal*, 37 (4), 63-72.

- (1988), «The evolution of portfolio insurance», en *Portfolio insurance: A guide to dynamic hedging*, D. L. Luskin (ed.), John Wiley & Sons, 3-10.
- LUSKIN, Donald L. (1988a), «After the fall», en *Portfolio insurance: A guide to dynamic hedging*, D. L. Luskin (ed.), John Wiley & Sons, New York, 311-315.
- (ed.) (1988b), *Portfolio insurance: A guide to dynamic hedging*, John Wiley & Sons, New York.
- McGILL, Dan M., y GRUBBS Jr., Donald S. (1989), *Fundamentals of private pensions* (6th edition), Pension Research Council, Wharton School, Irwin, Homewood, Illinois.
- MARGRABE, William (1978), «The value of an option to exchange one asset for another», *The Journal of Finance*, 33 (1), 177-186.
- MARSHALL, John F. (1989), *Futures and option contracting*, South Western Publishing Co., Cincinnati.
- REDINGTON, F. M. (1952), «Review of the principle of life office valuations», *Journal of the Institute of Actuaries*, 18, 286-340.
- SHEPHERD, A. G. (ed.) (1987), *Pension fund investment*, Woodhead-Faulkner, Cambridge.
- TREYNOR, Jack L. (1977), «The principles of corporate pension finance», *The Journal of Finance*, 32 (2), 627-638.
- WAGNER, Wayne H. (1988), «The many dimensions of risk», *The Journal of Portfolio Management*, 14 (2), 35-39.

APENDICE

Proposición:

$$P_1 = P_0 \Rightarrow dot^* = dot_0$$

$$P_1 < P_0 \Rightarrow dot^* > dot_0$$

$$P_1 > P_0 \Rightarrow dot^* < dot_0$$

Demostración:

$$dot_0 = \frac{A_0}{P_0} \quad dot^* = \frac{VN_0}{P_1} + 1$$

$$dot_0 = \frac{A_0 - P_0 + P_0}{P_0} = \frac{VN_0}{P_0} + 1$$

$$P_1 = P_0 \Rightarrow dot^* = \frac{VN_0}{P_0} + 1 = dot_0$$

$$P_1 < P_0 \Rightarrow \frac{VN_0}{P_1} > \frac{VN_0}{P_0} \Rightarrow dot^* > dot_0$$

$$P_1 > P_0 \Rightarrow \frac{VN_0}{P_1} < \frac{VN_0}{P_0} \Rightarrow dot^* < dot_0$$

**II. LOS RECURSOS PROPIOS
DE LAS INSTITUCIONES
FINANCIERAS: UN CONDICIONANTE
PARA LA GESTION**

LOS RECURSOS PROPIOS Y LA CREACION DE VALOR EN LAS ENTIDADES BANCARIAS

Víctor BARALLAT y Luis BARALLAT

INTRODUCCION

Tener una buena gestión de los recursos propios se está convirtiendo en un factor estratégico de diferenciación y de obtención de ventajas competitivas en la actividad bancaria. Las instituciones financieras compiten con muchos otros agentes económicos en los mercados de capitales para captar recursos permanentes, y deben, por tanto, resultar suficientemente atractivas para los inversores, lo cual equivale a «crear valor» para éstos. Las acciones bancarias han tenido, en general, una evolución pobre en la década de los ochenta en casi todos los países (cuadro n.º 1), con lo cual, la experiencia de los inversores en este sentido no es muy favorable, y ello ha coincidido con un endurecimiento general en los requisitos regulatorios de capitalización para las entidades de depósito.

Los recursos propios, al ser más caros que los ajenos, tienen que ser optimizados. El coste de capital para un gran banco español puede oscilar en estos momentos entre un 20 y un 25 por 100, por lo que hay que utilizarlo eficientemente. El capital debe ser «apalancado» adecuadamente para optimizar su rendimiento. En este mismo sentido, hay que aprovechar al máximo las oportunidades que brindan los instrumentos híbridos —acciones preferentes, obligaciones subordinadas, etc.— que computan como recursos propios dentro de los requisitos de capital de las entidades financieras, pero que, en general, tienen menor coste global, evitando además la «dilución» del accionista. En este sentido, los bancos todavía tienen posibilidades de mejorar la gestión financiera de su estructura de capital.

Los bancos «universales» están además presentes en muchos negocios distintos y tienen que asegurar que todos ellos «creen valor» a largo plazo; es decir, que tengan una rentabilidad de los recursos propios que consuman superior al coste de capital de los mismos. En este sentido, es primordial conocer la contribución de cada uno de los distintos negocios, potenciando las actividades que creen valor y reestructurando o eliminando las que des-

truyen. Asimismo, dado que los requisitos de capitalización de las entidades financieras se establecen como una determinada proporción de los activos de riesgo, deben marcarse criterios de estructura de balance que aseguren que los precios o diferenciales de los distintos productos no sólo compensen sus costes y los riesgos asumidos, sino que generen una rentabilidad sobre los recursos propios consumidos suficiente para crear valor. De esta forma, un préstamo hipotecario podrá tener un diferencial inferior al de un crédito al consumo, dado que, entre otros factores, implica menos necesidades de capital.

Por otra parte, dado que un banco tiene que desarrollar actividad con segmentos de clientela, como banca corporativa, que exigen unos diferenciales que no cumplen los criterios anteriores, se deben aprovechar al máximo las ventajas de la «titulización» y la venta de activos para poder seguir dando servicio a la clientela sin consumir balance. En este sentido, las posibilidades existentes en nuestro país son todavía limitadas, pero si nos atenemos a la experiencia de otros mercados, se puede esperar un fuerte desarrollo de estas actividades. En Estados Unidos, por ejemplo, mientras las entidades de depósito titilizan más del 80 por 100 de los préstamos hipotecarios residenciales que generan, son al mismo tiempo un fuerte inversor en títulos respaldados por este tipo de activos, que, por contar con garantía del Estado Federal, no consumen recursos propios y además gozan de liquidez.

Finalmente, dado que la gestión de recursos propios significa optimizar financieramente el balance para maximizar la creación de valor para los accionistas de forma sostenida y a largo plazo, es primordial llevar a cabo con eficacia las relaciones con los accionistas, coordinando los canales de distribución de acciones y la información que se les proporciona.

Todas las funciones anteriores, unidas a la gestión de activos y pasivos, y de recursos en general, constituyen la gestión financiera integrada de un banco, que se podría equiparar a la dirección financiera de una empresa industrial o comercial. Si en toda em-

CUADRO NUM. 1
RENTABILIDAD COMPARADA DE LAS ACCIONES BANCARIAS
1980-1989

	<i>Acciones bancarias (Porcentaje)</i>	<i>Indice general (Porcentaje)</i>
Japón	31,0	22,6
Italia	31,0	26,6
Irlanda	18,9	18,0
Alemania	11,9	14,1
Estados Unidos	10,8	14,1
Reino Unido	16,0	20,2
España	15,5	24,2
Suiza	3,2	8,0
Francia	8,2	20,6
Holanda	2,8	15,1

Nota: Rentabilidad medida por variación de cotizaciones en el período expresada en tasa anual acumulativa.

Fuente: Salomon Brothers.

presa se trata de una función importante, lo es sin duda todavía más en un banco, dados los pequeños diferenciales o márgenes con que opera el negocio bancario y su alto apalancamiento financiero, y además está creciendo en importancia a medida que estos diferenciales disminuyen.

¿CUANDO SE CREA VALOR?

La creación de valor para el accionista se consigue cuando el valor de mercado de la empresa es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que en ella han hecho los accionistas, y que no es otra que los fondos propios, o el valor contable de la sociedad. Se puede demostrar (1) que para ello es necesario que la rentabilidad conseguida por la empresa sea consistentemente superior a la tasa de retorno exigida por los inversores para una inversión de ese nivel de riesgo, que se define precisamente como el «coste de capital». Una descripción más detallada de este análisis figura en el *Apéndice*.

Para crear valor, se debe actuar por tanto, como veremos, por una doble vía, incrementando la rentabilidad sobre recursos propios y disminuyendo el coste de capital. Además, financieramente se puede también demostrar (2) que, en el caso de una empresa cotizada, tener una mayor rentabilidad sobre recursos propios implica un PER, o múltiplo de beneficios, más alto, lo que, a su vez, reduce el coste de capital, permitiendo entrar en un «círculo virtuoso» de creación de valor: alta rentabilidad sobre recursos propios, mayor *premium* de la cotización sobre valor contable, mayor PER, menor coste de capital, mayor capacidad de crecimiento, incremento de cuota de mercado, mayor rentabilidad sobre recursos propios.

El camino contrario lleva a ir perdiendo paulatinamente posición y, a la larga, a ser adquirido. Estudios realizados en Estados Unidos en este sentido demuestran que las empresas que consistentemente

no consiguen superar su coste de capital tienen una alta probabilidad de ser absorbidas a medio plazo.

Los bancos universales, además, están presentes en un conjunto de negocios distintos que se diferencian en términos de su rentabilidad esperada, crecimiento, tamaño, riesgo y consumo de capital. No todos estos negocios crean valor para el accionista; es decir, no todos ellos generan una rentabilidad sobre los recursos propios consumidos superior a su coste de capital, que además no será el mismo para cada actividad, pues dependerá del riesgo de ésta.

Para crear valor, será necesario, por tanto, gestionar la cartera de negocios del banco potenciando las actividades que crean valor y reestructurando o eliminando las que lo destruyen (3). El objetivo final del proceso es tener una mejor cartera de negocios en términos de creación de valor. Ello exige las tareas siguientes:

1) *Identificar negocios.* Un banco universal desarrolla muchos negocios distintos: banca al por menor, banca corporativa, mercado de capitales, seguros, etcétera, que deben ser identificados.

2) *Asignar ingresos y costes a cada campo de actividad.* Aquí nos encontramos con todo el problema de tasas de transferencia, teniendo en cuenta que la banca, tradicionalmente, ha tendido al agrupamiento de productos y servicios distintos, sin ideas claras de contabilidad analítica, sistema por el que unos productos rentables subsidiaban las pérdidas existentes en otros.

3) *Imputar los recursos propios consumidos por cada actividad.* En este caso, también existen diversas posibilidades: *ratios* legales, necesidades de solvencia en función de la experiencia histórica, riesgos asumidos, etcétera.

4) *Calcular el coste de capital* de cada actividad en función de su riesgo.

Al final, este proceso permitirá clasificar las actividades en que participa un banco en «creadoras de valor» y «destructoras de valor».

Lowell Bryant, conocido experto en temas bancarios de McKinsey, dice que la forma más fácil que tiene un banco para crear valor es eliminando o reestructurando las actividades que actualmente lo destruyen.

La creación de valor también exige gestionar adecuadamente los recursos permanentes de la empresa, de forma tal que se reduzca el coste de capital. Como se sabe, en los recursos propios de un banco no computa únicamente el capital propio, sino que, dentro de ciertas limitaciones, se pueden utilizar acciones preferentes no acumulativas, que entran dentro del nivel 1 o «TIER 1», o la deuda subordinada,

la perpetua y las preferentes acumulativas, que entran en el nivel 2. Este tipo de instrumentos, como hemos dicho, tiene un coste inferior después de impuestos a las acciones ordinarias, por lo que no utilizarlos eficientemente, supone un lujo que pocas entidades se pueden permitir. Cualquier comparación de la banca española con la internacional hace ver que nuestras instituciones tienen muchas posibilidades de aumentar su capitalización por esta vía, y que en ocasiones podría estar justificada una reestructuración de su capital amortizando acciones ordinarias y emitiendo estos instrumentos. Desde otro punto de vista, los bancos españoles pueden aumentar fuertemente su volumen actual de activos simplemente potenciando las posibilidades de apalancar sus recursos propios con este tipo de títulos.

No beneficiarse del menor coste que proporcionan estos instrumentos puede ocasionar, además, que el aplicar algunos de los conceptos a que hemos aludido para valoración de actividades o de diferenciales mínimos en determinados productos lleve a un banco a abandonar campos y, en definitiva, a sacrificar crecimiento y cuota de mercado. Es decir, que dos bancos con distintas estructuras en la composición de sus recursos permanentes pueden tener diferentes requisitos en los *spread* que deben aplicar sobre los distintos productos para obtener una misma rentabilidad de su capital, con lo que la institución que tenga la composición menos eficiente en términos de coste estará perdiendo oportunidades y, por tanto, posición competitiva.

En definitiva, al gestionar un banco con criterio de creación de valor ayudamos también a dar respuesta a dos preguntas. En cuanto a los activos, ¿es más eficiente tenerlos en balance o generarlos y venderlos (titulización)? En cuanto a los recursos permanentes, ¿qué proporción entre accionistas y acreedores subordinados a largo plazo debemos tener?

Asimismo, una adecuada gestión de valor incrementa la rentabilidad sobre recursos propios del banco, mejorando el *rating* o calificación de solvencia de la entidad y disminuyendo, por tanto, los costes de financiación en los mercados de capitales, dado que un banco con *rating* AAA puede captar fondos en condiciones más ventajosas que uno que sea A, lo cual ayuda a incrementar la rentabilidad entrando en el círculo virtuoso que definíamos anteriormente. A título indicativo, un banco AAA puede emitir títulos de renta fija a largo plazo con un ahorro anual de unos 100 puntos básicos sobre uno AA.

La política de dividendos es, asimismo, un componente fundamental de la gestión de recursos propios, dado el carácter informativo de aquéllos —una subida de dividendos transmite al mercado un sentimiento de confianza— y la importancia de retener fondos para poder seguir creciendo. Una fuerte tasa de generación interna de capital, vía reten-

ción de beneficios, es un buen indicativo de «creación de valor», y en este sentido la experiencia comparada de los bancos españoles es buena (cuadro número 2).

Sin embargo, no debemos caer en el error de intentar definir la estrategia de una institución solamente con criterios de creación de valor para los accionistas. La creación de valor apoya una estrategia, ayuda a definirla, y es la medida final de su éxito, pero no sirve para dirigirla. Teniendo en cuenta sólo este aspecto se podría cometer el error de depreciar opciones de futuro y no invertir adecuadamente en negocios de desarrollo.

La estrategia se formula eligiendo dónde competir y la forma de crear ventajas competitivas defendibles en los sectores en que se decide hacerlo. La creación de valor sirve para refinar, no para decidir, y se obtiene cuando la rentabilidad sobre recursos propios supera de forma sostenida al coste de capital, lo que equivale a actuar en dos sentidos: incrementar la rentabilidad sobre fondos propios y reducir el coste de capital mediante actuaciones sobre los recursos permanentes.

OBJETIVOS DE LA GESTION DE RECURSOS PROPIOS

La gestión de los recursos propios de una institución financiera tiene, por tanto, los objetivos siguientes:

1) *Asegurar la suficiencia de recursos propios para posibilitar el crecimiento.* Una buena gestión de recursos propios planifica con tiempo la emisión de capital y otros instrumentos en el momento oportuno del mercado. Asimismo, y eso es más normal en otros países, reduce capital cuando lo considera conveniente.

Está claro que nadie mejor que la propia empresa está en condiciones de saber cuándo puede ser más barato ampliar capital, porque la Bolsa está a niveles históricamente elevados —unos PER muy altos—, y en cambio cuándo puede ser más conveniente reducirlo. Los buenos gestores no amplían

CUADRO NUM. 2
CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS Y GENERACION INTERNA DE CAPITAL 1980-1989

	Activos (Porcentaje)	Capital (Porcentaje)
Japón	18,5	9,0
Alemania	10,3	4,6
Estados Unidos	5,0	2,9
Reino Unido	8,9	2,7
Francia	13,6	9,9
España	11,4	11,4

Nota: Tasa media acumulativa anual.

solamente cuando lo necesitan, sino que saben hacerlo en las coyunturas oportunas de mercado.

J. McCoy, Presidente del Banc One, afirma al respecto que «el mejor momento para levantar capital es cuando no se necesita». En este sentido, Banc One incrementó sus recursos propios fuertemente en 1990, a pesar de tener una alta capitalización.

2) *Gestionar la estructura más conveniente de los recursos propios.* Como dijimos anteriormente, existen distintos instrumentos que computan como recursos propios además de las acciones ordinarias, por lo que se debe gestionar en cada momento la estructura más eficiente en términos de coste, intentando actuar al mismo tiempo en diversos mercados para diversificar las fuentes de recursos. En definitiva, se trata de lograr una estructura de capital coste-eficiente, diversificada y equilibrada.

Se debe seguir, por tanto, la evolución de los diversos mercados de capitales para captar recursos en las mejores condiciones. Una institución grande, además, estará realizando emisiones y colocando instrumentos en distintos países, por lo que debe asegurarse de que cumple los requisitos regulatorios exigidos por cada uno.

Dentro de esta misión, se incluye una participación activa en la fijación de la *política de dividendos* de la entidad, dado que la retención de beneficios es una forma clave de gestionar los recursos propios.

3) *Definir el coste de capital que permite determinar la rentabilidad comparada de las diversas actividades del banco.* Dado que se debe analizar la contribución de cada actividad a la creación de valor de la entidad, se debe fijar el coste de los recursos propios de cada una de ellas, dado que generalmente difieren en cuanto al nivel de riesgo.

4) *Coordinar los canales de distribución de acciones y las relaciones con los inversores.* Una buena gestión de los recursos propios implica una filosofía activa de relaciones con los accionistas que incluye las tareas siguientes:

- Definir la estructura accionarial más idónea con sus características básicas y la conveniencia de tener como accionistas a colectivos concretos.

Las instituciones de vanguardia saben qué tipo de accionistas quieren captar, y dirigen sus esfuerzos de comunicación y su política de dividendos de acuerdo con ella. No cabe duda de que compatibilizar una base accionarial amplia de accionistas con unos paquetes fuertes que ayuden a definir el control es una situación accionarial muy conveniente. Esos accionistas fuertes ayudan además a dar un enfoque de «dueño» a la empresa, muy apropiado para poder concentrarse adecuadamente en el largo plazo.

- Mantener buenas relaciones con los accionistas, los canales de venta y los prescriptores de valores

(analistas financieros, agencias de *rating*, prensa, etcétera).

Para ello, es fundamental conocer la base de accionistas y sus aspiraciones, sabiendo que crecientemente se trata de inversores profesionales e instituciones, cada vez más de procedencia global.

Considerados a escala global, se puede decir que los activos en acciones de los inversores institucionales se reparten por terceras partes iguales entre Europa, Estados Unidos y Japón; por tanto, un gran banco debe aspirar a tener inversores de cualquiera de estas partes, incluso aunque sus acciones sólo coticen en el mercado doméstico. En el caso de la Bolsa de Madrid, cerca del 30 por 100 de la contratación diaria es por cuenta de inversores institucionales no-residentes y, de acuerdo con la experiencia de otros mercados, debe crecer todavía significativamente.

Estos accionistas institucionales toman sus decisiones de inversión con base en análisis objetivos realizados por:

- intermediarios (compañías de valores, bancos, etcétera);
- agencias de calificación, empresas independientes de análisis;
- departamentos internos propios, para los inversores más importantes.

Se deben mantener, por tanto, relaciones fluidas con todos estos prescriptores para comunicarse de forma eficiente con los accionistas. En especial es importante coordinar todo el proceso de *rating*, dada la influencia directa que tiene en las posibilidades y coste de los distintos recursos.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Tener una buena gestión de los recursos propios se ha convertido en un elemento clave de diferenciación en la actividad bancaria, dado que son unos recursos caros y escasos, y que los requisitos regulatorios de las entidades bancarias tienden a ser cada vez mayores.

El objetivo final de esta gestión es optimizar financieramente el balance para maximizar la creación de valor para los accionistas a largo plazo de forma sostenida. Para ello, es necesario que la rentabilidad sobre recursos propios obtenida sea superior a la tasa de retorno exigida por los inversores para una inversión de ese nivel de riesgo, que se define como el coste de capital.

Por tanto las instituciones financieras, una vez que tienen una estrategia definida, lo cual equivale a haber elegido en qué campos competir y en hacerlo de forma eficiente, mediante el mantenimiento

de ventajas competitivas defendibles a largo plazo, tienen que concentrarse en entrar en el *círculo virtuoso* siguiente: Alta rentabilidad sobre recursos propios, mayor *premium* de la cotización sobre valor contable, mayor PER, menor coste de capital, mayor capacidad de crecimiento, incremento de cuota de mercado, mayor rentabilidad sobre recursos propios.

Todo banco, además, gestiona una cartera de negocios de características parcialmente distintas, en la que no todos ellos «crean valor». La labor de la Dirección consiste en reestructurar actividades, dentro de esa estrategia previamente definida, para optimizar la rentabilidad sobre recursos propios, eliminando en principio aquellas actividades que destruyen valor.

La «creación de valor» también exige gestionar adecuadamente la estructura de los recursos permanentes para reducir el coste de capital. El tener un exceso de capital, o el no utilizar apropiadamente los instrumentos «híbridos» que computan como recursos propios, será un lujo que pocas instituciones se podrán permitir. Asimismo, existe una tendencia general a aprovechar al máximo las ventajas que proporciona la titulización y la venta de activos para poder seguir dando servicio a la clientela, sin consumir balance en aquellas actividades o productos que, por razones de mercado, no permiten remunerar adecuadamente los recursos propios consumidos.

Para conseguir todo lo anterior, es primordial llevar a cabo con eficacia, y de forma planificada, las relaciones con los accionistas, coordinando los canales de distribución de acciones y la información que se les proporciona. Esta labor, para una institución grande, debe plantearse con una filosofía global, dado que, cada vez más, los inversores y los mercados de emisión pueden proceder de cualquier parte del mundo. Dentro de esta misión se encuentra, asimismo, la coordinación del proceso de *rating*.

Todas las funciones anteriores, unidas a la gestión de activos y pasivos, y de recursos en general, constituyen la gestión financiera integrada de un banco, que se podría equiparar a la dirección financiera de una empresa industrial o comercial. Si en toda empresa se trata de una función importante, lo es, sin duda, todavía más en un banco, dados los pequeños diferenciales o márgenes con que opera el negocio bancario y su alto apalancamiento financiero, y además está creciendo en importancia a medida que estos diferenciales disminuyen.

NOTAS

(1) RAPPAPORT, A. (1986), *Creating shareholder value*, Free Press, páginas 50-77 y 105-119.

(2) RAPPAPORT (1986), *op. cit.*; BARALLAT, L. (1992), *La banca española en el año 2000*, ediciones Ciencias Sociales, Madrid, páginas 59-74.

(3) COPELAND, KOLLER, MURRIN (1990), *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, Wiley, págs. 97-103 y 375-397.

APENDICE

La *creación de valor para el accionista* se consigue cuando el valor de mercado (*PM*) de la empresa es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que en ella han hecho los accionistas, incluida la reinversión de beneficios, y que no es otra que los fondos propios de la sociedad (*FP*). Para una empresa cotizada en Bolsa, ello quiere decir que la cotización (*P*) debe superar al valor contable regularizado por acción (*VC*).

Por tanto, para crear valor, la *ratio PM/FP*, o hecha por acción *P/VC*, debe ser superior a uno.

Como demostraremos a continuación, para que una empresa tenga un valor económico en el mercado superior a su valor contable es necesario que su *rentabilidad sobre recursos propios* sea superior a la tasa de retorno exigida por los accionistas para una inversión de ese nivel de riesgo, y que es lo que se define como el *coste de capital*.

El razonamiento es el siguiente:

El precio de un activo de renta variable (*P*) debe ser igual al valor actual de todos los dividendos (*D*) que vaya a percibir el accionista en el futuro descontados al mencionado coste de capital (*Ke*), que, por definición, es el coste de oportunidad para el inversor-accionista en activos financieros del mismo nivel de riesgo.

Como simplificación se sabe que —fórmula Gordon-Shapiro— si se espera que los dividendos crezcan a una tasa constante anual (*g*), y siempre que ésta sea inferior al coste de capital, el flujo de caja descontado de los dividendos da la siguiente relación entre éstos y la cotización:

$$P = \frac{D}{(Ke - g)}$$

Si la empresa tiene como política una tasa de reparto de dividendos (*y*) respecto a los beneficios (*E*) constante, por ejemplo el 30 por 100, '*D*' será igual a '*E*' multiplicado por la tasa *y*

entonces:

$$\frac{P}{E} = \frac{y}{(Ke - g)}$$

Donde a la *ratio* $\frac{P}{E}$ la llamamos *PER* (*price earnings ratio*).

El *PER* depende, por tanto, de la tasa de reparto de dividendos, su ritmo de crecimiento y el coste de capital. Como el *PER* se puede observar del mercado, de ahí podremos obtener una estimación del coste de capital

$$K_e = g + \frac{y}{PER}$$

La tasa de crecimiento de los beneficios y de los dividendos (*g*), a igualdad de las demás circunstancias, está relacionada con la rentabilidad sobre recursos propios (*ROE*) de la forma siguiente:

$$g = ROE * (1 - y)$$

Y por lo tanto

$$K_e = ROE * (1 - y) + \frac{y}{PER}$$

En consecuencia, cuanto mayor sea el *PER* de una empresa, y manteniendo iguales los demás factores, menor será el coste de capital, y por tanto tiene más fácil crear valor para los accionistas, o, lo que es lo mismo, necesita una rentabilidad menor a corto plazo para atraer capital, pudiendo permitirse el lujo de ganar cuota de mercado sacrificando la rentabilidad. De hecho, lo que mide el *PER* es la valoración que hace el mercado de los beneficios. El mercado valora el doble los beneficios del banco que tiene un *PER* de 20 que los de uno que tiene un *PER* de 10.

Hemos dicho anteriormente que una empresa crea valor económico cuando su valor de mercado es superior, en términos reales, a la inversión acumulada que han hecho

en ella los accionistas, que, suponiendo balances regularizados, no es otra que los fondos propios. Por tanto, la condición anterior podría expresarse de la forma siguiente:

$$\frac{PM}{FP} > 1 \quad \text{o, lo que es lo mismo,} \quad \frac{P}{VC} > 1$$

$$\text{Dado que } ROE = \frac{E}{VC}$$

Sustituyendo...

$$VC = \frac{E}{ROE} = \frac{D}{y * ROE}$$

$$\text{Como } P = \frac{D}{K_e - [ROE * (1 - y)]}$$

Por tanto

$$\frac{P}{VC} = \frac{y * ROE}{K_e - [ROE * (1 - y)]} > 1$$

Y ello equivale a la condición siguiente:

$$ROE * y > K_e - ROE + ROE * y$$

Ello quiere decir que para crear valor el *ROE* debe ser mayor que *Ke*.

La rentabilidad sobre fondos propios debe superar al coste de capital para crear valor. Pero, además, a mayor *ROE*, a igualdad de coste de capital, más se podrá crecer [$g = ROE * (1 - y)$], y se podrán captar más fácilmente nuevos recursos propios del mercado.

LA NUEVA NORMATIVA SOBRE RECURSOS PROPIOS: INCIDENCIA SOBRE LAS CAJAS DE AHORROS

Jorge J. PEREIRA RODRIGUEZ

I. INTRODUCCION

La Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, constituyó el primer paso de un largo proceso de adaptación de la legislación española a la normativa comunitaria en esta materia, cuya segunda etapa se produjo con la aprobación del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, que la desarrolla. Ya en este año, se publicó la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito y, finalmente, justo cuando se ultima este trabajo, acaba de aprobarse la Circular n.º 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, en la que se regulan todas aquellas cuestiones para las que está habilitado expresamente y se dictan los preceptos necesarios para dar cumplimiento a las normas contenidas en las disposiciones anteriores, así como se establecen los modelos oficiales precisos para cumplimentar las obligaciones que de ellas se derivan.

Pese a esta prolija regulación, el análisis que aquí se realiza acerca de la incidencia de esta normativa sobre las cajas de ahorros será, de una parte, limitado, dado que todavía no se dispone, lógicamente, de información alguna sobre su grado de cumplimiento por parte de las entidades financieras a ella sometidas. De otra, ha de ser también parcial, porque en una nota de urgencia como la aquí presentada no es posible abordar todos los aspectos a los que se refiere, sino que deben seleccionarse los más trascendentes para las cajas de ahorros, como pueden ser los relativos a las modalidades que componen sus recursos propios, al nivel del coeficiente de solvencia que se les exige y a las limitaciones que se les impone en cuanto a grandes riesgos e inmovilizaciones materiales.

II. COMPOSICION DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS CAJAS DE AHORROS

El artículo séptimo de la Ley enumera los elementos que se comprenden en los recursos propios

de las entidades de crédito y, con mayor amplitud, los artículos 20 a 24 del Real Decreto los delimitan, tanto en sentido positivo como negativo, así como establecen las condiciones y los límites que se les imponen. Tales elementos, por lo que a las cajas de ahorros específicamente se refiere, son los siguientes:

1) Los fondos fundacionales y las cuotas participativas, así como el fondo social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y las cuotas participativas de asociación por ella emitidas, unas y otras en la parte desembolsada.

Como es sabido, los fondos fundacionales de las cajas de ahorros son más bien reducidos e inamovibles, por lo que, ante la imposibilidad de emitir capital, derivada de su peculiar forma jurídica, en la disposición adicional duodécima de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, se les otorgó la posibilidad de emitir cuotas participativas, en cuanto títulos asimilables a aquél, pero sin derechos políticos.

Aunque hasta el momento ninguna caja de ahorros ha emitido cuotas participativas, posiblemente porque han conseguido allegar los recursos propios requeridos a través de otras vías, fundamentalmente con reservas dotadas después de pagar impuestos y de atender a su obra social, no se debe desconocer la importancia del logro conseguido mediante su implantación, dado que podrán ser utilizadas cuando no puedan alcanzarse por otro medio los recursos mínimos necesarios, de forma análoga a lo que alternativamente podría hacer otro tipo de entidades de crédito, ampliando su capital social.

2) Las reservas efectivas y expresas, incluso el fondo de reserva de cuota partícipes de las cajas de ahorros —inexistente, hasta ahora, según se anticipó— y de su Confederación.

Es este elemento, sin duda, el que nutre en mayor proporción los recursos propios de estas entidades, y es también, quizás, en el que se plantea la modificación más importante respecto al régimen que fue todavía aplicable al cierre del ejercicio 1992, al suprimirse la posibilidad de que durante el ejercicio

en curso se incluya entre ellos una parte —antes el 35 por 100— del excedente obtenido en el año.

En efecto, en la nueva normativa esa posibilidad queda excluida, y sólo al cierre del ejercicio, y hasta que tenga lugar la aplicación de resultados, las entidades de crédito podrán incorporar a este elemento la parte de los resultados del ejercicio que se prevea aplicar a reservas, siempre que:

a) exista una decisión formal de aplicación de resultados del órgano de administración de la entidad;

b) las cuentas en que se reflejen tales resultados hayan sido verificadas de conformidad por los auditores externos de la entidad, y

c) se acredite, a satisfacción del Banco de España, que la parte a incorporar se halla libre de toda carga previsible, en especial por gravámenes impositivos, o por dotaciones a la obra benéfico-social, con referencia a las cajas de ahorros que son objeto de la presente nota.

Al margen de que esta norma es mucho más limitativa que la anterior, en sucesivos informes elevados por la Confederación Española de Cajas de Ahorros, en nombre de sus asociadas, se reflejaban las dificultades que su redacción literal plantea para incorporar a los recursos propios al final del ejercicio —31 de diciembre de cada año— parte de los resultados de éste, ya que en dicha fecha no podrán estar todavía auditadas las cuentas (punto b), ni podrá existir decisión formal de aplicación de resultados del órgano de administración de la entidad (punto a).

Quizás por ello, en la Circular del Banco de España se añade un breve párrafo final, según el cual «estos resultados» —cabe entender que los destinados a reservas— «podrán incorporarse retroactivamente a los recursos propios de cierre del ejercicio al que correspondan». En otros términos, cuando tal decisión formal de aplicación de resultados, previamente verificados, se realice dentro del plazo reglamentario de los dos meses siguientes al cierre del ejercicio, tal aprobación se entiende retrotraída contablemente, con los requisitos indicados, a la fecha de cierre del ejercicio, por lo que, estando todavía en plazo de declaración de los recursos propios mantenidos en esa fecha, podrá incorporarse a éstos la parte destinada a reservas.

Ahora bien, ¿cómo habrá de realizarse esa incorporación retroactiva cuando llegada la fecha de remitir debidamente cumplimentados los estados correspondientes —antes del 1 de marzo— todavía no se haya cumplido estrictamente cualquiera de esos requisitos? ¿Podrán remitirse unos estados rectificadas tan pronto se cumplan los mismos? o, por el contrario, ¿habrá de esperarse a que se remitan los nuevos estados semestrales —antes del 1 de septiembre— para poder incorporarlos? Y, en este úl-

timo caso, el Banco de España ¿tendrá en cuenta «retroactivamente» esa aplicación a reservas, cuando, además, con su cómputo se hubieran compensado posibles deficiencias en la cobertura de los recursos propios mínimos requeridos?

Preguntas, todas ellas, que quizás podrían haberse evitado con una redacción algo más flexible de los requisitos enunciados, sobre todo del segundo de ellos, pues no siempre será posible, ni depende estrictamente de las propias entidades de depósito, que los auditores externos verifiquen las cuentas en las que se reflejen tales resultados dentro de los dos primeros meses siguientes al cierre de cada ejercicio.

3) Junto a las modalidades reseñadas, el tercer elemento que, según lo dispuesto en el artículo 23 del Real Decreto, forma parte de los denominados recursos propios básicos de una entidad de crédito (que no tienen limitación alguna), es el delimitado por los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, cuya dotación se haya realizado separadamente dentro de la cuenta de resultados o con cargo a beneficios, y siempre que su importe figure separadamente en el balance público de la entidad.

4) Comenzando con la serie de los que en el Real Decreto se consideran recursos propios de segunda categoría, se encuentran las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, previa verificación del Banco de España de la corrección de su cálculo y de su sometimiento a las normas contables.

En este sentido, el Real Decreto aclara que las reservas de esta naturaleza asociadas a procesos de fusión no se contabilizarán como recursos propios antes de su inscripción en el Registro Mercantil, restándose entretanto de los activos revalorizados a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia, al objeto, lógicamente, de neutralizar esa omisión de cómputo con la no exigencia de cobertura de los activos revalorizados, que de otro modo hubiera ocurrido a través de la ponderación de su riesgo.

5) Otro elemento de esta naturaleza, consustancial con las cajas de ahorros y con su Confederación, es el constituido por los fondos de la obra benéfico-social, siempre que tengan carácter permanente. En tal sentido, el Real Decreto entiende que tienen dicho carácter los materializados en inmuebles.

En el borrador del Real Decreto se añadía la limitación de que esos inmuebles, para ser considerados como recursos propios, deberían ser «de libre disposición», coetilla considerada innecesaria por las cajas de ahorros en cuantos escritos formularon al respecto, al entender, razonadamente, que de acuerdo con su naturaleza jurídica única los mismos son siempre disponibles por ellas.

Parecía que la sugerencia había sido atendida al

desaparecer esa limitación de la versión definitiva del Real Decreto 1343/1992, si bien lo que realmente se produjo fue su traslado a una norma de menor rango, puesto que ahora se reproduce en el segundo párrafo de la letra a) del número 3 de la norma octava de la Circular 5/1993. En ella se indica, en efecto, que en el caso de esos fondos de la obra benéfico-social materializados en inmuebles, «no cabrá computarlos como recursos propios cuando su regulación determine que, en caso de liquidación de la entidad, los bienes en que se hallen materializados deban separarse del resto del activo y destinarse a sus fines específicos».

De la redacción final dada a este precepto cabría entender que se está cubriendo la posibilidad —a mi juicio infrecuente, si acaso existe— de que en el documento por el que se afecte un inmueble a una obra social se estipule expresamente que, en el caso de liquidación, el mismo se separará de los demás activos de la caja de ahorros para cederlo definitivamente a otra entidad que atienda a esos fines específicos, ya que, en caso contrario, como la personalidad jurídica de la caja de ahorros es única, todos sus bienes, incluso los destinados a obras sociales, serán disponibles por ella en ese supuesto de liquidación reglamentado.

6) Son también recursos propios de segunda categoría las financiaciones subordinadas recibidas por la entidad de crédito que cumplan los requisitos reglamentarios. Se entiende por financiaciones subordinadas aquellas que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes.

En este sentido, las condiciones que deberán cumplir aquéllas —que podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera— para poder ser consideradas como recursos propios, son las siguientes:

- El plazo original de dichas financiaciones no podrá ser inferior a cinco años. Por ello, si no hubiera sido fijada la fecha de su vencimiento, deberá estar estipulado para su retirada un preaviso de, al menos, cinco años. Tanto en uno como en otro caso, durante los cinco años anteriores a su fecha de vencimiento reducirán su cómputo como recursos propios a razón de un 20 por 100 anual, hasta que su plazo remanente sea inferior a un año, momento en el que dejarán de computarse como tales.

- Se diferirá el pago de los intereses en caso de pérdidas. En la Circular se añade que este diferimento se realizará en el período siguiente, al menos en un importe no inferior al valor absoluto de dichas pérdidas, así como se indica, asimismo, que los intereses diferidos podrán abonarse cuando existan beneficios en un ejercicio o período posterior, hasta el importe de éstos.

- No podrán contener cláusulas de rescate, re-

embolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que el Banco de España pueda autorizar al deudor el reembolso anticipado de financiaciones subordinadas, si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad.

- No podrán ser aportadas o adquiridas posteriormente por la propia entidad, por entidades del grupo consolidable o por otras entidades o personas con apoyo financiero de la entidad emisora o del grupo consolidable. No obstante, podrán ser convertibles en acciones, aportaciones o participaciones de la entidad emisora, o de entidades del grupo consolidable, y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión.

- En los contratos y folletos de emisión, quedará patente la condición de financiación subordinada para los acreedores. El Banco de España verificará dichos contratos y folletos a fin de calificar su computabilidad como recursos propios.

7) Por último, en lo que es aplicable a las cajas de ahorros, son igualmente recursos propios de segunda categoría las financiaciones de duración indeterminada que, además de las condiciones exigidas a las financiaciones subordinadas, establezcan que la deuda y los intereses pendientes de pago podrán aplicarse a absorber las pérdidas de la entidad sin necesidad de proceder a su disolución.

La distinción que se ha venido resaltando entre los recursos propios básicos y los de segunda categoría tiene trascendencia por cuanto, en relación con estos últimos, en el número 2 del artículo 23 del Real Decreto se establecen los siguientes límites para que sean computables como tales en una entidad de crédito o grupo consolidable de entidades de crédito:

- De una parte, que no será computable el exceso de las financiaciones subordinadas sobre el 50 por 100 de los recursos propios básicos.

- De otra, que tampoco lo será el exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el 100 por 100 de esos recursos propios básicos en la parte, lógicamente, en que dicho exceso no haya sido eliminado con arreglo a lo establecido en el párrafo precedente.

Flexibilizando en alguna medida la existencia de los límites reseñados, en ese precepto se faculta al Banco de España para que permita computar como recursos propios, transitoria y excepcionalmente, el exceso indicado.

Además de la delimitación positiva comentada de los elementos que componen los recursos propios específicos de las cajas de ahorros, en las disposiciones de referencia se contiene, asimismo, una delimitación negativa de éstos por la que, para su cómputo, se deducen ciertos conceptos. Su completa enumeración, contenida en los artículos 21 y 24 del

Real Decreto, excedería con seguridad de los objetivos esencialmente divulgatorios de esta nota, por lo que baste con indicar aquí los rasgos generales de esas deducciones:

a) Por un lado, se deducen los resultados negativos de ejercicios anteriores y del ejercicio corriente —circunstancia que no concurre, hasta el momento, en ninguna caja de ahorros—, así como los activos inmateriales y los déficit existentes en las provisiones o fondos específicos de dotación obligatoria.

b) Por otro, se deducen, ya sean en su totalidad o cuando excedan de los límites establecidos al respecto, los valores computables como recursos propios que se hallen en determinadas situaciones de relación, directa o indirecta, con entidades del grupo, consolidables o no, tales como que los mismos sean poseídos o financiados por alguna de ellas.

III. NIVEL DEL COEFICIENTE DE SOLVENCIA REQUERIDO

Si bien en los elementos que componen los recursos propios de las entidades de crédito o sus grupos las diferencias no son sustanciales entre la normativa anterior y la ya vigente —la principal consiste en el distinto tratamiento de los resultados del propio ejercicio que ha sido comentado—, sí se produce una transformación importante en la metodología seguida para calcular el coeficiente de solvencia.

En la regulación anterior, que se aplicó todavía al rendirse los estados correspondientes al cierre del ejercicio 1992, que se comentarán posteriormente, se determinaba simultáneamente un doble coeficiente (global y específico), puesto que se exigía que el volumen de recursos propios mantenidos no quedara por debajo del requerido por cualquiera de ellos. Según el coeficiente global, ese volumen mínimo era un cierto porcentaje —el 5 por 100— sobre el total de activos en riesgo. En función del coeficiente específico, esa cuantía se determinaba por agregación de las sumas que resultasen de multiplicar cada activo por el porcentaje de riesgo que a cada uno de ellos se les asignaba.

En la nueva regulación, adaptada a la normativa comunitaria, que en esta materia se aplica a partir del 1 de enero de 1993, no se mantiene en estado puro ninguno de los dos, sino que más bien se establece un híbrido de ambos. Así, para la determinación del volumen mínimo exigido se consideran unas ponderaciones —como ahora en el específico— y se aplica un porcentaje —como en el global—, pero dentro de una metodología conjunta, y no independiente como hasta ahora.

Otra particularidad, que donde más claramente queda reflejada es en la norma cuarta de la Circular,

es la de que, a partir de ahora, el volumen requerido de recursos propios computables se determinará por suma de las exigencias que correspondan en función de tres tipos de riesgo: el de crédito, el de cambio y el de mercado de la cartera de negociación, cada uno de los cuales será considerado a continuación.

1. Exigencia por riesgo de crédito

Para cubrir este primer riesgo de crédito, las entidades de crédito o sus grupos consolidables deberán mantener, en todo momento, un coeficiente de solvencia no inferior al 8 por 100, el cual, según se indica en la norma duodécima de la Circular, se calculará sobre las cuentas patrimoniales, los compromisos y demás cuentas de orden que presenten riesgo de crédito —excluidos, lógicamente, aquellos elementos que se deduzcan de los recursos propios—, ponderados atendiendo a la naturaleza de la contraparte y a las garantías y características de los activos o riesgos.

De acuerdo con dicho criterio, los activos se clasificarán en los siguientes grupos de riesgo, conforme a lo que con mayor minuciosidad que en el Real Decreto se desarrolla en la Orden de 30 de diciembre de 1992 y en la norma decimotercera de la Circular:

a) *Activos con ponderación nula*

- Los activos frente a la Administración del Estado y el Banco de España; frente a los organismos autónomos y entes públicos dependientes de aquélla que tengan la naturaleza prevista en esas disposiciones; frente a las administraciones centrales y bancos centrales de los estados pertenecientes a las Comunidades Europeas, de los países miembros de pleno derecho de la OCDE y de aquellos que hayan concertado acuerdos especiales de préstamo con el Fondo Monetario Internacional en el marco de los acuerdos generales de empréstitos; así como frente a las Comunidades Europeas como tales.

- Los activos que representen créditos expresamente garantizados por los bancos centrales y administraciones centrales y por los organismos autónomos y entes públicos anteriormente mencionados, así como los activos con garantía pignoratícia de valores emitidos por los mismos.

- La deuda pública de las comunidades autónomas cuando las emisiones estén autorizadas por el Estado; así como los activos con garantía pignoratícia de la misma, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de los valores dados en garantía.

- Los activos frente a las administraciones centrales y bancos centrales de los países no contemplados con anterioridad —y que no estén clasificados

por razones de riesgo soberano, a efectos contables, como de alto riesgo—, siempre que estén nominados y financiados en la moneda nacional del prestatario, así como los activos que representen créditos expresamente garantizados por unos y otros, siempre que estén nominados, financiados y garantizados en la moneda nacional común del garante y del prestatario.

- Los activos garantizados con depósitos en efectivo en la entidad de crédito prestamista o mediante certificados de depósito emitidos por ésta y depositados en ella.

- Finalmente, conforme a lo señalado en la Directiva comunitaria —circunstancia recordada en cuantos informes se emitieron al efecto por la Confederación Española de Cajas de Ahorros—, en la Orden y en la Circular del Banco de España se recogen dentro de este grupo de riesgo a los billetes y monedas, que no se encontraban incluidos expresamente en el Real Decreto, aclarándose al respecto que los emitidos por países no contemplados en el primer párrafo aquí comentado sólo recibirán esta ponderación nula si están financiados con pasivos denominados en su moneda nacional.

b) Activos con ponderación del 20 por 100

- Los activos que representen créditos sobre el Banco Europeo de Inversiones o sobre los bancos multilaterales de desarrollo.

- Los demás activos frente a las comunidades autónomas que no tengan una ponderación nula; frente a las corporaciones locales españolas; frente a los organismos autónomos y entes públicos dependientes de unas y otras, en las condiciones referidas en la Orden y en la Circular; así como frente a las administraciones regionales o locales de los restantes países aludidos en el primer párrafo del grupo de riesgo con ponderación nula. Igualmente, los activos que representen créditos expresamente garantizados por las instituciones o entidades referidas en este párrafo y en el anterior.

- Los activos con garantía pignoratícia de valores emitidos por la mayor parte de las entidades financieras y las administraciones territoriales mencionadas.

- Los activos —salvo deudas subordinadas y financiaciones similares— que representen créditos sobre entidades de crédito autorizadas en alguno de los países a los que se aludía en el primer párrafo del grupo de riesgo con ponderación nula, así como los activos que representen créditos expresamente garantizados por ellas.

- Los activos garantizados por depósitos en efectivo en entidades de crédito españolas o autorizadas en esos países, o por certificados de depósito emi-

tidos por aquéllas y depositados en la entidad prestamista, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de dichos certificados.

- Los activos que representen créditos, o estén por ellos expresamente garantizados, cuya duración sea inferior o igual a un año, sobre entidades de crédito domiciliadas en países distintos de los indicados en el párrafo anterior, también con la salvedad de las deudas subordinadas y financiaciones similares.

- Los activos que representen créditos sobre sociedades y agencias de valores españolas, o sobre empresas de inversión de los restantes países referidos en el primer párrafo de este grupo de riesgo —con la misma salvedad de las deudas subordinadas y financiaciones similares—, así como los activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas entidades.

- Por último, los cheques librados o conformados por otras entidades de crédito y los activos que representen créditos sobre cámaras o sistemas de compensación bancarios, frente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, y a otros sistemas de compensación y liquidación u organismos rectores de mercados secundarios oficiales u organizados, reconocidos en España o en los aludidos países, siempre que cuenten con mecanismos de garantía suficientes para cubrir los riesgos frente a ellos.

c) Activos con ponderación del 50 por 100

- Los créditos íntegramente garantizados con hipotecas sobre viviendas que ocupe o vaya a ocupar el prestatario, o que éste vaya a ceder en arrendamiento, así como las participaciones hipotecarias sobre tales créditos.

- Los valores emitidos con cargo a los fondos de titulación hipotecaria, siempre que su calidad crediticia, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sea, al menos, igual que la de los créditos hipotecarios subyacentes.

d) Activos con ponderación del 100 por 100

- Los activos representativos de créditos no mencionados anteriormente.

- Las acciones y participaciones, acciones sin voto o preferentes de cualquier clase, así como las deudas subordinadas y financiaciones similares.

- El inmovilizado material, cualquiera que sea su origen y finalidad, los derechos sobre bienes tomados en arrendamiento financiero, y cualquier otra clase de activo integrado en el patrimonio de la entidad excepto los saldos compensatorios excluidos y los activos deducidos de los recursos propios.

e) Por último, las cuentas de orden que supongan un compromiso sujeto a contingencia y las que se relacionan con tipos de cambio y de interés serán objeto de una doble ponderación: la primera, multiplicando cada partida por los coeficientes que por expresa delegación del Real Decreto determinó el Banco de España en su Circular; la segunda, aplicando al importe así obtenido las ponderaciones atribuidas en las letras anteriores según la naturaleza de la contraparte.

Sin entrar aquí en el pormenor de esas ponderaciones específicas, que excedería del objetivo perseguido con este trabajo, baste con indicar a quienes quieran profundizar en este tema que en la norma decimocuarta de la Circular se establecen las relativas a los compromisos y demás pasivos y riesgos de crédito contingentes, en función del grado de riesgo que presente, según su naturaleza, la clase de operaciones de que se trate. Y en la norma decimoquinta se determina esa primera ponderación exigible a las cuentas de orden relacionadas con tipos de cambio y de interés e instrumentos similares, según el vencimiento original del compromiso.

2. Exigencia por riesgo de tipo de cambio

Un segundo riesgo que debe cubrirse es el del tipo de cambio, en función de la posición global neta en divisas que la entidad individual o el grupo consolidable tenga en su momento.

Si bien en el artículo 28 del Real Decreto ya se establece la obligación de cubrir con recursos propios suficientes el riesgo de tipo de cambio asumido y el artículo 5.º de la Orden, haciendo uso de la delegación conferida en la norma de rango superior, fija en el 8 por 100 el porcentaje que debe cubrirse con recursos propios respecto a la posición en divisas global neta que, según indica igualmente, vendrá determinada por la cuantía mayor del total de las posiciones cortas netas o del total de las posiciones largas netas en cada divisa, excluida la de pesetas, es en la Circular del Banco de España donde se desarrolla en mayor medida el requerimiento relativo a este tipo de riesgo.

Así, en su norma decimoséptima se denomina posición neta de una divisa a la diferencia entre la suma de sus activos patrimoniales, incluidos sus productos ciertos, y de sus compromisos de compra, y la suma de sus pasivos patrimoniales, incluidos sus costes ciertos, y de sus compromisos de venta, denominados todos ellos en dicha divisa. La posición neta en una divisa se denomina larga cuando esa diferencia tiene signo positivo, y corta cuando tiene signo negativo. Y continúa indicando que ambos sumandos comprenden los elementos que se detallan seguidamente:

- Todos los saldos activos y pasivos, incluidas

las cuentas de periodificación, que se contabilizan en esa divisa y se recogen en el balance patrimonial.

- Las compraventas de divisas no vencidas.
- El valor de mercado, medido por el «delta» (relación entre el cambio de valor de una opción por unidad de cambio en el precio del activo subyacente, dando a éste un valor unidad) neto, del total de la cartera de opciones en divisas o en instrumentos negociables cifrado en divisas, y
- El neto de los productos y costes no vencidos pendientes de devengar, que esté cubierto a plazo.

Y añada dicha norma que la posición en la moneda del balance de la entidad se calculará por la contrapartida del conjunto de sus posiciones netas en divisas, que se convertirán a pesetas aplicando los tipos de cambio de contado de la fecha a que se refieran.

Hasta aquí se ha expuesto la forma en la que se determina la posición neta de una entidad individual, estableciéndose igualmente en la referida norma de la Circular las que se consideran posiciones netas compensables cuando se trate de grupos o subgrupos consolidables de entidades de crédito, así como el procedimiento para calcular en esos casos las posiciones netas en cada divisa de ese grupo o subgrupo, cuestiones ambas cuya completa transcripción no parece necesaria.

Finalmente, en la norma decimoctava de la Circular, después de reiterar la necesidad, ya reseñada, de cubrir con recursos propios el 8 por 100 de la posición global neta en divisas, puntualiza que la posición neta sobre la que deberá calcularse este requerimiento será la más alta entre la mantenida como media del semestre anterior y la del día a que se refiera la preceptiva declaración.

Al margen de esta exigencia de mantener unos recursos propios mínimos con los que cubrir el riesgo de tipo de cambio, en la norma decimonovena de la Circular se imponen asimismo unos límites de riesgos por posiciones en divisas, en el sentido de que el Banco de España asignará a cada entidad de crédito española y a cada sucursal de entidad de crédito extranjera —salvo a las que de acuerdo con lo establecido en su norma primera no les sean aplicables los requerimientos sobre recursos propios— unos límites máximos, expresados en porcentaje de sus recursos propios computables, en cuanto a su posición neta, larga o corta, en cada divisa, incluso en pesetas, así como respecto a la suma de sus posiciones netas, largas o cortas, mantenidas en las distintas divisas, incluso en pesetas.

Para ello, como se indica en esa norma, el Banco de España tendrá en cuenta la actividad de cada entidad, su experiencia y capacidad técnica en el ámbito de las operaciones en moneda extranjera, así como el grado de cobertura de sus requerimientos de recursos propios.

3. Exigencia por riesgo de la cartera de negociación

El último de los riesgos por los que se exige cobertura con recursos propios es el relativo a la cartera de negociación, previsto en el artículo 27 del Real Decreto y desarrollado en el artículo 4.º de la Orden de 30 de diciembre de 1992.

De cualquier modo, dado que, según se anticipó, su entrada en vigor no se producirá hasta el 1 de enero de 1994, no parece preciso desmenuzar aquí su casuística regulación dado que, además, según se recuerda en la norma vigésima de la Circular, en tanto no se produzca esa entrada en vigor, los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito de los activos incluidos en la cartera de valores de negociación se sujetarán a los criterios anteriormente comentados al tratar del riesgo de crédito.

Unicamente añadir, como final, que al margen de las consideraciones efectuadas en este epígrafe, en las disposiciones comentadas se establecen, lógicamente, algunas otras reglas y particularidades cuyo examen singular excedería del objetivo meramente divulgatorio del presente artículo, pero entiendo que con lo expuesto puede llegarse a un conocimiento bastante preciso de las exigencias requeridas a las entidades de crédito y a sus grupos consolidables en materia de recursos propios.

4. Situación en el sector de las cajas de ahorros

Analizada, siquiera a grandes rasgos, la nueva normativa aplicable en materia de recursos propios y el nivel de coeficiente de solvencia requerido, cabe simular —con las evidentes limitaciones de todo tipo existentes— la situación en la que presumiblemente quedarán las cajas de ahorros españolas con arreglo a aquélla, y si ésta es previsiblemente más favorable o desfavorable que la resultante de acuerdo con la anterior regulación.

a) Según la normativa anterior

Para ello, será preciso partir, lógicamente, de cuál era la última situación conocida de las cajas de ahorros conforme a la legislación ahora derogada, pero que, recuérdese, fue todavía de aplicación cuando se cumplimentaron los estados relativos al 31 de diciembre de 1992.

Sin olvidar la existencia de un coeficiente específico en el régimen precedente, el análisis comparativo se efectuará con el de carácter global, por ser éste el que más se asemeja al que se exige en la nueva configuración y porque, además, aquél recogía dentro de su regulación unos recargos por concentración de riesgo sobre una persona, entidad o grupo económico, circunstancia que ahora se tiene en cuenta en una normativa independiente por la que se limitan los grandes riesgos.

En la línea apuntada, de la información suminis-

trada al Banco de España se desprende que los recursos propios totales de las cajas de ahorros ascendían en esa fecha a casi dos billones de pesetas, lo que suponía un coeficiente global medio del 7,88 por 100; es decir, excedían en poco menos de tres puntos al coeficiente global entonces vigente.

A escala individual, además, según se refleja tanto en el cuadro n.º 1 como en el gráfico 1, todas ellas cumplían el coeficiente global exigido, pues las 53 cajas de ahorros existentes al cierre del pasado ejercicio mantenían un porcentaje superior al 5 por 100 requerido, por cuanto nueve entidades lo tenían comprendido entre ese mínimo y el 6 por 100; catorce más lo situaban entre el 6 y el 7 por 100; otras doce alcanzaban una *ratio* situada entre el 7 y el 8 por 100; diez cajas excedían el 8 por 100 sin llegar al 9 por 100 y, por último, las ocho restantes superaban incluso este último porcentaje.

Más significativa aún que el número de entidades situadas en cada uno de los tramos porcentuales descritos es la consideración del peso relativo que representan en el conjunto las en ellos comprendidas, puesto que cajas de ahorros que suponen más de las dos quintas partes del sector tenían un coeficiente global superior al 8 por 100, y entidades que representan unas tres cuartas partes del mismo lo mantenían por encima del 7 por 100; es decir, más de dos puntos sobre el mínimo requerido.

Naturalmente, según se dijo, dichos cálculos fueron efectuados de acuerdo con la regulación anterior, según la cual dentro del grupo de las reservas efectivas y expresas se incorporaba un 35 por 100 de los beneficios provisionales del ejercicio corriente. Es decir, en esa cifra cercana a los dos billones de pesetas de recursos propios se incluye el 35 por 100 del excedente obtenido en el año 1992.

Ahora bien, es sabido que las cajas de ahorros suelen destinar a reservas una proporción bastante mayor de sus resultados que esa computada provisionalmente y, concretamente, si se analizan las propuestas de distribución que de los mismos sus res-

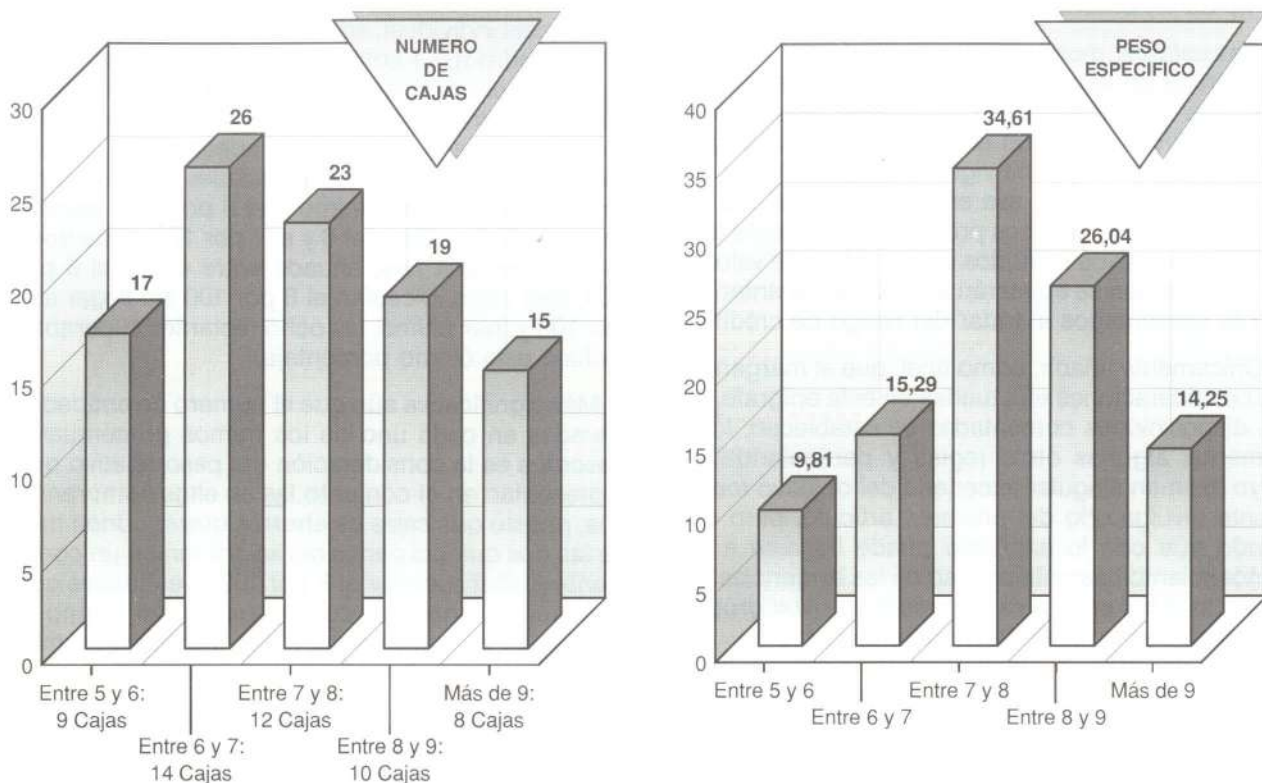
CUADRO NUM. 1
CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS.
COEFICIENTE DE RECURSOS PROPIOS
(Diciembre de 1992)

Recursos propios totales = 1.940.181 millones de pesetas
Coeficiente global medio = 7,88 por 100

Estructura

Tramo	Número de cajas	Peso específico (Porcentaje)
Entre 5 y 6 por 100	9	9,84
Entre 6 y 7 por 100	14	15,29
Entre 7 y 8 por 100	12	34,61
Entre 8 y 9 por 100	10	26,04
Mayor que 9 por 100	8	14,25
TOTAL	53	100,00

GRAFICO 1
CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. COEFICIENTE GLOBAL DE RECURSOS PROPIOS
 Diciembre de 1992
 (En porcentaje)



pectivos Consejos de Administración acordaron elevar para la aprobación de las Asambleas Generales correspondientes, se desprende que a reservas se destinarán aproximadamente las tres cuartas partes del beneficio después de impuestos resultante en 1992, lo que significará incrementarlas en más de 168 mil millones de pesetas.

En consecuencia, cuando tales propuestas sean, en su caso, aprobadas, y lo normal será que así ocurra, si acaso con pequeñas modificaciones que apenas tendrán incidencia en las consideraciones que aquí se hagan, los recursos propios de las cajas de ahorros superarán ya esa cota de los dos billones de pesetas, cuantía que retrotraída a la fecha de cierre del pasado ejercicio daría lugar a un coeficiente global medio del 8,14 por 100 aplicando la normativa entonces vigente. Es decir, que el porcentaje de exceso sobre el mínimo legalmente establecido sería superior a tres puntos, con la estructura de distribución por cajas de ahorros que se recoge en el cuadro n.º 2 y en el gráfico 2.

De acuerdo con ellos, todas las cajas de ahorros tendrían, como es lógico, un mayor exceso de recursos propios sobre el mínimo requerido a cada una individualmente, y sólo serían seis las que lo

superaran en menos de un punto porcentual. Al igual que en la situación anteriormente analizada, si bien, como es natural, componiendo el grupo distintas entidades en uno y otro caso, seguirían siendo catorce las que tendrían su coeficiente global comprendido entre el 6 y el 7 por 100. Serían once las que lo situarían entre el 7 y el 8 por 100 y otras

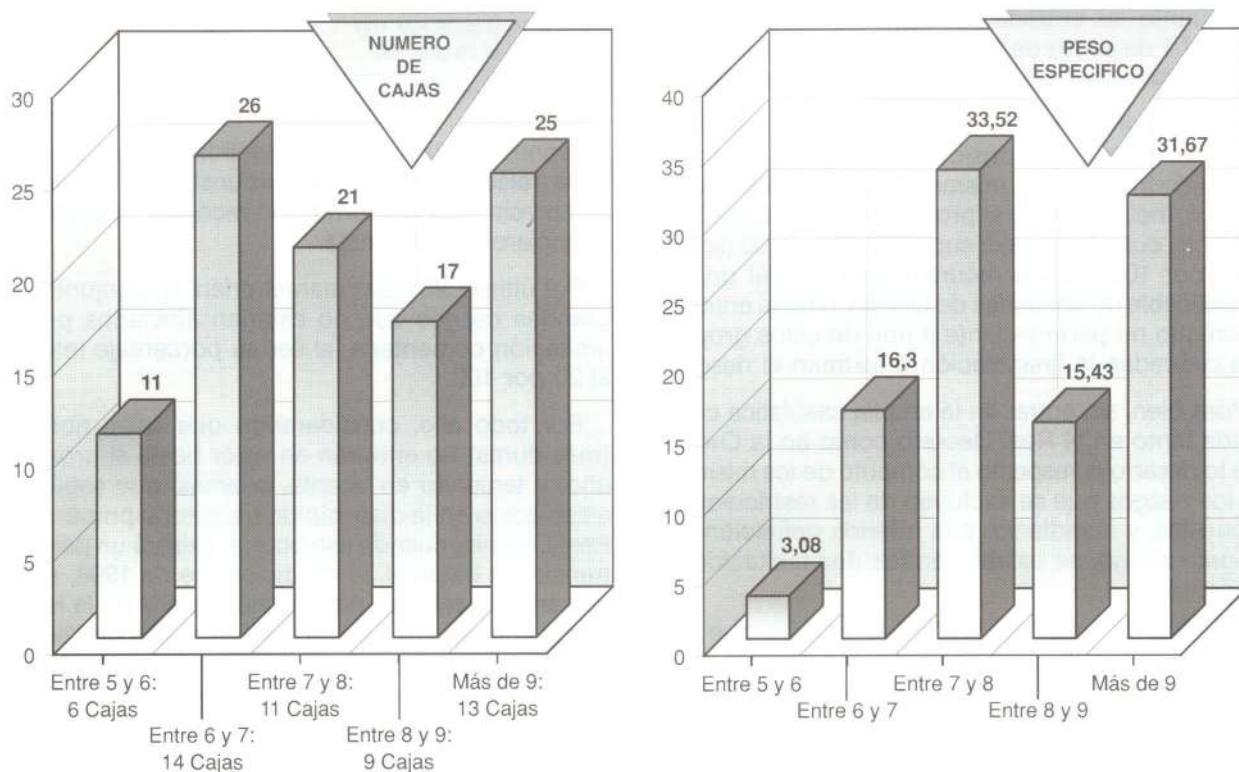
CUADRO NUM. 2
CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS.
COEFICIENTE DE RECURSOS PROPIOS
 (Considerando la distribución a reservas)
 (Diciembre de 1992)

Recursos propios totales = 2.004.657 millones de pesetas
Coefficiente global medio = 8,14 por 100

Estructura

Tramo	Número de cajas	Peso específico (Porcentaje)
Entre 5 y 6 por 100	6	3,08
Entre 6 y 7 por 100	14	16,30
Entre 7 y 8 por 100	11	33,52
Entre 8 y 9 por 100	9	15,43
Mayor que 9 por 100	13	31,67
TOTAL	53	100,00

GRAFICO 2
CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. COEFICIENTE GLOBAL DE RECURSOS PROPIOS
(CONSIDERANDO LA DISTRIBUCION A RESERVAS)
 Diciembre de 1992
 (En porcentaje)



nueve las que mantendrían un coeficiente en exceso entre tres y cuatro puntos. Por último, los recursos propios de trece cajas de ahorros superarían el 9 por 100 de coeficiente de solvencia.

Y al igual que ocurría en la situación precedente, el comentario favorable se realiza al considerar que, de este modo, ese exceso superior a cuatro puntos correspondería a cajas de ahorros que representan casi la tercera parte del sector. Y cajas que en conjunto suponen poco menos de su mitad tendrían un coeficiente superior en más de tres puntos al legalmente exigido. La referencia podría continuar señalándose que más de sus cuatro quintas partes gozaría de un coeficiente de solvencia mayor que el 7 por 100 y, por último, sólo entidades que suponen un reducido tres por ciento del sector disfrutarían de menos de un punto de exceso en su coeficiente global.

b) Según la nueva normativa

Es de todo punto evidente que en los momentos actuales no puede realizarse un estudio tan preciso de cuál sería presuntamente la situación de las cajas

de ahorros en la fecha analizada —31 de diciembre de 1992— si en lugar de exigírseles la regulación entonces vigente se les aplicara la nueva normativa que ha sido comentada.

Pese a que ya se conocen los modelos oficiales en los que deberán comunicarse los nuevos requerimientos exigidos, pues figuran como anexos en la Circular del Banco de España, esa imposibilidad se deriva del hecho de que resulta inviable simular su cumplimentación con la información disponible en los demás estados financieros —incluso en los confidenciales— rendidos en esa fecha, ya que una parte de los datos necesarios para ello no figuran en tales estados y deberán salir, por tanto, de otras aplicaciones elaboradas por cada entidad.

Se puede, sin embargo, con importantes limitaciones y multitud de hipótesis que parece ocioso enumerar aquí, suplir esa información desconocida y estimar muy a grandes rasgos que el coeficiente de solvencia, con la nueva normativa, podría situarse para el conjunto de las cajas de ahorros en un porcentaje próximo al 12 por 100, lo que denotaría, conforme a la impresión general, que la situación del sector sería incluso más holgada que la existente con la legislación derogada.

IV. LIMITES A LOS GRANDES RIESGOS

Otra de las cuestiones relevantes que se contienen en la nueva regulación de las normas de solvencia exigidas a las entidades de crédito y a sus grupos consolidables —aunque menos acuciante, sin duda, por cuanto su entrada en vigor no se producirá hasta el 1 de enero de 1994— es el endurecimiento que se produce en las relativas a los grandes riesgos.

Según lo indicado en el artículo 30 del Real Decreto 1343/1992, se considerará un gran riesgo el contraído frente a una misma persona o grupo económico, incluso frente al propio en la parte no consolidable, cuando su valor supere el 10 por 100 (antes el 15 por 100) de los recursos propios del grupo consolidable de entidades de crédito, o de la entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos que concedan la financiación o asuman el riesgo.

Pues bien, sin entrar en la amplia casuística contenida tanto en el Real Decreto como en la Orden que lo desarrolla respecto al cómputo de los mismos y a los riesgos que se excluyen de las restricciones impuestas, y atendiendo a la referida definición de un gran riesgo, se establecen las dos limitaciones siguientes:

a) Que el valor de todos los riesgos que un grupo consolidable o una entidad independiente contraiga con una sola persona o grupo económico o ajeno no podrá exceder del 25 por 100 (anteriormente del 40 por 100) de los recursos propios del grupo consolidable, o de la entidad de crédito que conceda la financiación o asuma los riesgos.

Como norma particular, si los riesgos se mantienen frente a personas o entidades no consolidables, pero con los que exista una relación de control, dicho límite será del 20 por 100 (antes 30 por 100).

b) Que el conjunto de los grandes riesgos así definidos no podrá superar el 800 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable o de la entidad.

En estas circunstancias, aun contando con las limitaciones derivadas del desconocimiento de datos relativos a esta nueva regulación, de la información última conocida al respecto se derivaría una situación para las cajas de ahorros tal como la que se describe en el cuadro n.º 3, con referencia a la primera de las limitaciones comentadas. De acuerdo con ella, sólo existirían 24 grandes riesgos, repartidos entre 15 cajas de ahorros, en los que el porcentaje excedería del 25 por 100 establecido en la nueva regulación.

Habría otros 19 grandes riesgos, pertenecientes a 15 cajas de ahorros, en los que su porcentaje respecto a los recursos propios, al estar comprendido entre el 20 y el 25 por 100, podría plantear problemas con la nueva normativa si estuvieran contraídos con

CUADRO NUM. 3
RIESGOS INDIVIDUALIZADOS
(Según estado R-1 bis)

Porcentaje del riesgo respecto a los recursos propios	Número de riesgos	Número de cajas
Entre el 10 y el 20 por 100	31	25
Entre el 20 y el 25 por 100	19	15
Mayor que el 25 por 100	24	15

personas o entidades no consolidables con las que haya relación de control, circunstancia imposible de apreciar con la información recogida en el estado financiero de referencia.

Por último, 25 cajas mantendrían, en conjunto, 31 grandes riesgos que no estarían afectados por la limitación comentada, al ser su porcentaje inferior al 20 por 100.

Por todo ello, considerando que estas normas (más duras) no entrarán en vigor hasta el próximo año, y teniendo en cuenta, además, que según lo establecido en la disposición transitoria primera del Real Decreto, cuando ello ocurra, existirá un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 1998, en el que se aplicarán los porcentajes fijados en la legislación anterior (15, 40 y 30 por 100, respectivamente, según se expuso), con un calendario de adaptación que deberá presentarse ante el Banco de España, cabe concluir que no parece que se presenten problemas para las cajas de ahorros en este ámbito.

Por su parte, en lo que se refiere al límite conjunto del 800 por 100 de los recursos propios, tampoco existirá problema, ya que en este aspecto todas las cajas de ahorros se encuentran muy por debajo del límite permitido, según se comprueba por los datos contenidos en el cuadro n.º 4.

Ello resulta evidente porque, en efecto, la caja de ahorros que mayor porcentaje alcanza en este sentido no llega siquiera al 275 por 100, frente al 800 por 100 permitido, mientras que, por el lado contrario, 25 cajas de ahorros, que representan casi la mitad del sector, están por debajo de un escasísimo

CUADRO NUM. 4
CONCENTRACION TOTAL DE RIESGOS
(Según estado R-1 bis)

T r a m o	Número de cajas	Peso específico (porcentaje)
Entre 0 y 25 por 100 ...	25	48,7
Entre 25 y 50 por 100 ...	13	41,3
Entre 50 y 75 por 100 ...	8	5,0
Entre 75 y 100 por 100 ...	3	1,8
Entre 100 y 150 por 100 ...	2	1,1
Entre 150 y 275 por 100 ...	2	2,1
TOTAL	53	100

25 por 100 y, lo que es incluso más resaltante, 38 cajas, que superan el 90 por 100 del sector, tienen una concentración de riesgos inferior al 50 por 100.

V. LIMITE A LAS INMOVILIZACIONES MATERIALES

En cuanto al último de los aspectos que son objeto de este artículo —esto es, la incidencia que sobre las cajas de ahorros puede tener el límite de sus inmovilizaciones materiales en función de los recursos propios disponibles—, cabe indicar que ésta es bastante menor que la que se presumía cuando, con ocasión de la pasada Asamblea General Ordinaria de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, celebrada en junio de 1992, se disponía únicamente del primer borrador del Real Decreto finalmente aprobado.

En aquella ocasión, el porcentaje propuesto como límite, 50 por 100, resultaba excesivamente bajo, al igual que era también reducido el período de adaptación —5 años— que se establecía para acomodarse a tal exigencia. Además, tampoco se tenían en consideración diversas circunstancias que justificarían la exclusión de ciertas inmovilizaciones de los expresados límites, entre las que merecían especial consideración las dos categorías siguientes:

- Con carácter general, se entendía que los valores del inmovilizado derivados de actualizaciones debidas a procesos de integración deberían tener un tratamiento más flexible que el proyectado en el borrador.
- Con carácter específico para las cajas de ahorros, no parecía razonable que los inmuebles afectos a su obra benéfico-social se comprendieran a efectos de la comentada limitación, ya que, de una parte, son las inmovilizaciones precisas para desarrollar esa importante función social, totalmente independiente de la actividad financiera realizada en cuanto entidad de crédito y, de otra, constituía un contrasentido evidente considerarlos, por un lado, como elementos integrantes de sus recursos propios y penalizarlos, por otro, con la referida limitación.

Todas estas circunstancias fueron razonadamente expuestas a la autoridad económica en los escritos elevados ante ella, tanto por las cajas de ahorros, a través de su asociación nacional, como por otras entidades e instituciones financieras, y justo es reconocer que fueron, en buena parte, tenidas en cuenta al aprobarse el texto final del Real Decreto, el cual, en su artículo 31, regula esta materia en la forma que a continuación se indica.

En su número 1, se establece que un grupo consolidable de entidades de crédito, o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos, no podrá mantener unas inmovilizaciones materiales

netas cuyo importe supere el 70 por 100 de sus recursos propios. Esta limitación no se aplicará a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras.

Pero, en su número 2, se señalan seguidamente dos categorías de ellas que no se incluirán a efectos de tal limitación. Una, la materialización de los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorros y de su Confederación, y la de los de educación y promoción de las cooperativas de crédito, que constituyan recursos propios. Otra, las inmovilizaciones adquiridas en pago de deudas, durante un período que no exceda de tres años a partir del momento de su adquisición.

Además, se establece, en su número 3, que cuando, por circunstancias sobrevenidas, tales como fusiones de entidades o actualización de valores, se rebasen los límites establecidos, se presentará un programa al Banco de España en el que se concreten los planes de la entidad para retornar a dichos límites.

A mayor abundamiento, en el precepto reseñado se contempla, incluso, la posibilidad de que el Banco de España autorice, de forma previa a que se efectúen, inmovilizaciones materiales que transitoriamente superen tales límites.

Con esta normativa, la situación en la que se encontraban las cajas de ahorros, con datos referidos al cierre del ejercicio 1992, era la que se expresa en el cuadro n.º 5.

En este sentido, el establecimiento del límite en el 70 por 100 de los recursos propios y la delimitación de las inmovilizaciones materiales computables al efecto permiten reseñar que, ya en esa fecha, sin considerar la dotación a reservas propuesta del excedente del ejercicio, 47 cajas de ahorros se encontraban por debajo del tipo indicado. Cuatro cajas de ahorros lo superaban en escasa medida, al poseer inmovilizaciones materiales que suponían entre el 70 y el 80 por 100 de sus recursos propios, y tan sólo dos cajas, inmersas en pasados procesos de integración, contarían con un volumen de aquéllas que superaría el 80 por 100 de éstos.

CUADRO NUM. 5
RELACION ENTRE INMOVILIZACIONES MATERIALES Y RECURSOS PROPIOS

Porcentaje de relación	NUMERO DE CAJAS	
	Sin dotación a reservas	Con dotación a reservas
Menor que el 70 por 100	47	49
Entre el 70 y el 80 por 100	4	4
Más que el 80 por 100	2	—
TOTAL	53	53

Y si se consideran entre los recursos propios las cantidades que se proponen destinar a reservas de los excedentes del último ejercicio cerrado, la situación sería incluso más favorable, ya que sólo serían cuatro las cajas cuya relación entre ambas magnitudes estaría comprendida entre el 70 y el 80 por 100.

Así pues, tampoco parece que deba existir grave preocupación en este ámbito, sobre todo teniendo en cuenta el período transitorio de siete años finalmente concedido en la disposición transitoria segunda del Real Decreto para el cumplimiento de la limitación analizada.

VI. CONCLUSIONES

Como breve resumen de todo lo anterior, que puede servir a modo de conclusión, pueden efectuarse las consideraciones siguientes en cuanto a la nueva normativa que, en materia de recursos propios, afecta a las cajas de ahorros:

- En primer lugar, cabe indicar que la nueva normativa es consecuencia de la necesaria adaptación de la legislación española a las directivas comunitarias en materia de recursos propios y de coeficiente de solvencia.

En tal sentido, esa adaptación se dirigió, esencialmente, hacia el establecimiento de un nuevo mo-

delo de coeficiente de solvencia; hacia la redefinición de las partidas contables que conforman los recursos propios, en la forma expuesta en la presente nota; hacia una supervisión de la solvencia en base consolidada de las entidades de crédito; hacia un endurecimiento de los límites impuestos a los grandes riesgos, y hacia el establecimiento de una nueva limitación al conjunto de las inmovilizaciones materiales.

- En segundo término, que la situación de generalizado cumplimiento en la que ya se encontraban las cajas de ahorros, en cuanto al coeficiente de solvencia requerido, se verá presumiblemente reforzada cuando se aplique la nueva normativa aprobada.

- Que, por otra parte, no parece que el endurecimiento de los límites y condiciones relativos a los grandes riesgos vaya a suponer importantes esfuerzos para su cumplimiento por las cajas de ahorros, máxime considerando que la entrada en vigor de las nuevas normas en este ámbito no se producirá hasta el próximo año, y que existe un período transitorio hasta el 31 de diciembre de 1998 para proceder a su adecuación.

- Por último, tampoco parece que vaya a resultar difícil que las cajas de ahorros se adapten antes del plazo concedido al efecto a las limitaciones impuestas en cuanto a la relación que sus inmovilizaciones materiales deben guardar con sus recursos propios.

III. LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA GESTION INSTITUCIONAL

LAS NUEVAS POSIBILIDADES DE TITULIZACION HIPOTECARIA EN ESPAÑA

Xavier FREIXAS y Francisco J. VALERO

I. INTRODUCCION

Podemos definir la *titulización* como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad pueden ser, generalmente previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, vendidos, en todo o en parte, a los inversores en forma de títulos o valores negociables.

Aunque, en principio, la titulización como técnica financiera no se encuentra limitada a una clase determinada de activos, en este trabajo sólo analizaremos la titulización de préstamos con garantía hipotecaria, ya que las modalidades de dicha técnica que nos interesan en este trabajo —aquellas que permiten la desaparición de los activos implicados del balance de la entidad originaria— sólo están expresamente contempladas en la legislación española actual para dicho ámbito, y ello desde fechas muy recientes, tras la modificación en el régimen jurídico de las *participaciones hipotecarias* efectuada en el Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, y la incorporación, por primera vez en el Derecho español, de los *fondos de titulización hipotecaria* (FTH) por la Ley 19/1992, de 7 de julio.

Más recientemente todavía, el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, faculta al Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, a extender el régimen de los FTH, con las adaptaciones que sean precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados en general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

El empleo de la titulización en nuestro país, en el sentido indicado, para cualquier otro tipo de activos se encuentra condicionado por un conjunto de problemas jurídicos, reglamentarios y fiscales que imposibilitan, hoy por hoy, su uso como proceso de creación de títulos diversificados y líquidos (véase Freixas y Valero, 1991b y c). Esto no quiere decir,

sin embargo, que la titulización de estos otros activos sea del todo imposible en España, ya que, entre otras razones, esta técnica ya se ha aplicado en nuestro país a préstamos para financiar la adquisición de automóviles. La primera experiencia registrada en este campo, en forma de colocación privada de participaciones en tales préstamos a un grupo de bancos, efectuada en noviembre de 1990, aparece analizada, por ejemplo, en Llorens y Lanzón (1991), así como en uno de los apéndices de Lewis (1991).

En realidad, si tenemos en cuenta que en el propio ámbito hipotecario algunas instituciones se han anticipado al legislador español, utilizando fórmulas tales como la comunidad de bienes o la sociedad anónima (1) —véase Carrascosa (1991)—, nos encontramos aquí con un fenómeno bastante común a la innovación financiera en general, en donde el mercado y las instituciones participantes en él tienden a ir por delante de la regulación, lo cual, en bastantes ocasiones, provoca tensiones sobre esta última. Estas resultan especialmente relevantes en el caso de la titulización, ya que del peculiar proceso de venta de activos que implica surgen un conjunto de cuestiones acerca de los derechos y obligaciones de cada uno de los participantes en él —especialmente, por lo que respecta a los inversores de los títulos— que deben tener solución adecuada en el marco jurídico correspondiente o, de lo contrario, bajo determinadas contingencias, pueden no sólo dejar a los usuarios en la incertidumbre en cuanto al resultado de la operación, sino también producir efectos inesperados.

Como hemos apuntado previamente, la titulización no siempre implica que los activos objeto de ella desaparezcan del balance de su entidad originaria, aunque éste sea, en muchas ocasiones, uno de los principales objetivos del proceso, fundamentalmente por lo que supone de elusión de los coeficientes obligatorios, como el de solvencia de las entidades de crédito, que puedan afectar a dichos activos, así como a los pasivos que los financian, como es el caso del coeficiente de caja.

En el campo de la titulización hipotecaria, tal y como está configurada actualmente en España,

la consideración anterior cobra plena vigencia, ya que, en puridad, dicho campo podría abarcar también, en cuanto títulos respaldados por activos —*asset-backed* (2)—, tanto a las *cédulas hipotecarias* (donde dicho respaldo es genérico: la totalidad de los préstamos hipotecarios vivos de la entidad emisora, así como el resto del patrimonio de ésta) como a los *bonos hipotecarios* (donde el respaldo está constituido por préstamos hipotecarios específicos).

Sin embargo, dado que la titulización hipotecaria en España afecta a entidades de crédito, consideramos más conveniente centrar nuestra atención en aquellas de sus modalidades que entendemos más avanzadas en su alcance, dadas las mayores posibilidades que ofrecen a dichas entidades, al permitir la desaparición de los activos implicados en el proceso del balance de la entidad originaria de éstos. Por otra parte, aunque el mencionado Real Decreto 1289/1991 también modifica el régimen de las cédulas y los bonos hipotecarios, sus novedades más relevantes corresponden al ámbito de las participaciones hipotecarias.

En definitiva, de los tres tipos de títulos hipotecarios disponibles en España desde la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (LRMH) —cédulas, bonos y participaciones—, estimamos suficiente ocuparnos aquí de estas últimas, fundamentalmente en lo que se refiere a las novedades que se han producido en su regulación. Para las dos primeras modalidades, así como para otros aspectos de las participaciones no recogidos en este trabajo, nos remitimos a las referencias especializadas en la materia, como Freixas *et al.* (1991a).

II. LA NUEVA REGULACION DE LAS PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS

La consideración de las participaciones hipotecarias en el presente trabajo tiene una doble justificación. Por un lado, constituyen la materia prima básica de los FTH, ya que el activo de éstos estará integrado, de acuerdo con su Ley reguladora, por las participaciones hipotecarias que agrupen, aunque esto no quiere decir que dichas participaciones sean el único activo posible de los FTH. Como luego veremos, cualquier otra modalidad de activos de estos fondos tiene en dicha Ley un carácter excepcional y transitorio.

Al margen de constituir el fundamento de los FTH, las participaciones hipotecarias deben contemplarse por sí mismas, después de la modificación de su régimen jurídico antes comentada, como una manifestación plena de la titulización en el sentido indicado anteriormente, ya que, en primer lugar, son valores negociables a todos los efectos. Así, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, que desarrolla la Ley del Mercado de Valores (LMV) en lo que se

refiere al mercado primario, a la hora de definir el concepto de *valor negociable* sigue un criterio de enumeración positiva y negativa, incluyéndose expresamente en la primera de las tres modalidades antes mencionadas de títulos hipotecarios (artículo 2.1 d).

Cuestión distinta, aunque muy relevante para la negociabilidad en la práctica de algunas modalidades de estos títulos, es que están exentos de todo el proceso de verificación administrativa previa previsto para las emisiones de los valores negociables en general, cuando sean nominativos, se emitan singularmente y, de acuerdo con su configuración jurídica, estén destinados a ser adquiridos por inversores institucionales, no siendo susceptibles de suscripción o ulterior adquisición por el público no especializado (art. 6, g, del Real Decreto mencionado), circunstancias todas ellas que afectan de modo particular a la participación hipotecaria, teniendo en cuenta lo que se expone más adelante.

La regulación legal de la participación hipotecaria, mediante la cual se hace participar a terceros en todo o en parte de un crédito hipotecario, se contiene en el artículo 15 de la LRMH, siendo sus características básicas las siguientes:

a) Puede emitirse al comienzo o a lo largo de la vida del préstamo originario, pero su plazo no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento de dicho préstamo ni el interés superior al establecido en éste (3).

b) Su titular tendrá acción ejecutiva contra la entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor en el préstamo originario, en cuyo caso concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación, sin perjuicio de que la entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado y el cedido en la participación.

c) El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución. Si éste no lo hace dentro de los 60 días desde que fuera compelido a ello, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución por la cuantía de su respectiva participación (4).

d) La parte de los créditos cedida en participación no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo.

Este régimen legal ha sido completado —dotando al instrumento de importantes grados adicionales de seguridad jurídica para el caso de quiebra, suspensión de pagos o situaciones similares de la entidad emisora— por el artículo 4.1 de la Ley 19/1992. Según este precepto, en caso de quiebra, el negocio de emisión de la participación sólo será impugnabile

en los términos del artículo 10 de la LRMH, inicialmente previsto para las hipotecas, mediante acción ejercitada por los síndicos de la quiebra, en la que se demuestre la existencia de fraude, quedando en todo caso a salvo el tercero que no hubiera sido cómplice de aquél. En consecuencia, el titular de la misma gozará de derecho absoluto de separación en los términos previstos en los artículos 908 y 909 del Código de Comercio. Igual derecho le asistirá en caso de suspensión de pagos o situaciones asimiladas de la entidad emisora.

El elemento clave de esta regulación para considerar a la participación hipotecaria como una forma de titulización plena en el sentido antes indicado se contiene en la letra *d* anterior. Sin embargo, dicho elemento no ha cobrado virtualidad efectiva en la práctica hasta el Real Decreto 1289/1991, por el que se modifican determinados artículos del Real Decreto 685/1982, de Regulación del Mercado Hipotecario (RDRMH). Precisamente, una de las motivaciones de los cambios introducidos por esta disposición es la de potenciar las participaciones hipotecarias, al subrayar que mediante ellas se hace participar en los créditos hipotecarios de una entidad de crédito con las favorables consecuencias para la misma, *a efectos del coeficiente de caja y del de recursos propios*.

Concretamente, el nuevo texto del artículo 62.3 del RDRMH establece que cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la entidad emisora. En este supuesto, el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.

La regulación reglamentaria específica de las participaciones hipotecarias —sección 7 del capítulo III (*operaciones pasivas*), arts. 61 a 69 del RDRMH—, recoge otras novedades introducidas por el Real Decreto 1289/1991. Entre éstas, a las que habría que añadir las aplicables a la generalidad de los títulos hipotecarios, dotándolos de mayor flexibilidad —como es el caso de la supresión de la obligación de reinvertir en créditos hipotecarios el producto de las emisiones efectuadas—, destacamos, como particularmente sustantivas, las siguientes (5):

a) Al emisor ya no le corresponde sin más la titularidad del crédito participado, aunque sí conserve su custodia y administración, así como su titularidad parcial, manteniéndose su obligación de realizar cuantos actos sean necesarios para su efectividad y buen fin, abonando a los partícipes, incluso en el caso de pago anticipado, el porcentaje que corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses, de acuerdo con las

condiciones de emisión. Es decir, la participación hipotecaria es un genuino título *pass-through*, de acuerdo con la terminología anglosajona dominante en esta materia (véase Fabozzi, 1988, especialmente su sección II).

b) Se prevé la posibilidad de utilizar en su emisión anotaciones en cuenta, para lo cual se dispone que la escritura pública prevista a tal efecto por la LMV contenga los mismos datos previstos para los títulos nominativos que sean compatibles con esta forma de representación.

c) Cuando el titular de la participación hipotecaria sea una entidad autorizada para emitir cédulas hipotecarias, la porción de crédito hipotecario incorporada a la participación se incluirá en la base de cómputo de dicha entidad a efectos de determinar su potencial de emisión de cédulas, siempre que la participación no sea computable como activo de riesgo de la entidad emisora de ésta y que el crédito objeto de la participación resulte apto a efectos de cobertura. Es decir, se hace factible la posibilidad de emisión de cédulas en base a participaciones hipotecarias adquiridas.

d) Se suprime la necesidad de contar con el consentimiento de todos los partícipes para la cesión de los créditos hipotecarios.

e) Se excluye la posibilidad de seguro directo por parte de la entidad emisora del principal y de los intereses de la participación, aunque sigue siendo posible la contratación de un seguro a favor del partícipe a cargo de la entidad emisora.

Entre los aspectos de la regulación de las participaciones hipotecarias que no se han visto modificados sustantivamente por el Real Decreto 1289/1991, debemos mencionar aquí, por afectar muy directamente a sus posibilidades de negociabilidad, la exigencia de que, cuando su suscripción y tenencia no esté limitada a inversores institucionales o profesionales, pudiendo ser suscritas o adquiridas por el público no especializado, se emitan en escritura pública, que será objeto de inscripción en el Registro de la Propiedad, practicada la cual los terceros que adquieran algún derecho sobre el crédito hipotecario lo harán con la carga del pago de la participación y de sus intereses. Esta doble exigencia, escritura pública y registro, limita sustancialmente las posibilidades de emisión en la práctica de participaciones hipotecarias en tales supuestos.

La regulación reglamentaria de la participación hipotecaria se completa, en lo que se refiere a las normas de contabilidad de las entidades de crédito, por la modificación en la disposición básica en esta materia actualmente vigente —la Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio— efectuada por la Circular 7/1991, de 13 de noviembre. Según esta última, las participaciones hipotecarias que cumplan las condiciones señaladas en el mencionado artícu-

lo 62.3, así como las restantes condiciones, limitaciones o prohibiciones contenidas en la normativa reguladora de aquéllas, se tratarán como transferencias de activos, dándose de baja éstos en el balance por la parte cedida. En la cuenta de pérdidas y ganancias, se registrará por neto la diferencia entre los productos recibidos por los créditos transferidos y los cedidos a los partícipes (6).

En definitiva, el nuevo régimen normativo de la participación hipotecaria dota a ésta de unas condiciones que permiten una auténtica cesión del crédito originario, a la vez que se ve acompañada de nuevos e importantes grados de flexibilidad y de seguridad jurídica, todo lo cual debe fomentar su empleo como instrumento de titulización. En efecto, al poco tiempo de promulgarse el Real Decreto 1289/1991, se vio en el mercado la primera emisión de participaciones hipotecarias sometida a la nueva regulación de éstas en España. Dichas participaciones, constituidas sobre distintos préstamos hipotecarios seleccionados al efecto, fueron adquiridas por un conjunto reducido de inversores institucionales, de forma que éstos pudieron conseguir directamente una diversificación de sus riesgos sin necesidad de crear previamente una entidad que sirviese de vehículo de titulización (véase Carrascosa, 1991).

III. LOS FONDOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Los FTH se han incorporado por vez primera al Derecho español por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, aunque en el presente trabajo nos ocuparemos exclusivamente de estos últimos.

Los FTH, concebidos en el preámbulo de la Ley como «agrupaciones de participaciones hipotecarias con configuración jurídica y financiera distinta de los Fondos de Inversión Mobiliaria», transformarán en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito.

Los objetivos básicos asignados a los FTH también se mencionan en dicho preámbulo: permitir a las entidades de crédito una más fácil movilización de los créditos hipotecarios que otorguen, lo que estimulará la competencia entre ellas, permitirá su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuirá a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

El régimen jurídico básico de los FTH se contiene en el artículo 5 de la Ley, mientras que el artículo 6

de ésta se refiere a las *sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria* (SGFTH), cuyo objeto exclusivo es la constitución de FTH, que deberán ser objeto de verificación y registro por la CNMV en los términos previstos en la LMV, con las adaptaciones que reglamentariamente puedan establecerse.

Este régimen se completa con la disposición adicional de la Ley, que, además de autorizar al gobierno a desarrollar lo dispuesto en ella —lo que puede condicionar el grado de validez futura de algunos aspectos concretos del análisis efectuado en este apartado—, lo faculta para poder establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a los FTH —que sólo podrán estar representados por anotaciones en cuenta— y a reservarlo en exclusiva para tales valores.

El uso de esta última facultad parece especialmente recomendable, aunque sólo sea por una clara identificación de los valores por los inversores y por el mundo financiero en general, ya que la denominación que se emplea en la Ley de «*valores emitidos con cargo a los FTH*» no constituye precisamente un buen ejemplo de concisión y claridad (7).

Las principales características específicas que se desprenden del régimen legal de los FTH, como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica, pueden resumirse como sigue:

1) *Carácter cerrado*, ya que estarán integrados, básicamente, en cuanto al activo, por las participaciones hipotecarias que se agrupen, y en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del fondo sea nulo, lo cual puede considerarse también un cierre en sentido financiero. El carácter cerrado de los FTH no se refiere a los inversores, ya que los valores emitidos son negociables en un mercado oficial u organizado —cuya admisión a cotización deberá ser solicitada obligatoriamente por la sociedad gestora, con las excepciones que reglamentariamente puedan establecerse—, sino al activo de aquéllos, aunque esta circunstancia se encuentra matizada por la posibilidad de sustitución de las participaciones hipotecarias originarias en caso de amortización anticipada de éstas. Por otra parte, este carácter cerrado tiene un apoyo formal en la inalterabilidad de la escritura pública de constitución del fondo, una vez otorgada, salvo en los supuestos excepcionales y las condiciones que reglamentariamente se establezcan.

Como elementos básicos de cada FTH, en dicha escritura:

- Se identificarán las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y, en su caso, las reglas de sustitución en caso de amortización anticipada de aquéllas. Dichas participaciones deben de ser «regulares», en el sentido de que correspondan a préstamos que reúnan los requisitos establecidos

para las operaciones activas en la sección segunda de la LRMH (arts. 4 a 10). Reglamentariamente, podrá fijarse el importe mínimo que deben tener estos fondos en el momento de su constitución.

- Se definirá con precisión el contenido de los valores que se vayan a emitir, o el de cada una de las series, si fueran varias. Los valores emitidos con cargo a los FTH podrán diferir en cuanto a tipos de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de éstas, o cualesquiera otras características. Sin perjuicio de las diferencias que puedan establecerse entre sus distintas series, los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al fondo *deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él*, sin más diferencias o desfases temporales que los derivados de las comisiones y gastos de administración y gestión, primas de aseguramiento u otros conceptos aplicables. Reglamentariamente, podrán limitarse tales conceptos y desfases.

- Se establecerán las reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose las operaciones que vayan a concertarse por su cuenta por la SGFTH. Esta podrá, con la finalidad de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre las participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo y los valores emitidos con cargo a él, o, en general, transformar las características financieras de todos o algunos de dichos valores, contratar por cuenta del fondo permutas financieras, contratos de seguros, contratos de reinversión a tipo de interés garantizado u otras operaciones financieras cuya finalidad sea la señalada. También podrá, con la finalidad de cubrir los desfases temporales entre el calendario de los flujos de principal e intereses de las participaciones hipotecarias y el de los valores emitidos, adquirir transitoriamente activos financieros de calidad igual o superior a los valores de mejor calificación crediticia emitidos con cargo al fondo.

2) *Horizonte temporal limitado*, ya que los FTH se extinguirán, en todo caso, al amortizarse íntegramente las participaciones hipotecarias que agrupen, cuyo vencimiento debe ser igual al de los préstamos participados (8). Además, podrá preverse en la escritura de constitución su liquidación anticipada cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendientes de amortización sea inferior al 10 por 100 del inicial, debiendo determinarse en la escritura del fondo la forma en que se dispondrá de los activos remanentes.

3) *Exigencia de calificación crediticia (rating)* por una entidad calificadora reconocida al efecto

por la CNMV. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en el folleto de emisión. Hay que tener en cuenta que son los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo los que correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en él, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la SGFTH sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de la escritura de constitución.

4) *No inscripción en el Registro Mercantil*, tanto de los fondos como de los valores que se emitan con cargo a ellos. Tampoco quedarán sujetos a la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre emisión de obligaciones por personas jurídicas que no sean sociedades anónimas.

5) *Régimen fiscal*. En lo que se refiere a los FTH, éstos estarán sujetos al Impuesto sobre Sociedades al tipo general, y su constitución estará exenta del concepto «operaciones societarias» del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. Las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los valores que se emitan con cargo a los FTH tendrán, en todo caso, la consideración de rendimientos del capital mobiliario, de acuerdo con la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros (LRFDAF) (9). Por último, la administración de los fondos por las SGFTH quedará exenta del IVA.

En relación con este último extremo, el artículo 4.2 de la Ley 19/1992 y el artículo 16.2 del Decreto-Ley 3/1993 añaden un nuevo supuesto de no retención de los intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos a los contenidos en el artículo 8.1 de la LRFDAF: los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización.

Este régimen de los FTH se completa con la posibilidad de establecer reglamentariamente limitaciones especiales a la adquisición por instituciones de inversión colectiva (IIC) de valores emitidos con cargo a los FTH administrados por sociedades pertenecientes al mismo grupo que las gestoras de dichas instituciones.

En cuanto a las SGFTH, su régimen legal se centra en los siguientes puntos básicos:

1) *Representación del fondo y de sus inversores*. Las SGFTH ostentarán la administración y representación legal de los fondos que hubieran creado, pudiendo tener a su cargo uno o más fondos. Además, las corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administren.

2) *Necesidad de autorización administrativa* del Ministro de Economía y Hacienda para su creación. Una vez autorizadas, deberán inscribirse en el registro especial abierto al efecto por la CNMV, estando sujetas —lo mismo que sus fondos— al régimen de supervisión, inspección y, en su caso, sanción por este organismo, siéndoles aplicable, en lo que proceda, el régimen previsto a tal efecto para las IIC en su Ley reguladora, Ley 46/1984, que la Ley 19/1992 completa con tres nuevos supuestos específicos de infracciones muy graves.

Al igual que antes, el régimen de las SGFTH se completa con la posibilidad de limitar reglamentariamente la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos de voto de una SGFTH, o la utilización de cualquier otro medio para ejercer el control efectivo sobre ella.

IV. EVALUACION DE LOS NUEVOS INSTRUMENTOS DE TITULIZACION HIPOTECARIA

Ante todo, debemos subrayar que los FTH se configuran como un proceso de *titulización secundaria o derivada*, correspondiendo el primer nivel a las participaciones hipotecarias, que permiten la transferencia íntegra de los flujos de pagos como lo haría una obligación de tipo *pass-through*. Por ello, muchas de las ventajas que se derivan de los FTH provienen, en realidad, de la nueva regulación de las participaciones, que ha permitido que éstas fuesen titulizadas mediante distintos vehículos, como, por ejemplo, una sociedad anónima creada especialmente con esta finalidad.

En la evaluación de las posibilidades que permite la nueva regulación de la titulización hipotecaria, podemos distinguir dos niveles: por una parte, existen ventajas inmediatas, relativas al cambio de la normativa sobre participaciones hipotecarias, que pueden ser objeto de estimación, y que se derivan de la exclusión del balance de los préstamos participados. Dichas ventajas provienen de los efectos de las participaciones al nivel del coeficiente de recursos propios, o de solvencia, así como del coeficiente de caja; por otro lado, existen una serie de efectos relativos al nuevo mercado de títulos emitidos por los FTH, cuya valoración es, en parte, menos objetivable, pero que deben ser examinados dentro de una perspectiva de valoración global de las nuevas posibilidades que ofrece la titulización.

1. Efecto sobre los recursos propios

En los mercados financieros de otros países, como puede ser el caso de Francia, uno de los principales objetivos de la titulización ha sido mejorar el coefi-

ciente de recursos propios de las entidades de crédito para poder cumplir con unas normas de solvencia cada vez más exigentes. En España, las entidades de crédito tienen una *ratio* de recursos propios sobre el total del pasivo, en general, más elevada que la media de los restantes países comunitarios, por lo que el nivel de dicho coeficiente no justifica por sí solo recurrir a la titulización. Sin embargo, aunque, *a nivel agregado*, la restricción que supone el coeficiente de solvencia no aparezca como determinante, puede serlo para algunas entidades, en concreto para aquellas de pequeño tamaño que operen en segmentos especializados del mercado en los que pueden alcanzar tasas de crecimiento que, en ausencia de titulización, exigirían una importante captación de recursos propios.

En segundo lugar, la posibilidad que ofrece la titulización de sacar fuera del balance a la vez un conjunto de préstamos y los pasivos correspondientes permite disminuir el nivel de recursos propios, reduciendo el coste medio ponderado del pasivo.

El coste de los recursos propios constituye un elemento importante que debe ser tomado en cuenta para evaluar los beneficios derivados de la titulización para las entidades de crédito. Dicho coste se entiende como el rendimiento antes del impuesto sobre beneficios derivado de una rentabilidad esperada igual a la suma de la correspondiente a la renta fija más una prima de riesgo. La práctica de los analistas es evaluar la prima de riesgo en un 6 por 100. Con ello, el rendimiento esperado de la renta variable es de un 19 por 100, cuando la rentabilidad de la renta fija se halla en el 13 por 100, lo cual representa un coste *antes de impuestos* igual a 29,23 por 100, sin tener en cuenta la deducción fiscal por doble imposición a que da derecho el dividendo (10).

En el estudio realizado por Rosenthal y Ocampo (1988), la estimación propuesta del coste de los recursos propios antes de impuestos para Estados Unidos es de un 25 por 100 para un nivel del coste de los recursos ajenos del 6,5 por 100. Así, aunque la evaluación que obtenemos pueda parecer elevada, no dista mucho de la efectuada por estos autores. En definitiva, dados los niveles actuales de los tipos de interés en España, en torno al 13 por 100, podemos considerar que el coste de los recursos propios debería situarse entre un 25 y un 30 por 100, siendo difícil determinar de forma rigurosa un valor más preciso.

El coste medio del capital para una entidad financiera podrá calcularse a partir del conjunto de estos datos. Efectivamente, si conocemos su porcentaje de recursos propios y la fracción de pasivos computables a efectos del coeficiente de caja, el coste medio viene determinado como la media de los costes de los distintos tipos de recursos multiplicados por sus porcentajes respectivos en el pasivo de la entidad. Para una entidad con un 8 por 100 de re-

CUADRO NUM. 1
EL EFECTO DE LA TITULIZACION
Y LOS COEFICIENTES BANCARIOS

Tipo de interés	Reducción por coeficiente de caja	Reducción por recursos propios	Reducción total
15,00	0,12	1,29	1,41
14,00	0,11	1,23	1,34
13,00	0,10	1,17	1,27
12,00	0,09	1,11	1,20
11,00	0,08	1,05	1,13
10,00	0,08	0,98	1,06
9,00	0,07	0,92	0,99
8,00	0,06	0,86	0,92

Nota:

- Siendo
r el tipo de interés
cc el coeficiente de caja (3 por 100)
PC el coeficiente de pasivos computables a efectos del coeficiente de caja (50 por 100)
TIT el porcentaje de activos titulizados (50 por 100)
P la prima por riesgo (6 por 100)
t el tipo impositivo de la entidad (35 por 100)
CRP el coeficiente de recursos propios (8 por 100).

la reducción por coeficiente de caja viene dada por:

$$\frac{r}{1 - cc \times PC} - \frac{r}{1 - cc \times PC \times (1 - TIT)}$$

y la reducción en el coste de los recursos propios por:

$$\frac{r + P}{1 - t} (CRP - CRP \times (1 - TIT)),$$

por lo que la reducción total es la suma de ambos componentes.

curso propios, suponiendo una titulización del 50 por 100 de la cartera, podemos calcular la reducción del coste de los recursos en función de los tipos de interés del mercado. El resultado aparece en la segunda columna del cuadro n.º 1.

2. Efecto sobre el coeficiente de caja

En segundo lugar, la titulización afecta al cómputo del coeficiente de caja. La ausencia de remuneración de los activos afectos a éste equivale a inmovilizar un porcentaje de recursos captados igual al valor del coeficiente de caja (3 por 100 en la actualidad). Sin embargo, sólo una parte de los pasivos de las entidades bancarias computan por coeficiente de caja, por lo que dicho efecto dependerá del porcentaje de pasivos en el total del balance. En el cuadro número 1, hemos supuesto que dicho porcentaje es del 50 por 100. Dicho efecto podrá verse reducido con cualquier nueva disminución en el valor del coeficiente de caja dentro del proceso de integración y homogeneización de las condiciones en que operan las entidades financieras dentro del mercado único.

Observamos que la titulización con plena cesión de deuda puede constituir una ventaja importante para las entidades de crédito en nuestro país, al reducir los recursos inmovilizados por el coeficiente de caja. Sin embargo, para que haya una ganancia neta para el conjunto de las entidades, *la cesión debe hacerse a entidades que no estén sometidas*

al coeficiente de caja. Si la cesión se hace a entidades sujetas a coeficiente de caja, el coste de los recursos *para el conjunto* de entidades de crédito no disminuirá.

Por lo tanto, la demanda de títulos emitidos por los FTH tiene que emanar de agentes no sujetos a coeficientes. Desde este punto de vista, es importante recalcar que el proceso de titulización vía FTH se ha concebido como dirigido hacia inversores institucionales. Los destinatarios de los títulos emitidos por los FTH son fondos de pensiones, compañías de seguros, IIC, así como no residentes. En cambio, la adquisición de dichos títulos por entidades de crédito o por sociedades y agencias de valores puede ser neutral a efectos del coeficiente de solvencia, cuando los préstamos hipotecarios originarios ponderen al 50 por 100, siempre que la calidad crediticia de dichos valores, a juicio de la CNMY, sea al menos igual que la de los créditos hipotecarios subyacentes, según señalan las Ordenes que regulan las normas de solvencia de ambos tipos de entidades: Orden de 30 de diciembre de 1992, artículo 3, 1 III) b), y Orden de 29 de diciembre de 1992, artículo 13, 1 c) 2), respectivamente. Hay que tener en cuenta que, como hemos visto anteriormente, los valores emitidos por un mismo FTH pueden tener una calidad crediticia muy diferente entre sí, en función de la distinta forma que se haya estructurado su emisión. Estos extremos afectan sensiblemente a la validez del análisis efectuado por Levenfeld y Sousa (1992) de lo que ambos autores denominan *titulización pasiva*; es decir, el mantenimiento en cartera de valores procedentes de la titulización de préstamos, en lugar de la concesión directa de tales préstamos (11).

3. La nueva estructura de la titulización hipotecaria

Además de las ventajas que se derivan de la posibilidad de transformar préstamos en operaciones fuera de balance, la titulización introduce una nueva dimensión en la financiación de los créditos hipotecarios concedidos.

La titulización puede adoptar modalidades distintas según se llegue a crear o no un amplio mercado para los activos titulizados. La primera de estas modalidades tiene ciertas ventajas sobre la segunda. El desarrollo de un mercado de activos titulizados suficientemente homogéneo podría permitir captar recursos a escala europea, con las ventajas que esto puede tener en términos de abaratamiento de los costes. Sin embargo, la creación de un mercado amplio limita las posibilidades de adaptar el producto emitido a las necesidades puntuales de los inversores; así, las posibilidades de fragmentar los riesgos y vender los títulos a inversores diferentes se verían limitadas por la necesidad de dar homogeneidad al mercado secundario. La nueva legislación ha fomentado las posibilidades de la *ingeniería financiera*

frente a una homogeneización que, de haber sido impuesta a escala normativa, hubiera podido no corresponder a las necesidades del mercado.

Sin embargo, la actual legislación impone un importante grado de disciplina en el mercado, al ser obligatoria la calificación crediticia, o *rating*, de los títulos por una entidad especializada, siendo ésta la primera vez en que se exige dicha calificación en la regulación de nuestro país (12). Además, a la seguridad y transparencia que aporta el proceso de *rating* se añade el respaldo implícito que se deriva de la supervisión de los fondos por parte de la CNMV. Ello puede contribuir a la creación de un mercado dotado de cierta transparencia en cuanto a las características de riesgo, que podría ser atractivo también para los inversores extranjeros.

Por otra parte, el proceso de titulización implica ciertos costes fijos de desarrollo de una tecnología informática y de una presentación más o menos homogénea de la información que facilite la obtención de una *rating*, o que disminuya su coste. Dichos costes se amortizarán sólo para un volumen de emisión suficientemente elevado. Para una entidad aislada, ello puede limitar su capacidad de recurrir a la titulización, por lo que, de hecho, la importancia de los costes fijos fomenta la cooperación dentro de una misma SGFTH de distintas entidades, lo cual es posible gracias al carácter obligatorio del *rating* (13). Ello puede tener un efecto muy positivo en cuanto al volumen y a la liquidez de las emisiones.

En cuanto a las posibilidades de *ingeniería financiera*, la propia Ley hace referencia detallada a ellas, que, por otra parte, son bastante comunes en otros mercados financieros más desarrollados (véanse Fabozzi, 1988; Stone, Zissu y Lederman, 1991; Shaw, 1991, y Morrissey, 1992; especialmente estas tres últimas referencias, donde se analiza la situación y perspectivas de diferentes países, en su mayor parte europeos). En particular, pues, es razonable pensar en:

a) la introducción de tramos con distinta relación de prioridad a la hora de recibir los intereses o el principal de los préstamos;

b) la transformación de flujos financieros, permutas financieras (*swaps*), contratos de seguros, o de reinversión a tipo de intereses garantizado.

La restricción impuesta por la coincidencia básica entre los flujos de fondos de los títulos emitidos con cargo a los FTH y las correspondientes participaciones puede, sin embargo, limitar las posibilidades de conversión de los flujos de pagos. No obstante, hay que tener muy en cuenta que el principio básico en que se fundamenta esta exigencia es el de eliminar, en lo posible, los riesgos que puedan emerger en el proceso de titulización, lo que, en determinados casos, apunta al empleo obligado de algunas de las técnicas mencionadas, que incluso podría ser im-

puesto expresamente por las normas reglamentarias de desarrollo de los FTH.

Por ejemplo, si los préstamos hipotecarios originarios están formalizados a tipo de interés variable, la emisión de títulos a tipo fijo con cargo a los FTH supone un evidente riesgo de desfase entre ambos, que puede ser objeto de control, no siempre total, por diversas técnicas financieras. En este sentido, suponiendo que dicha modalidad de emisión se considere necesaria, no parece apropiado el empleo aislado de técnicas que sólo limitan parcialmente dicho riesgo (14).

Asimismo, determinadas modalidades de títulos con cargo a los FTH pueden verse sometidas a una regulación más estricta que la existente en otros países. Así, la introducción de tramos cupón cero o con un rendimiento explícito muy bajo tiene que tener en cuenta, además del especial tratamiento fiscal a que se ve sometido este tipo de títulos, que, de acuerdo con la Orden de 14 de noviembre de 1989, los mismos entran dentro de los supuestos en los que no es aplicable el principio general de libertad de emisión, estando sometidos a autorización administrativa previa. Otro ejemplo podría derivarse de las prohibiciones señaladas anteriormente, que impiden a la entidad originaria de los préstamos garantizar, directa o indirectamente, incluyendo el seguro directo, el buen fin de las participaciones agrupadas en los FTH, lo que parece implicar el que esa misma entidad no pueda adquirir tramos subordinados de los títulos con cargo a los FTH, lo cual corresponde a una figura frecuentemente utilizada en otros países (15).

En definitiva, nuestra valoración de los FTH debe considerarse plenamente positiva. El nuevo marco normativo analizado en este trabajo introduce en nuestro país una titulización plenamente equiparable con la existente en otros mercados financieros. Ello significa que impone una disciplina a las entidades españolas en cuanto al empleo de una tecnología financiera relativamente variada y sofisticada. Significa también que permite una mayor competencia, que redundará en una disminución de los márgenes de intermediación actuales. Por lo tanto, la introducción de una verdadera titulización en nuestro país puede tener importantes efectos, al exigir, por parte de las entidades implicadas, una mayor eficiencia en la gestión de los recursos.

NOTAS

(1) A la luz de estos precedentes, podría considerarse que, dentro del Derecho español, los FTH no son el único camino posible para lograr la titulización secundaria de préstamos hipotecarios. Sin embargo, al ser los FTH la vía prevista expresamente por la Ley para esa finalidad, es la que menos problemas puede plantear desde diversas perspectivas. Por ejemplo, si a una sociedad anónima de titulización se le puede imponer en algún momento la obligación de consolidación —lo que destruiría una importante ventaja de la operación—, tal cosa no puede ocurrir con un FTH, por la propia naturaleza jurídica del fondo.

(2) Esta expresión se utiliza aquí en su más amplio sentido literal, correspondiendo a toda clase de activos. Con bastante frecuencia, sin embargo, la misma expresión aparece en la literatura anglosajona como forma de diferenciar los títulos respaldados por activos distintos de los créditos hipotecarios sobre viviendas de los títulos respaldados por éstos últimos créditos, para los que se suele emplear específicamente la expresión *mortgage-backed*.

(3) Esto no quiere decir que el rendimiento de la participación hipotecaria esté acotado superiormente por este último tipo de interés, ya que, en principio, aquélla se puede emitir con descuento.

(4) En relación con estos dos últimos puntos, el Real Decreto 1289/1991 amplía las posibilidades de acción ejecutiva por parte del titular de la participación, precisando los casos en los que puede instar del juez competente la incoación o continuación del procedimiento de ejecución hipotecaria, así como el trámite a seguir para ello. Si el inicio del procedimiento debe hacerse por el titular de la participación, por no efectuarlo el emisor de la misma dentro de los 60 días desde que fuera compelido a ello, quedarán subsistentes la parte del crédito no participada y las participaciones no ejecutadas como cargas preferentes, entendiéndose que el rematante las acepta y queda subrogado en la responsabilidad de las mismas, sin destinarse a su pago y extinción el precio del remate. Esta última condición persigue garantizar el derecho de cobro del titular de una participación, con independencia de lo que hagan al respecto tanto el emisor como los titulares de otras participaciones que puedan existir sobre el mismo crédito, lo cual debe motivar, en su caso, la diligencia de éstos a la hora de la ejecución del crédito.

(5) El Real Decreto 1289/1991 actualiza, aunque sin trascendencia práctica especial, la lista de entidades susceptibles de participar en el mercado hipotecario, todas las cuales pueden emitir participaciones hipotecarias: el Banco Hipotecario de España y las restantes entidades de crédito de capital público estatal; los bancos privados; las cajas de ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros; las entidades de financiación; las cooperativas de crédito; las sociedades de crédito hipotecario que cumplan los requisitos establecidos en el RDRMH. En esta relación, omitimos la mención expresa a la Caja Postal, ya que esta entidad puede encuadrarse perfectamente, en virtud de su estatuto jurídico actual, dentro del primero de los grupos enumerados.

(6) Las restantes participaciones hipotecarias se contabilizarán según el régimen general previsto en la norma 15 de la Circular 4/1991 para las transferencias y participaciones de activos, a cuyo texto nos remitimos.

(7) La denominación que, al parecer, se ha elegido para estos valores es la de *bonos de titulización hipotecaria*.

(8) Esta coincidencia de vencimientos constituye una importante restricción al régimen general de la participación hipotecaria, ya que, como hemos visto, la LRMH sólo exige que su vencimiento no sea superior al del préstamo originario. Cuestión distinta es el vencimiento de los títulos emitidos con cargo al FTH, que puede ser, en principio, cualquiera, siempre que el correspondiente a aquellos títulos que lo tengan más alejado en el tiempo coincida con la vida más dilatada de los préstamos originarios de las participaciones que constituyen el activo del FTH.

(9) En definitiva, los títulos emitidos con cargo a los FTH no gozan de ninguna ventaja fiscal, como tampoco lo hacen los fondos como tales, aunque la sujeción plena al Impuesto de So-

ciedades de éstos debe considerarse más bien testimonial, ya que tenderán a registrar, por su propia naturaleza, un beneficio muy próximo a cero. Al funcionar los FTH como fondos de reparto, sin perjuicio de que puedan proporcionar una rentabilidad adicional sobre otras alternativas con una elevada seguridad, los títulos emitidos con cargo a ellos no resultan fiscalmente muy atractivos para los inversores particulares que, en principio, pudieran ser sus destinatarios más apropiados: aquellos con un nivel mínimo de sofisticación y, por tanto, de renta personal. En cambio, estos títulos deberían tener buena acogida por parte de determinados inversores no residentes, bien por contar su país con un tratado de doble imposición con España o, todavía mejor, por tratarse de un residente habitual en otro estado miembro de la CE, ya que en este último caso disfrutan de exención total. En ambos casos se incluyen prácticamente todos los países con los que España mantiene una más estrecha relación financiera. Esta circunstancia debe considerarse positiva de cara a la proyección internacional de las entidades originarias de los préstamos implicados en el proceso de titulización, especialmente si éste va acompañado de una alta calificación crediticia.

(10) En Freixas y Valero (1991b), se introduce dicha deducción y se establece que su efecto es despreciable frente al nivel de error que presenta la prima de riesgo.

(11) Otra limitación del análisis de estos autores es la falta de consideración del efecto sobre el coeficiente de caja de los pasivos a los que pueda desplazar el proceso de titulización.

(12) La calificación crediticia presenta especial complejidad en el caso de los valores emitidos con cargo a los FTH, lo que la hace más necesaria en la práctica de los mercados. Véase la sección 12 de Stimpson (1991), obra que constituye el manual básico de Moody's, una de las principales agencias calificadoras del mundo.

(13) Un criterio tradicionalmente exigido para obtener una buena calificación crediticia en este tipo de títulos es un elevado grado de diversificación geográfica de los préstamos objeto de la titulización, lo cual debe fomentar la cooperación entre entidades especializadas territorialmente, como es el caso de la mayor parte de las cajas de ahorros españolas.

(14) Este sería el caso de la utilización de tramos que sólo dan derecho al flujo residual en relación con una emisión de títulos a tipo fijo con cargo a un FTH cuyos préstamos originarios están formalizados a tipo variable, ya que, en una coyuntura bajista de tipos de interés, si éstos descienden suficientemente, podría no ser posible atender los compromisos derivados del tramo a tipo fijo.

(15) Hay que tener en cuenta que con esta adquisición se persigue que la entidad originaria de los préstamos siga vinculada de algún modo al buen término de éstos, reduciendo o eliminando posibles conflictos de interés con los inversores finales. No obstante, esta misma finalidad se puede conseguir también con participaciones hipotecarias que supongan un porcentaje inferior al 100 por 100 de cada préstamo.

REFERENCIAS

CARRASCOSA MORALES, Antonio (1991), «El inicio de la titulización del mercado hipotecario español», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n.º 2.302, 18-24 noviembre, páginas 3.687-3.693.

- FABOZZI, Frank J. (ed.) (1988), *The handbook of mortgage-backed securities*, Probus, Chicago.
- FREIXAS, X.; AGUILA, J.; PUCH, L., e INURRIETA, A. (1991a), *El mercado hipotecario español. Situación actual y proyecto de reforma*, FEDEA, Madrid.
- FREIXAS, X., y VALERO, F. J. (1991b), «La titulización en España», FEDEA, Madrid, *Documento* 91-17.
- (1991c), «A reflection on securitisation in the Spanish market», en STONE, ZISSU y LEDERMAN (eds.), cap. 37, págs. 477-491.
- LEVENFELD, G., y SOUSA, R. (1992), «Cuándo y por qué titular», *Revista Española de Financiación a la Vivienda*, n.º 18-19, abril, págs. 151-166.
- LEWIS, MARK (1991), «Bank enhancements and subordinate debts», en SHAW (ed.), cap. 13, págs. 172-187.
- LLORENS, J., y LANZÓN, L. (1991), «Asset-backed financing in Spain», en STONE, ZISSU y LEDERMAN (eds.), cap. 36, págs. 469-475.
- MORRISSEY, HELENA (ed.) (1992), *International securitisation*, IFR, Londres.
- ROSENTHAL, J., y OCAMPO, J. (1988), *Securitization of credit. Inside the new technology of finance*, MacKinsey & Co.
- SHAW, ZOE (ed.) (1991), *International securitisation. The scope, development and future outlook for asset-backed finance*, Macmillan, Houndmills.
- STIMPSON, DAVID (ed.) (1991), *Global credit analysis*, IFR, Londres.
- STONE, C.; ZISSU, A., y LEDERMAN, J. (1991), *Asset securitisation: theory and practice in Europe*, Euromoney, Londres.

LA GESTIÓN DEL RIESGO EN CARTERAS DE RENTA FIJA

Luis de GUINDOS

I. INTRODUCCION

Tradicionalmente, la gestión del riesgo, en el sentido de minimizar éste para un nivel de rentabilidad dado, ha sido estudiado en su aplicación a carteras de renta variable. Se habla así de un riesgo no sistemático de una cartera de renta variable que se puede eliminar mediante una adecuada diversificación de la cartera a través de incluir en ella un número lo suficientemente amplio de valores y de sectores. No obstante, existe también un riesgo sistemático, o propio del mercado bursátil, que se refleja en las fluctuaciones del índice general bursátil y que no puede ser reducido a través de la diversificación. En este caso, para reducir o atemperar este riesgo se utilizan instrumentos como las opciones y futuros, o técnicas como la cobertura dinámica, la cual, a través de una asignación entre activos con riesgo —acciones— y sin riesgo —por ejemplo, letras del tesoro—, pretende crear un seguro que limite las pérdidas en el supuesto de caída de la Bolsa.

Este tipo de cuestiones ha sido objeto de intensa investigación, y existe numerosa literatura disponible al efecto. Sin embargo, se ignoraba o se le daba mucha menor importancia a la gestión del riesgo en las carteras de renta fija, considerándose que el único riesgo existente en este tipo de carteras era el riesgo de insolvencia del emisor de los títulos. Esta percepción, no obstante, se modifica desde mediados de los setenta con la aparición de tensiones inflacionistas y elevaciones de los tipos de interés nominales, junto con una mayor volatilidad en éstos, lo que llevó a que los gestores de renta fija, básicamente directores financieros de compañías de seguros y gestores de fondos de pensiones y de inversión, empezaran a considerar que existía un riesgo, diferente del de solvencia del emisor, que podía afectar de forma importante al valor de su cartera. De esta forma, va surgiendo en los años ochenta un interés en medios académicos sobre la gestión del riesgo en las carteras de renta fija, lo que genera, desde un punto de vista teórico, nuevas técnicas y fundamentos de gestión que, poco a poco, van teniendo una aplicación real. En este artículo,

vamos a intentar revisar dichas técnicas tanto desde el punto de vista de su fundamentación teórica como desde el de su aplicación práctica.

II. EL RIESGO EN LOS TITULOS DE RENTA FIJA

Lógicamente, si el resto de este artículo se va a referir a las técnicas de gestión del riesgo, debemos definir lo que entendemos por riesgo en las carteras de renta fija, ya que existen diversas acepciones de dicho término. En concreto, podemos distinguir:

- *Riesgo crediticio o de solvencia.* Se refiere a la posibilidad de que el emisor incumpla sus compromisos en cuanto al pago de los cupones o a la devolución del principal. Lógicamente, la rentabilidad de un bono debe decrecer con la calidad crediticia del emisor.

- *Riesgo de liquidez.* Otro riesgo a tener en cuenta al adquirir y valorar un bono o título de renta fija es el de la facilidad del tenedor para venderlo antes de su vencimiento. Lógicamente, cuanto mayor sea la liquidez de un bono, mayor será su atractivo, y su rentabilidad tenderá, en condiciones de igualdad para el resto de aspectos, a ser inferior a la de aquellos títulos que carecen de dicha característica.

- *Riesgo de tipos de interés.* Como veremos posteriormente, el precio de un bono se modifica con las fluctuaciones de tipos de interés, lo que puede generar ganancias o pérdidas de capital para el tenedor. Este, como analizaremos más adelante, es el principal riesgo que afecta a la gestión de una cartera de renta fija.

- *Riesgo de reinversión.* La fórmula de la tasa interna de rendimiento (TIR) de un bono supone que los cupones de éste van a ser reinvertidos a dicho TIR, lo cual no tiene por qué darse en la realidad; es decir, si la tasa interna de rendimiento de una obligación es el 12 por 100, estamos suponiendo que sus cupones se están reinvertiendo hasta la amortización de dicha obligación al 12 por 100.

Lógicamente la reinversión de los cupones dependerá de la evolución a lo largo de la vida de la obligación de los tipos de interés a corto plazo. En concreto, en nuestro país, donde en los últimos años tenemos una curva de tipos de interés invertida, lógicamente la reinversión de los cupones se hace normalmente a un tipo superior a los del propio TIR del bono.

Son estos dos últimos tipos de riesgo —el de tipos de interés y el de reinversión— los fundamentales, y a los que se ha dedicado la mayor parte de la investigación reciente, junto con el análisis de su prevención, y en los que, por tanto, nos centraremos en el resto de nuestro artículo.

III. ALGUNOS FUNDAMENTOS TEORICOS

1. Cómo cambia el precio de un bono

Como hemos mencionado anteriormente, el riesgo más importante a considerar en renta fija es la variación causada en el precio del bono cuando los tipos de interés cambian.

En el gráfico 1, hemos descrito la relación existente entre el precio y el TIR de un bono. Para este ejemplo, hemos seleccionado un bono con un cupón anual del 15 por 100 y que vence en cinco años.

Lo primero que podemos observar es que la relación entre el TIR y el precio no es lineal; es decir, el precio cambiará de manera diferente para una misma variación del TIR, dependiendo de donde nos encontremos en la curva.

Para analizar mejor este punto, tomemos, en la curva, del gráfico 1, los tres precios que aparecen en el cuadro n.º 1. Los puntos en la curva están bastante distanciados entre sí, al objeto de ilustrar el efecto de no linealidad.

Como se puede ver en el citado gráfico, para un mismo cambio en el TIR los precios, tanto en términos absolutos como en términos porcentuales, varían mucho más cuanto mayor sea el precio del bono.

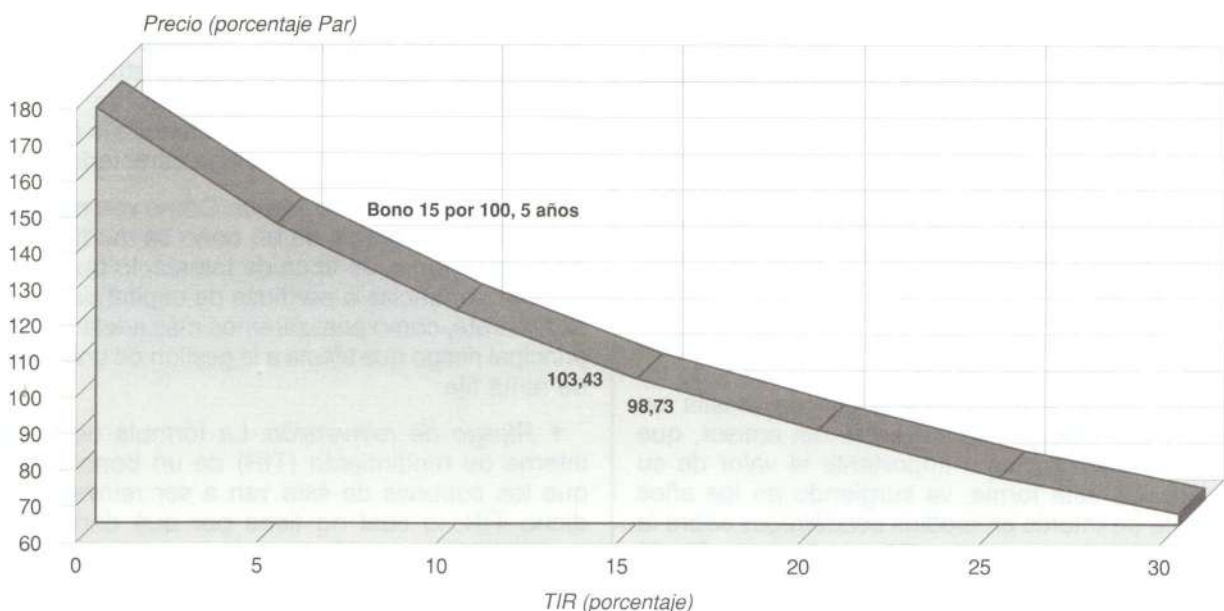
Por ejemplo, el inversor que haya comprado el bono en cuestión a 144 pesetas (TIR 5 por 100), perderá 44 pesetas (30,55 por 100) del importe de la inversión si los tipos suben en un 10 por 100. Por otro lado, si el bono se compra a 100 pesetas (TIR 15 por 100), la pérdida será de 26 pesetas (26 por 100) ante un aumento del tipo del 10 por 100. En resumen, podemos decir que el proceso de cambio del precio del bono se desacelera a medida que los tipos de interés suben.

También hemos de destacar que, para un determinado cambio en el TIR, situándonos en el mismo precio de compra, las ganancias en porcentaje serán siempre mayores que las pérdidas correspondientes.

CUADRO NUM. 1

TIR (Porcentaje)	Precio	Cambio	Porcentaje alza	Porcentaje baja
5	144			
15	100	-44	-30,55	+44,00
25	74	-26	-26,00	+35,00

GRAFICO 1
PRECIO DE UN BONO DE ACUERDO AL TIR



Estos dos puntos nos llevan a nuestra primera regla de inversión: *Dado un determinado TIR y vencimiento, siempre es mejor comprar un bono al descuento que sobre la par.*

Si bien sabemos que este proceso ocurre, no sabemos todavía cuantificar la magnitud del cambio. Sería muy útil, dados el precio, el vencimiento y el cupón, saber cómo cambiará el precio del bono ante variaciones en el TIR.

2. Cómo definir el riesgo de tipo de interés

El factor determinante en la evaluación del posible cambio en el precio ante un cambio determinado en el TIR es la pendiente de la curva del precio, que hemos ilustrado en el gráfico anterior.

La pendiente de una curva es simplemente la diferencia entre dos valores del eje vertical (precio) dividida por la diferencia de los dos correspondientes del eje horizontal (TIR).

Este número se denomina *duración* y se obtiene de la siguiente manera:

a) Se calcula el valor presente de cada cupón y el nominal del bono, ponderados por el tiempo en el que acaecen, utilizando como tipo de descuento el TIR del bono.

b) Se divide la suma de estos valores presentes por el precio del bono, que es la suma de los valores presentes de los flujos de caja no ponderados. El resultado se denomina *duración* de Macauley (D_{mac}) y se expresa en años. Macauley fue el primer profesional que se planteó en los años treinta el problema del cambio del precio de un bono en relación al TIR.

c) Para hallar el cambio porcentual del bono ante una variación pequeña en el TIR, hay que dividir D_{mac} por el factor $(1 + TIR)$. El resultado se denomina *duración* modificada (D_{mod}), midiéndose en términos porcentuales.

La *duración* de un título cupón cero será siempre igual a su vencimiento, ya que sólo hay un flujo de caja: al vencimiento.

En el caso de nuestro bono con cupón del 15 por 100, la *duración* es de 3,85 años cuando el bono se negocia a la par (TIR 15 por 100), y de 4,04 años cuando se negocia a 144 pesetas. Las *duraciones* modificadas (D_{mod}) serán, respectivamente, del 3,35 por 100, y del 3,90 por 100.

Estos resultados corroboran nuestra afirmación anterior de que a medida que los tipos de interés suben, los cambios porcentuales en el precio del bono disminuyen.

Una D_{mod} de 3,35 por 100 implica que ante un cambio pequeño en el TIR, el precio del bono cambiará en un 3,35 por 100.

Si observamos el gráfico 1 y asumimos que el bono se estaba negociando a 100 pesetas (TIR 15 por 100), veremos que para un cambio en el TIR del 1 por 100 (15 por 100 al 14 por 100) el bono ha pasado de 100 pesetas a 103,43, lo que representa un incremento porcentual del 3,43 por 100; y para un incremento del 1 por 100 en el TIR, el bono cae en 3,27 pesetas o el 3,27 por 100 de su valor original.

A pesar de que la *duración* no sea un concepto estático, sino dinámico, dado que cambia conjuntamente con el TIR, podemos ahora redefinir nuestro parámetro de riesgo de tipo de interés y enunciar nuestra segunda regla de inversión: *Para comparar de forma consistente los rendimientos entre varios bonos alternativos, hemos de utilizar las respectivas duraciones, en vez de sus vencimientos.*

En definitiva, nos interesa saber cuánto nos costará, en términos de TIR, el perder menos en un bono que en otro si los tipos suben.

La *duración* se puede sumar y, por lo tanto, la *duración* de una cartera de bonos es simplemente la suma de las *duraciones* individuales, ponderadas por el porcentaje que represente la cantidad invertida en cada bono sobre el importe total invertido. Otra manera de interpretar la *duración* es tomarla como el centro de gravedad de una serie de flujos de caja descontados a valor presente.

En el gráfico 2 hemos seleccionado un bono de 10 años a la par con un cupón anual del 12 por 100. Sobre el eje horizontal hemos puesto los diferentes puntos temporales en los que el bono produce un flujo de caja; esto es, una vez al año el inversor recibe un cupón de 12 pesetas por bono, y al vencimiento el inversor recibe el capital más el último cupón, que suman 112 pesetas por bono.

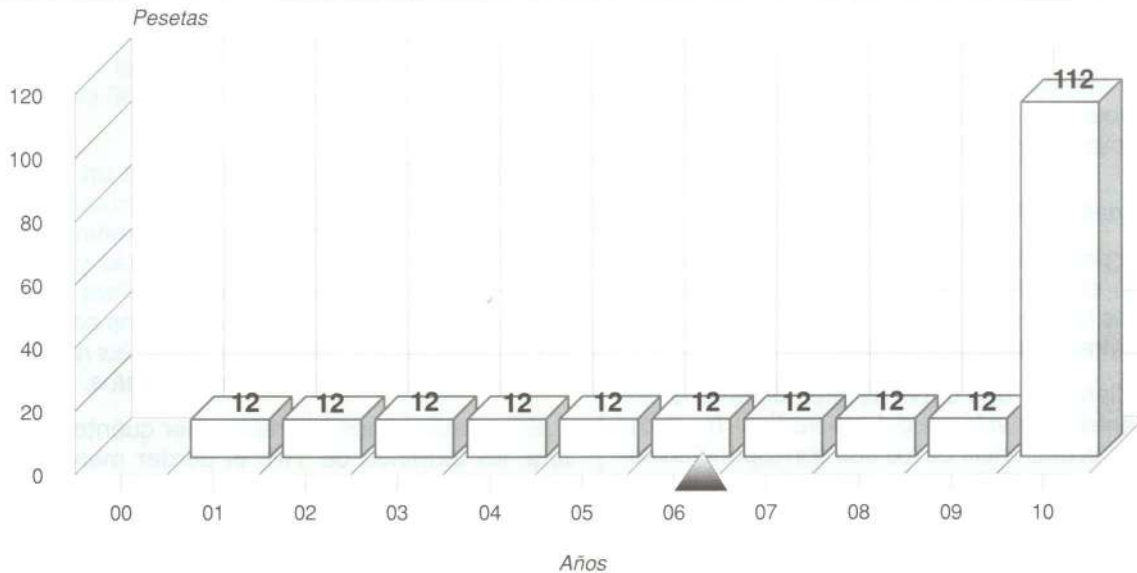
La *duración* de este bono (6,32 años) está indicada por el vértice de la pirámide que se asienta sobre el eje horizontal.

La suma de los valores presentes (a una tasa del 12 por 100) de los primeros seis cupones es igual a la suma de los valores presentes de los últimos cuatro cupones más el capital amortizado. Como se puede ver, este número es muy diferente de la media aritmética de los flujos. Resulta evidente que un flujo que ocurre dentro de diez años vale menos que uno que se produce en cinco años.

El argumento no termina aquí, ya que la *duración*, por sí sola, es la principal medida, aunque no una medida completa, del riesgo. Si bien los otros parámetros a utilizar están más allá del objetivo de este artículo, hemos de mencionar las siguientes consideraciones:

- La *duración* no cubre casos en los que el desplazamiento de los tipos es significativo. Para controlar este tipo de desplazamiento, se debe analizar

GRAFICO 2
CENTRO DE GRAVEDAD *Cashflows*
D=6.32 años, TIR=12 por 100



Fuente: Salomon Brothers.

la pendiente de la función precio/TIR, comúnmente llamada *convexidad*.

- La *convexidad*, junto con la *duración*, nos ayuda a predecir cambios en el precio de un bono ante desplazamientos importantes en la curva de tipos de interés, siempre que sean paralelos.

- Finalmente, para predecir con cierta precisión la variación en el precio del bono, para casos en los que la curva de rendimientos se desplace total o parcialmente (un desplazamiento ocurre cuando, por ejemplo, las letras pasan de tener un tipo de interés menor que un bono a diez años a tenerlo superior que éste), es necesario calcular un tercer parámetro denominado D3, que nos proporciona una medida de la sensibilidad de los flujos de caja a desplazamientos no paralelos en la curva. Por ejemplo, un cupón cero de tres años y un bono de cinco años no reaccionarían de la misma manera ante un desplazamiento de la curva de tipo de interés, a pesar de tener las mismas duraciones.

Para los lectores con inclinaciones matemáticas, podemos decir que la utilización de las diferentes medidas de *duración* es una consecuencia de la expansión de la función precio/TIR en una serie de Taylor. El hecho de que se desarrolle hasta el segundo o tercer factor es el resultado directo de la investigación empírica que ha demostrado que con dos o tres factores es posible predecir el 99 por 100 del cambio en el precio de un instrumento de renta fija.

Poder predecir el cambio en el precio para cam-

bios dados en el TIR no es un mero juego intelectual, sino que, por el contrario, nos proporciona un instrumento muy poderoso en la gestión de una cartera de renta fija.

Este análisis nos permite comparar, de una manera objetiva y consistente, a través del tiempo, el riesgo inherente de cada instrumento de renta fija, y nos permite, por lo tanto, tomar decisiones de inversión acertadas.

En el caso de que nuestras inversiones en activos estén ligadas a determinadas obligaciones —esto es, a unos pasivos fijos o determinables—, podremos crear carteras de activos y pasivos cuyo valor neto (activos menos pasivos) no cambie, independientemente de cualquier variación de tipos de interés.

3. El riesgo de reinversión

Como hemos mencionado previamente, al calcular el TIR de un bono, y por lo tanto su precio de compra y de venta, la práctica normal del mercado es la de asumir que los cupones serán reinvertidos al mismo TIR.

Como esto no ocurre casi nunca, sería importante ver qué implicaciones tiene esta situación. En el gráfico 3, hemos utilizado un bono de 10 años con un cupón anual del 12 por 100, que hemos comprado por 94.574 pesetas a un TIR del 13 por 100.

En el eje horizontal se incluyen los diferentes tipos a los cuales se podrían reinvertir los cupones, y en

el eje vertical aparecen los diferentes TIR reales de la inversión, asumiendo que hemos reinvertido los cupones a los TIR del eje horizontal. El cálculo del TIR real se efectúa computando el importe total acumulado al vencimiento y buscando el tipo correspondiente a las 94.574 pesetas iniciales. Por ejemplo, si el TIR de reinversión es del 13 por 100, el TIR real será igual al TIR de compra, que era del 13 por 100.

Como se puede observar, a pesar de haberlo comprado a un TIR del 13 por 100, si mantenemos el bono en cartera hasta su vencimiento, el TIR real variará desde el 10 por 100 hasta el 20 por 100, aproximadamente, para el espectro de tipos de reinversión previstos.

En España, por ejemplo, en la actualidad, nos encontramos en una situación en la que el tipo de reinversión de los cupones es siempre mayor que el TIR del bono, ya que la curva de rendimientos está invertida. Pero la incógnita que subsiste es cómo será la curva dentro de seis meses, un año o diez años.

El único instrumento en el mercado que no tiene riesgo de reinversión son los títulos cupón cero. Desde este punto de vista, el inversor debería estar dispuesto a recibir un tipo de interés marginalmente más bajo, ya que el cupón cero no tiene riesgo de reinversión. El bono con cupón, por otro lado, tiene la ventaja de que genera flujos de caja con anterioridad a su vencimiento.

4. El horizonte temporal de la inversión

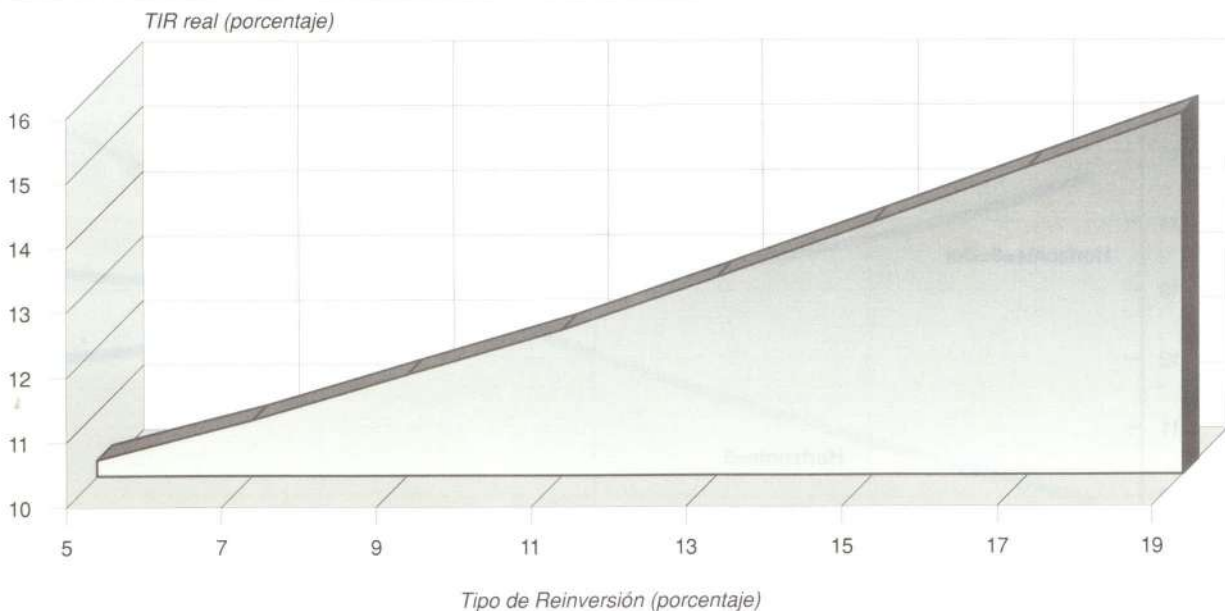
Hasta ahora, hemos asumido que el inversor mantiene en cartera sus inversiones en renta fija hasta el vencimiento. Este no es siempre el caso y, de hecho, en una cartera de renta fija gestionada activamente es muy raro encontrar valores que permanezcan hasta su vencimiento.

Por el contrario, el gestor debe comprar y vender valores en función de los cambios en el mercado, teniendo en cuenta que siempre será posible que el mismo valor sea adquirido y vendido varias veces durante el horizonte temporal de la inversión. Cuando el horizonte temporal de la inversión coincide con el vencimiento del bono, el riesgo de tipo de interés es descartable mientras no haya que efectuar una venta apresurada antes del vencimiento del bono. La situación que nos proponemos afrontar ahora es la de ver qué ocurre con nuestra inversión si el horizonte de la inversión es menor que el vencimiento del bono.

Esto plantea nuevos problemas, ya que no podemos asumir con certeza que el bono será amortizado a la par, como cuando lo manteníamos en cartera hasta su vencimiento. Ahora nos enfrentamos a dos riesgos que ya hemos tratado: el de reinversión y el de los tipos de interés.

Los efectos de estos riesgos se cancelan entre sí en cierta medida, ya que si los tipos suben, el valor del bono será menor, pero, al mismo tiempo, el

GRAFICO 3
TIR REAL BASADO EN TIPO DE REINVERSION
Bono cupón 12 por 100, a 94.574 ptas.



valor de los cupones reinvertidos será mayor. La pregunta es qué efecto dominará al otro. Para cupones grandes, el efecto del tipo de reinversión dominará sobre el efecto del tipo de descuento utilizado para calcular el precio del bono al final del horizonte de inversión, y viceversa para cupones pequeños.

Para una mejor ilustración, hemos descrito gráficamente una estrategia de inversión para un bono de 10 años con un cupón del 13 por 100 comprado a un TIR del 14,25 por 100 (gráfico 4).

En el eje horizontal, encontramos diferentes TIR de reinversión que hemos igualado al TIR de descuento del bono al final del horizonte temporal de la inversión.

Por ejemplo, todos los puntos en la curva que corresponden a un 10 por 100 sobre el eje horizontal representan el TIR real cuando los cupones han sido reinvertidos al 10 por 100 y el bono se ha vendido al final del horizonte a un TIR del 10 por 100.

En el gráfico 4 hay descritas tres curvas, representando cada una de ellas un horizonte temporal de inversión diferente.

La curva de pendiente negativa representa una estrategia de inversión a cinco años; es decir, compramos el bono hoy con vistas a venderlo en cinco

años y queremos estimar los posibles rendimientos reales para distintos TIR de reinversión y descuento. Por otra parte, la curva de pendiente positiva representa una estrategia de inversión de nueve años.

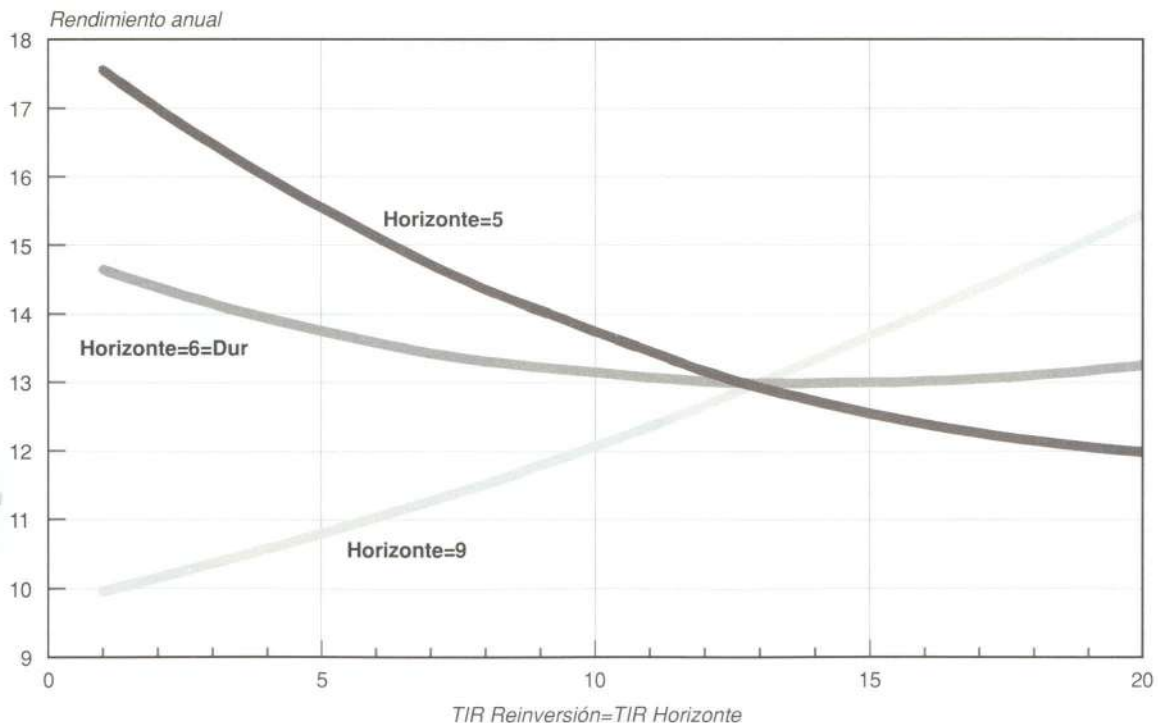
Finalmente, existe una curva que no sólo tiene pendiente cero, sino que además genera un TIR que es siempre igual o mayor que el TIR de compra del 14,25 por 100. Dicha curva corresponde a la estrategia de hacer coincidir el horizonte temporal de la inversión con la *duración* del bono en cuestión.

Hemos conseguido, pues, determinar un nuevo uso para la *duración*. Podemos enunciar entonces una tercera regla de inversión: *Siempre que sea posible, se tratará de hacer coincidir la duración de la cartera de renta fija con el horizonte temporal de la inversión.*

Volviendo a nuestro gráfico, vemos también que para horizontes temporales de inversión menores que la *duración* de la cartera, el efecto del tipo de descuento predomina sobre el tipo de reinversión.

Esto tiene perfecto sentido a un nivel intuitivo, ya que, al elegir un horizonte temporal menor que la *duración*, nos ubicamos en una posición donde los flujos que ocurren después de dicho horizonte tendrán siempre un valor presente mayor que los que ocurren antes del horizonte temporal.

GRAFICO 4
RENDIMIENTO EN UN HORIZONTE DETERMINADO
 Cupón 13 por 100, TIR 14,25 por 100, 10 años



Para concluir, hemos de mencionar que la estrategia de inversión, en la cual el horizonte de inversión coincide con la *duración* de la cartera, se denomina *inmunización simple*. A continuación, pasamos a analizar en detalle dicha técnica y su aplicación posible.

IV. LA INMUNIZACION DE CARTERAS

Las técnicas de gestión de una cartera de activos/pasivos de renta fija (A/P) de un intermediario financiero (entidades de depósito, seguros, gestoras de fondos de pensiones...), deben, en principio, proporcionar:

- 1) Una medición del riesgo y la rentabilidad de dicha cartera.
- 2) Una gestión eficiente ante variaciones de los tipos de interés.
- 3) Una flexibilidad elevada en la acomodación de los clientes a lo largo del horizonte de vencimientos.
- 4) Un diseño adecuado de productos y de fijación de precios de los mismos.
- 5) La maximización del margen entre los ingresos del activo y los costes del pasivo.

Tradicionalmente, estas técnicas de gestión de A/P utilizan el valor contable en la medición y gestión del riesgo y del margen disponible, o patrimonio neto de la institución.

Por margen se entiende la rentabilidad derivada del diferencial entre el rendimiento contable de los activos menos el coste por intereses del pasivo. Por riesgo se entiende la variabilidad de dicho margen ante fluctuaciones de los tipos de interés.

Este enfoque «tradicional» se basa, por tanto, en la diferencia entre los activos-pasivos que vencen

en un determinado contexto temporal, y se fundamenta en la hipótesis de que si los activos y pasivos tienen los mismos horizontes temporales, el margen disponible no se verá afectado por las fluctuaciones de los tipos de interés.

Sin embargo, este enfoque tradicional es inadecuado para medir y gestionar el riesgo. La mejor forma de analizar y poner de manifiesto sus insuficiencias es mediante un ejemplo.

La sociedad X tiene una estructura de cartera como sigue (cuadro n.º 2):

Activos

- Obligación privada a cinco años, con un cupón semestral del 10,50 por 100 y un TIR del 13,75.
- Obligación del Estado a cinco años, con un cupón semestral del 12,50 por 100 y un TIR del 13,50.

Pasivos

- Depósito a cinco años al descuento, con un interés compuesto del 10 por 100 anual.

Utilizando esta presentación, la cartera de la sociedad X parece bien compensada y produce un beneficio de 4.795 pesetas (aproximadamente un 5 por 100 del activo), que surge de la diferencia nominal entre los activos y pasivos.

De esta forma, en el supuesto de que la cartera estuviera bien compensada, la sociedad X ganaría un margen porcentual del 3,62 por 100 (diferencia entre los tipos activo y pasivo) durante la vida de la misma.

Sin embargo, éste no es el caso. En el cuadro número 3, se presentan todos los flujos de caja de la cartera (intereses y amortización de principal). Resulta evidente que la cartera de la sociedad X no

CUADRO NUM. 2
SOCIEDAD X

	Valor Contable (Pesetas)	Cupón (Porcentaje)	Tasa Anual Equivalente (Porcentaje)
Activos			
Obligación privada cinco años	90.000	10,50	13,75
Obligación del Estado cinco años	9.795	12,50	13,50
TOTAL	99.795		13,62
Pasivo y margen			
Depósitos a descuento cinco años	95.000	10,00	10,00
Margen	4.795	0,00	0,00
TOTAL	99.795		10,00
Spread			3,62

CUADRO NUM. 3
SOCIEDAD X

	Valor Contable (Porcentaje)	Cupón (Porcentaje)	Tasa Anual Equivalente (Porcentaje)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5 (*)
Activos								
Obligación privada cinco años	90.000	10,75	13,75	10.500	10.500	10.500	10.500	110.500
Obligación del Estado cinco años.	9.795	12,50	13,50	1.250	1.250	1.250	1.250	11.250
TOTAL ACTIVO	99.795		13,62	11.750	11.750	11.750	11.750	121.750
Pasivos y margen								
Depósito a descuento cinco años.	95.000	10,00	10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	153.000
TOTAL PASIVO	95.400		10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	153.000
Patrimonio neto	4.795			11.750	11.750	11.750	11.750	(31.250)

(*) Como ilustración, se han agregado los flujos en sumas anuales.

está compensada y que, de hecho, tiene un elevado riesgo de reinversión. En efecto, para alcanzar el margen porcentual del 3,62 por 100 cada año, la sociedad X debe ser capaz de reinvertir todos los excesos de flujo de caja de los años uno a cuatro al 13,62 por 100. Si el tipo de interés es inferior, el margen efectivo será también inferior.

Por tanto, el «enfoque tradicional» presenta una serie de problemas que podríamos resumir como sigue:

- El margen que puede obtener la sociedad X es desconocido, y depende del nivel de tipos de interés en el futuro.
- No proporciona un contexto para gestionar adecuadamente el riesgo, ya que éste no está propiamente definido ni controlado.
- Permite poca flexibilidad en la gestión de clientes, con diferentes preferencias de vencimiento.
- No proporciona un contexto para maximizar los rendimientos y para lograr una evolución eficiente de carteras.

Una posible solución a estos problemas anteriores podría ser tener una cartera de A/P con un *cash-flow* absolutamente ajustado. Sin embargo, este enfoque no siempre es posible, ya que, en gran número de ocasiones (compañías de seguros, fondos de pensiones...), el horizonte de los pasivos va mucho más allá que el de los activos disponibles. Una solución a estos problemas se va a poder realizar a través de un enfoque diferente: la *inmunización*.

La *inmunización* de activos y pasivos consiste en la creación de una cartera de activos cuya variación en valor actualizado, con respecto a cambios en los tipos de interés, sea igual a la correspondiente a la cartera de pasivos, de tal forma que el valor presente del margen (diferencia entre el activo y el pasivo) se mantenga constante ante variaciones de los tipos de interés.

Un concepto fundamental en este proceso, como hemos visto anteriormente, es el de *duración*, que no ha de ser confundido con el de vencimiento de un activo. Por ejemplo, un bono de tres años, con un cupón anual del 10 por 100, y con un TIR del 10 por 100, tiene un vencimiento de tres años, pero una *duración* de 2,73 años.

El objetivo primordial de la *inmunización* es la creación de una cartera de activos y pasivos en la cual el margen tenga una *duración* igual a cero, ya que entonces éste no variará ante fluctuaciones de los tipos de interés. Cuanto mayor *duración*, mayor riesgo. Una *duración* negativa indica un riesgo ante elevaciones del tipo de interés, mientras que una *duración* positiva implica riesgo ante reducciones del tipo de interés.

El proceso de *inmunización* puede ser descrito a través del diagrama que se presenta en el esquema 1.

Veamos qué ocurre al aplicar este enfoque moderno a nuestro ejemplo anterior.

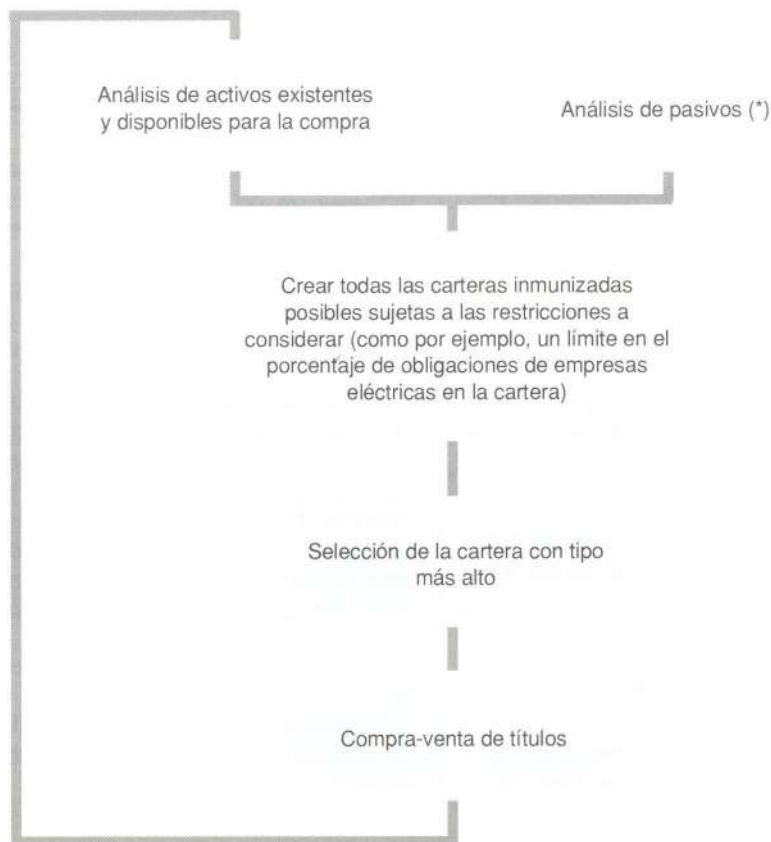
El cuadro n.º 4 representa el balance de la sociedad X de acuerdo con el nuevo enfoque.

Los valores presentes (VP) de activos y pasivos y las duraciones se han calculado con una tasa de descuento anual del 10 por 100.

Este cuadro indica que:

- Los activos de la sociedad X tienen un VP de 113.920 pesetas, y una duración de cuatro.
- El pasivo tiene un VP de 95.000 pesetas y cinco años de duración.
- El margen tiene un VP de 18.920 pesetas y una duración de -1,02 años.
- El VP del patrimonio neto, o margen disponible

ESQUEMA 1



(*) Basado en flujos concretos o proyecciones actuariales (reserva matemática).

CUADRO NUM. 4
SOCIEDAD X

	Valor Contable (Porcentaje)	Cupón (Porcentaje)	Tasa anual equivalente (Porcentaje)	Tasa de descuento (Porcentaje)	V.P.	VP / VC	Duración
Activos							
Obligación privada cinco años	90.000	10,50	13,75	10,00	102.860	114,28	4,01
Obligación del Estado cinco años	9.795	12,50	13,50	10,00	11.060	112,91	3,93
TOTAL	99.795		13,62	10,00	113.920		4,00
Pasivo y margen							
C.D. a cinco años	95.000	10,00	10,00	10,00	95.000	100,00	5,00
TOTAL	95.000		10,00	10,00	95.000		5,00
Patrimonio neto	4.795				18.920		-1,02

de la cartera, viene representado por la diferencia entre el VP del activo y el VP del pasivo (18.920 pesetas).

El VP del patrimonio neto, o margen, se incrementará/reducirá de manera inversa a un cupón cero de tres años (aproximadamente 0,92 por 100 por cada 1 por 100 de cambio de los tipos). Por ejemplo, si los tipos suben al 10,50 por 100 el valor

presente del patrimonio neto será 19.004 pesetas, lo que supone un incremento de 0,45 por 100 en su valor.

Por tanto, para eliminar el riesgo de esta cartera habría que reestructurar los activos en el sentido de alargar su duración hasta igualarla con la del pasivo. De esta forma, el margen disponible estaría inmunizado ante fluctuaciones de tipo de interés. Por su-

puesto, la *inmunización* puede ser total o parcial en función del perfil de riesgo de la sociedad.

Una vez establecido este nivel de *inmunización*, se trataría de buscar los activos que, teniendo la duración prevista, proporcionen la máxima rentabilidad.

Hay que destacar que la *inmunización* es un proceso dinámico, ya que, lógicamente, la duración del pasivo se modifica con el paso del tiempo y, por tanto, hay que reestructurar continuamente los activos.

En resumen, a través de la *inmunización* de carteras, se puede conseguir:

- Reestructurar los activos asignados a unos pasivos ya existentes para conseguir mantener el valor presente del margen ante fluctuaciones de los tipos de interés.
- Dados los activos disponibles en cualquier momento en el mercado, diseñar y fijar precios de nuevos productos de pasivo.
- Todo ello mediante la maximización del rendimiento para cualquier nivel de riesgo (volatilidad del margen disponible).
- Es de destacar que éste es un proceso dinámico, basado en la programación lineal, que mejora y

ajusta constantemente la composición de la cartera ante movimientos del mercado.

V. CONCLUSION

Como hemos visto anteriormente, la gestión de carteras de renta fija lleva implícitos riesgos que hasta finales de los setenta no habían sido tenidos en consideración. Estos riesgos son básicamente los de variación del tipo de interés que puede generar pérdidas de capital en las carteras y el de reinversión de los cupones de los títulos de renta fija.

Estos riesgos pueden hacer que se produzcan pérdidas en instituciones que tienen una cartera de activos que sustenta unos pasivos, dando lugar a desequilibrios patrimoniales de importancia. Para intentar medir y manejar estos riesgos resulta fundamental el concepto de *duración*, que es central para lograr una *inmunización* del margen disponible ante variaciones de los tipos de interés.

La consecución de esta eliminación del riesgo de tipo de interés exige, no obstante, una modificación del enfoque tradicional de contabilización de carteras de activos/pasivos y una profesionalización de su gestión.

COMPORTAMIENTO DE LA COTIZACION EN LAS NUEVAS SALIDAS A BOLSA

Xavier FREIXAS y Alejandro INURRIETA

I. INTRODUCCION

El objetivo de este estudio es analizar el comportamiento de los precios de las acciones que salen por primera vez al mercado bursátil español, análisis aplicado, en concreto, al caso de la Bolsa de Madrid. La literatura sobre esta cuestión ha alcanzado el suficiente desarrollo en otros países como para que sea interesante intentar plantear este estudio de forma que pueda aportar no sólo un conocimiento de la realidad española, sino también una contribución al conocimiento de las diferencias entre los distintos mercados bursátiles, que tienen su origen en diferencias institucionales, de liquidez o de dimensión.

Las cuestiones que se plantean en relación con la salida a Bolsa de nuevas empresas se estructuran alrededor de tres cuestiones relacionadas entre sí. La primera es estimar la «plusvalía inicial» que obtienen los inversores al suscribir la emisión en el mercado primario, plusvalía que se calcula como la diferencia entre el precio de suscripción y el precio de primera cotización en el mercado. La segunda es determinar cuáles son las variables que afectan al importe de esta plusvalía. Entre ellas, la modalidad de salida a Bolsa (Husson y Jacquillat, 1983), el momento de la salida a Bolsa (Ibbotson y Jaffe, 1975, y Ritter, 1984), el tamaño de la empresa y volumen de la emisión (Ayling, 1990), y por último, el poder monopólico de las entidades aseguradoras. La tercera, a la que nos referimos como la cuestión de eficiencia del mercado, es determinar si durante las primeras semanas de cotización se puede observar un rendimiento superior al que predicen los modelos del mercado bursátil.

La literatura existente muestra que existen plusvalías iniciales significativamente positivas, y que algunas variables, como el volumen de la emisión o el prestigio de los aseguradores, son determinantes de dicha plusvalía (1). En cambio, la evidencia en cuanto al rendimiento ulterior, ya sea durante las primeras semanas o durante un período de tres años, no permite establecer un comportamiento diferente

para las acciones de las empresas que acaban de salir en las bolsas extranjeras.

El análisis de la Bolsa española confirma la existencia de una plusvalía entre el precio de colocación y el de primera cotización, y muestra, asimismo, cierta ineficiencia del mercado, al obtenerse rendimientos superiores para las acciones nuevamente introducidas en Bolsa. Sin embargo, también es importante insistir en tres determinantes importantes de esta plusvalía en el mercado madrileño: el carácter público o privado de una empresa, el tamaño (grande o pequeña) y el momento de su salida al mercado.

El apartado siguiente presenta los aspectos genéricos e institucionales de las salidas a Bolsa en España, en el apartado III, exponemos los resultados obtenidos, y en el IV, los factores determinantes de la plusvalía inicial.

II. ASPECTOS GENERICOS E INSTITUCIONALES DE LAS SALIDAS A BOLSA EN ESPAÑA

La crisis de los setenta produjo una drástica disminución en el número de empresas que salieron a Bolsa. Esto significaba que el mercado bursátil no jugaba un papel muy significativo en las decisiones de financiación de las empresas. A raíz de la recuperación económica ocurrida en España a partir de 1985, la Bolsa pasa a tener una mayor importancia en la capitalización de las empresas. Esto se tradujo en un aumento considerable de los volúmenes de capitalización, así como en el número de empresas que solicitan su admisión a cotización. Así, 1987 fue el primer año donde el número de empresas que cotizan se incrementó, aumentando desde 312 empresas en 1986 hasta 328 en 1987.

Los mecanismos de salida a Bolsa han sufrido una transformación en su desarrollo, existiendo un antes y un después de octubre de 1987. Con anterioridad a esta fecha, el sistema de oferta pública y colocación privada no estaba muy desarrollado. Los sindicatos de aseguradores sólo se organizaban en

casos muy especiales, y, en general, el mercado mostraba una gran capacidad para absorber la oferta de nuevas acciones. Esta práctica ha cambiado desde esa fecha, y prácticamente todas las colocaciones (así como ampliaciones de capital y bonos convertibles) están ahora aseguradas.

La oferta de nuevas acciones se ha colocado principalmente en el mercado interior, debido a la capacidad de absorción por el inversor nacional, el pequeño tamaño de las emisiones y la preferencia de muchos emisores por colocaciones minoritarias. En realidad, sólo para algunas emisiones se ha organizado una línea institucional (Amper, Ence, Endesa y Repsol), a pesar de que la colocación institucional fue llevada a cabo en algunos casos meses después de la oferta pública (Viscofan).

Las técnicas de colocación también han cambiado desde la ya reseñada crisis de octubre de 1987. El volumen de ofertas públicas de venta ha bajado en beneficio de colocaciones privadas, en parte debido a las fluctuaciones del mercado, y con el objetivo de aumentar la liquidez de las acciones.

En general, los propietarios de empresas que cotizan en Bolsa han utilizado esta vía como forma de desinversión, con un coste fiscal mínimo, en algunos casos, debido a la peculiaridad del tratamiento fiscal de los derechos de suscripción. En realidad, sólo en algunos casos aislados las colocaciones de nuevas acciones se han utilizado para satisfacer nuevas necesidades de capital. El tratamiento fiscal de los derechos de suscripción ha variado a partir de 1989. Este cambio discrimina positivamente a las empresas que ya cotizan en Bolsa o piensan acceder a ella, ya que la venta de estos derechos está exenta de tributación, significando únicamente un menor coste de la cartera, de forma que los títulos quedan por un menor coste de adquisición a efectos de las posibles plusvalías derivadas de ventas futuras.

El intervalo necesario para obtener la admisión en Bolsa de acciones colocadas ha sido, generalmente, alto. Así, el período medio entre el fin de la oferta pública, o de colocación, y la admisión efectiva era aproximadamente de 40 días, aunque con una gran variación según el tipo de empresa.

Otra faceta importante dentro de las salidas a Bolsa en España ha sido la de los procesos de privatización de empresas públicas. Estos procesos han tenido connotaciones diferentes a los de otros países europeos, sobre todo comparando el papel tan limitado jugado por el mercado. Los procesos de privatización, con salida de parte de su capital a Bolsa, se han limitado a pocas empresas; tan sólo Amper, Gesa, Gas Madrid, Acesa, Repsol y, recientemente, Ence y Endesa. El tamaño medio de la emisión es de 6.606 millones de pesetas, con un máximo de 135.575 millones y un mínimo de 46 millones. Existen únicamente ocho empresas que superan este tamaño medio de emisión, lo que su-

pone un 14 por 100, mientras que el 86 por 100 restante está por debajo, lo que parece indicar poca liquidez de estas empresas y, en general, del mercado. Existe gran diferencia entre el tamaño medio de emisión de las empresas públicas y privadas, siendo éste de 41.196 millones para las públicas y de 2.358 para las privadas.

III. ANALISIS EMPIRICO

El período de análisis de este estudio abarca desde 1986 a 1990. El número de empresas seleccionadas ha sido de 60, de las cuales dos eran empresas extranjeras, que posteriormente fueron desechadas del análisis por su heterogeneidad con respecto al resto de empresas españolas. Por lo tanto, el análisis se ha llevado a cabo con 58 empresas, de las cuales siete son públicas (2).

El cálculo de riesgo individual ha llevado a reducir la muestra a 41 empresas, debido a que muchas de ellas no presentaban suficientes observaciones para su estimación. Se ha llevado a cabo también una división entre empresas grandes y pequeñas. El criterio seguido ha sido evaluar el volumen de ventas anterior a su salida a Bolsa; así, con un volumen superior a 20.000 millones se considera que una empresa es grande, y con un volumen inferior, que es pequeña. En resumen, la muestra se divide en 26 empresas pequeñas y 15 empresas grandes.

El examen de la evidencia relativa a las salidas a Bolsa entre 1986 y 1990 muestra, en primer lugar, un claro efecto de plusvalía inicial y, en segundo lugar, un efecto de ineficiencia del mercado; es decir, que las acciones de las empresas que salen a Bolsa obtienen rendimientos superiores a los del índice bursátil. Examinemos sucesivamente estos dos aspectos.

El cuadro n.º 1 indica los principales estadísticos relativos a la plusvalía inicial. La diferencia entre el precio de colocación y el primer precio de cotización es de un 22 por 100. Como es natural, la corrección por riesgo en un período que corresponde esen-

CUADRO NUM. 1
PLUSVALIA INICIAL EN BOLSA (*)
1986-1990

MODELOS	N	Media (Porcentaje)	SD (Porcentaje)	Asimetría
Rendimientos medios ... ($\beta = 0$)	58	22,4 (5,13)	33,3	0,9702
Rendimientos ajustados por índice de mercado .. ($\beta = 1$)	58	22,3 (5,1)	33,3	0,9816

(*) Rendimientos obtenidos el primer día.

GRAFICO 1
EXCESO DE RENDIMIENTOS MEDIOS ACUMULADOS

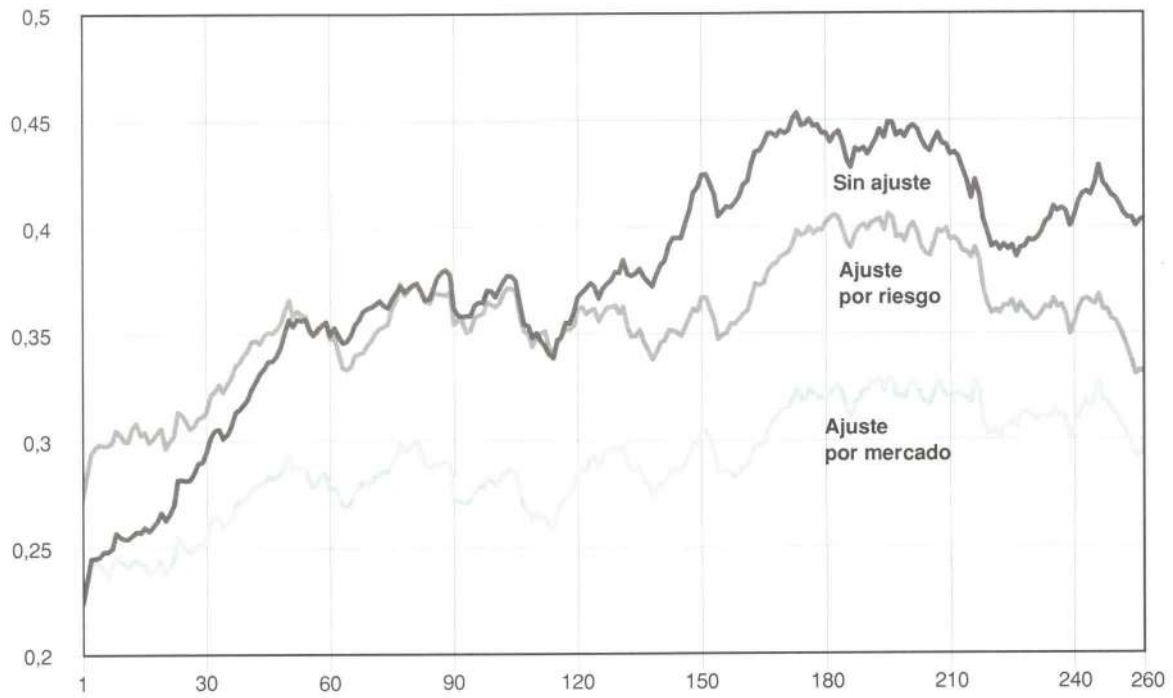
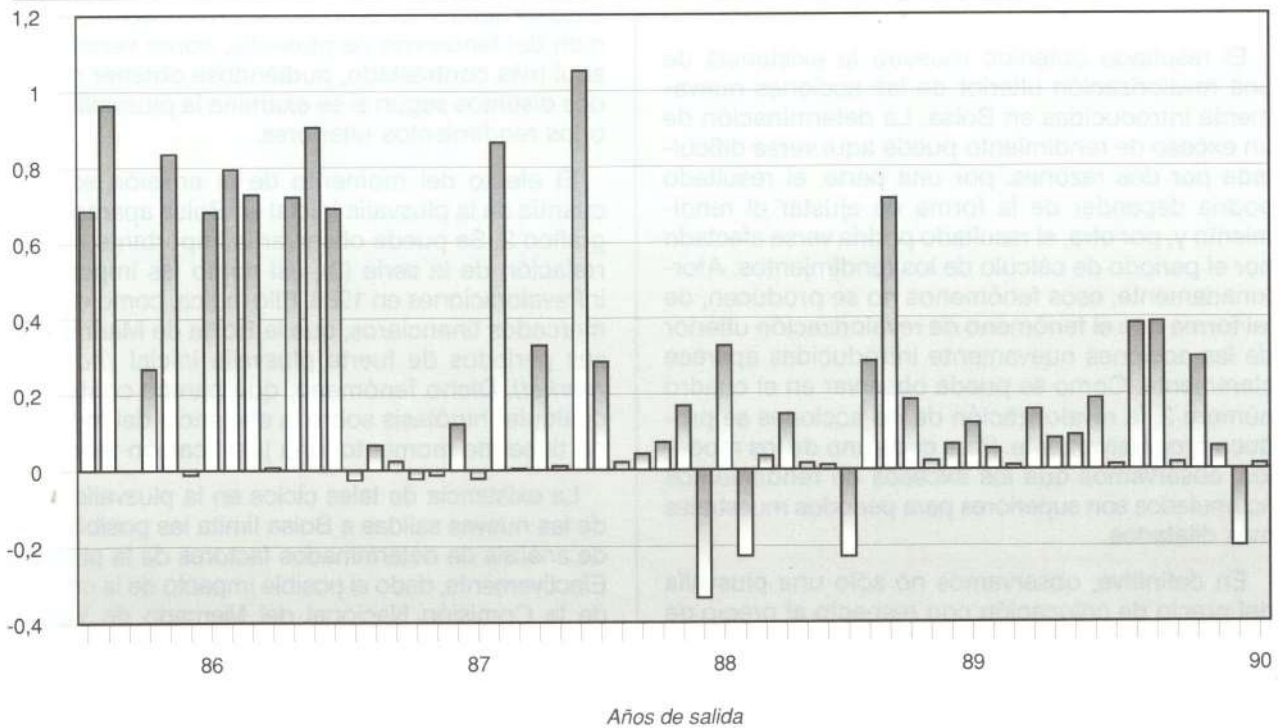


GRAFICO 2
RENDIMIENTOS DE LA PRIMERA COTIZACION



cialmente a un solo día no modifica los resultados. La plusvalía inicial es claramente significativa, con un estadístico t de Student superior a 5. Se aprecia una gran volatilidad en estas nuevas acciones en Bolsa medida en términos de desviación típica, alcanzando ésta un 33 por 100. La plusvalía inicial del mercado de Madrid es superior en unos 6 puntos porcentuales a la de los mercados estadounidenses, por lo que dicho orden de magnitud no es sorprendente. Sin embargo, dicho resultado puede depender del período muestral utilizado en nuestro estudio, puesto que, como veremos, la plusvalía inicial presenta un carácter cíclico. En cuanto a la evolución de los rendimientos a partir del segundo día de cotización, deben ser analizados a partir de un modelo de mercado bursátil que permita valorar el riesgo. Si el mercado es eficiente, los excesos de rendimiento, ρ_{jt} , tienen una esperanza matemática igual a cero.

$$E[\rho_{jt}] = 0 \quad \begin{matrix} j = 1, \dots, n \\ t = 2, \dots, T \end{matrix}$$

siendo t el número de períodos desde el momento de la emisión y $t=1$ el período que se extiende hasta la primera cotización de la acción (T representa el final del período de análisis), y j cada empresa individual (siendo n el número total de empresas a analizar).

Ello implica que el exceso de rendimiento medio en el período t es:

$$E \left[\sum_{t=2}^T \sum_{j=1}^n \frac{1}{n} \rho_{jt} \right] = 0$$

El resultado obtenido muestra la existencia de una revalorización ulterior de las acciones nuevamente introducidas en Bolsa. La determinación de un exceso de rendimiento puede aquí verse dificultada por dos razones: por una parte, el resultado podría depender de la forma de ajustar el rendimiento y, por otra, el resultado podría verse afectado por el período de cálculo de los rendimientos. Afortunadamente, esos fenómenos no se producen, de tal forma que el fenómeno de revalorización ulterior de las acciones nuevamente introducidas aparece claramente. Como se puede observar en el cuadro número 2, la revalorización de las acciones se produce progresivamente. Para cada uno de los modelos, observamos que los excesos de rendimientos acumulados son superiores para períodos muestrales más dilatados.

En definitiva, observamos no sólo una plusvalía del precio de colocación con respecto al precio de primera cotización, sino también una plusvalía del precio de primera cotización. El conjunto de estos dos efectos aparece en el gráfico 1, en el que se refleja el exceso de rendimientos medios acumulados.

CUADRO NUM. 2

EVOLUCION DE LOS RENDIMIENTOS MEDIOS ACUMULADOS A PARTIR DE LA FECHA DE PRIMERA COTIZACION

MODELO	Periodo muestral	Media (Porcentaje)	SD (Porcentaje)	T
Rendimientos medios ($\beta = 0$)..	1 mes	3,4	0,2	14,61
	3 meses	8,5	0,4	17,43
	6 meses	11,6	0,3	32
	1 año	15,12	0,3	44,8
Rendimientos ajustados por índice de mercado ($\beta = 1$)	1 mes	1,9	0,09	20,97
	3 meses	4,1	0,2	19,69
	6 meses	5,1	0,14	35,64
	1 año	6,7	0,15	44,32
Rendimientos ajustados por riesgo ($\beta = 1$)	1 mes	2,8	0,12	23,42
	3 meses	5,5	0,2	20,68
	6 meses	6,9	0,18	37,41
	1 año	8,3	0,16	49,41

IV. LOS FACTORES DE LA INFRAVALORACION

En el análisis de los determinantes de la plusvalía de una acción nuevamente introducida en Bolsa, debemos limitarnos a examinar el efecto de un conjunto de variables reducido que puedan ser explicativas en el contexto financiero español. Dentro de este conjunto de variables, algunas son idénticas a las utilizadas en el análisis de mercados extranjeros, mientras que otras son específicas. Entre las primeras, examinamos el momento de salida al mercado, así como el volumen de la emisión, que indica la posible liquidez que tendrá ésta; entre las segundas, consideramos las empresas públicas que han salido a Bolsa dentro del proceso de privatización. El examen del fenómeno de plusvalía, como veremos, es aquí más contrastado, pudiéndose obtener resultados distintos según si se examina la plusvalía inicial o los rendimientos ulteriores.

El efecto del momento de la emisión sobre la cuantía de la plusvalía inicial en Bolsa aparece en el gráfico 2. Se puede observar la importante autocorrelación de la serie (3), así como las importantes infravaloraciones en 1986. Ello indica, como en otros mercados financieros, que la Bolsa de Madrid tiene sus períodos de fuerte plusvalía inicial (*hot issue market*). Dicho fenómeno, que parece contradecir cualquier hipótesis sobre la eficiencia del mercado, no tiene, de momento, una justificación teórica.

La existencia de tales ciclos en la plusvalía inicial de las nuevas salidas a Bolsa limita las posibilidades de análisis de determinados factores de la plusvalía. Efectivamente, dado el posible impacto de la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, hubiera sido interesante reproducir el análisis de Frennd y Westerfield (1975), que demostraba que el cambio en la regulación de información financiera en Estados Unidos había tenido un efecto positivo sobre las nuevas salidas a Bolsa. Sin embargo, el tamaño de nuestra

GRAFICO 3
EXCESO DE RENDIMIENTOS MEDIOS ACUMULADOS
(Ajustados por riesgo)



GRAFICO 4
EXCESO DE RENDIMIENTOS MEDIOS ACUMULADOS
(Ajustados por riesgo)

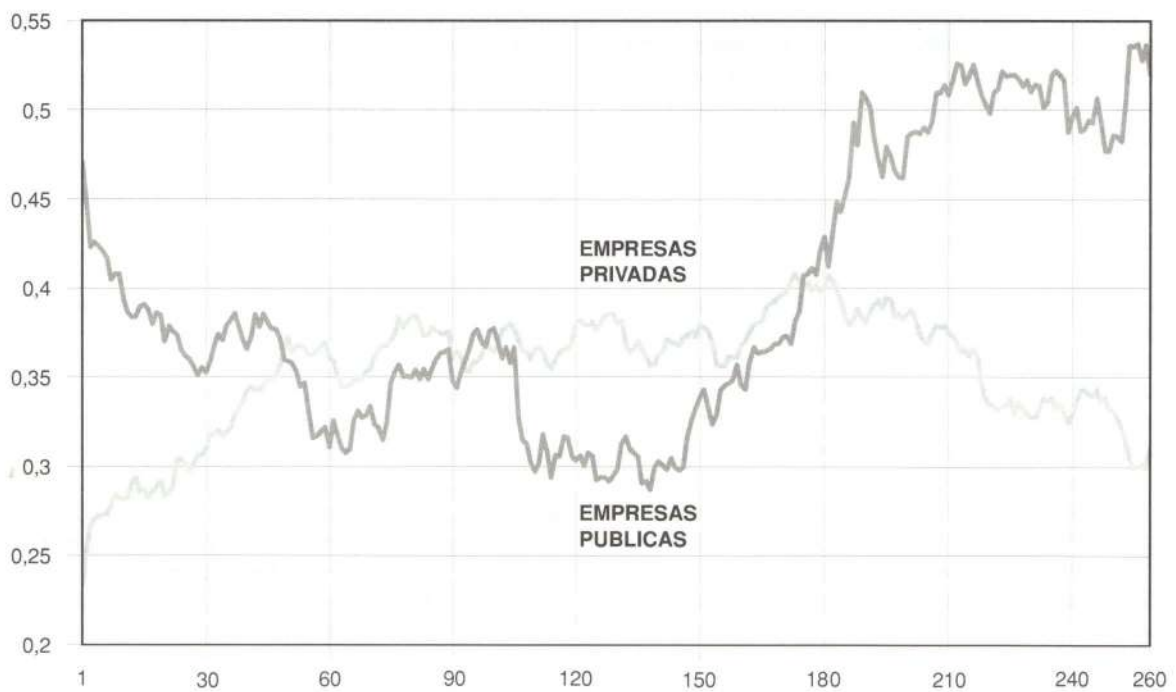


GRAFICO 5
EXCESO DE RENDIMIENTOS MEDIOS ACUMULADOS
(Ajustados por riesgo)



muestra no nos permite poner de manifiesto el efecto de creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como un fenómeno distinto del efecto cíclico mencionado. El examen de los rendimientos acumulados antes y después de la creación de la CNMV podría interpretarse de dos formas distintas: afirmando que la creación de la CNMV ha tenido por efecto una disminución de la plusvalía de las salidas a Bolsa, o bien diciendo que en 1986 dicha plusvalía era particularmente importante.

El segundo factor que puede influir en el comportamiento de las cotizaciones en las nuevas salidas a Bolsa es el tamaño de las empresas, que puede estar correlacionado con el volumen de acciones introducidas en Bolsa. El gráfico 3 muestra el comportamiento de los rendimientos medios acumulados para pequeñas y grandes empresas, y también para aquellas empresas grandes que no son públicas. Curiosamente, las grandes empresas tienen rendimientos acumulados que disminuyen durante el primer mes. Para dichas empresas, pues, no existe una revalorización ulterior de la acción, sino una desvalorización durante el período que va hasta seis meses después de la emisión. Para examinar si existe una diferencia de comportamiento, debemos analizar, por una parte, si existe una diferencia en la plusvalía inicial y, por otra, si existe una diferencia en los rendimientos medios acumulados al cabo de cierto tiempo. En cuanto a la plusvalía inicial, el resultado obtenido es negativo: no existe diferencia

significativa en el rendimiento inicial entre pequeñas y grandes empresas en el mercado español (el valor del estadístico *t* de Student es de 0,35). Desde este punto de vista, la Bolsa de Madrid presenta un contraste importante con otras bolsas extranjeras. Sin embargo, el análisis de los rendimientos bursátiles al cabo de un mes, tres meses, seis meses y un año muestra que, para cada uno de dichos períodos, la diferencia entre los rendimientos medios de ambos grupos de empresas sí es significativamente distinto de cero. Sin embargo, este fenómeno puede verse originado simplemente por el llamado efecto tamaño (Rubio, 1986).

Por último, dada la existencia de un importante proceso de privatización de las empresas públicas en España, es importante examinar si la salida a Bolsa de dichas empresas se ha realizado siguiendo las mismas pautas que para empresas comparables. Efectivamente, es interesante contrastar si las empresas públicas tienen una mayor plusvalía por razones asociadas a la diferencia entre la función objetivo de una empresa privada y la función objetivo del Estado en el proceso de privatización. La diferencia en los rendimientos acumulados entre empresas privadas y empresas públicas, aparece en el gráfico 4. En él observamos una importante plusvalía inicial de las empresas públicas. Al mismo tiempo, los tests realizados sobre rendimientos acumulados ulteriores muestran que éstos son distintos de los de las empresas privadas, con la única excepción

del período que va desde el inicio de la cotización hasta los seis meses. Ello muestra que el precio de primera cotización de ambos tipos de empresas podría no corresponder a un valor de equilibrio en el mercado. Dado que las empresas públicas tienen mayor tamaño, es interesante examinar cuál ha sido el comportamiento entre empresas del mismo tamaño, pero de distinta titularidad. Esto se puede observar en el gráfico 5, donde se aprecia cómo las grandes empresas privadas han tenido un comportamiento significativamente distinto del de las grandes empresas públicas. El análisis de la plusvalía inicial, así como del rendimiento ulterior, muestra que la diferencia entre ambos grupos de empresas es significativamente distinta de cero. El resultado obtenido es, por lo tanto, matizado: las empresas públicas tienen una mayor plusvalía inicial que las empresas privadas. Esto es particularmente significativo para empresas del mismo tamaño, mientras que se mitiga cuando se incluyen empresas pequeñas, las cuales tienen un rendimiento muy superior a las grandes, motivado, en parte, por su mayor riesgo (medido en términos de desviación típica), así como por su menor liquidez (medida por el volumen de emisión).

V. CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que se pueden extraer del estudio sobre las salidas en la Bolsa de Madrid son, principalmente, que existe una plusvalía inicial en las empresas que salen por primera vez a Bolsa, siendo esta plusvalía superior a las de otros mercados financieros extranjeros. Por otra parte, el rendimiento medio acumulado al cabo de un año de cotización es positivo, y significativamente distinto de cero. Este resultado aleja al mercado español de la teoría de eficiencia de los mercados de capitales, algo que comparte con la mayoría de los mercados europeos y americanos.

Otras conclusiones, más matizadas, hacen referencia a los factores que explican esta plusvalía. De entre éstos, destacan el carácter público o privado de la empresa y el tamaño de ésta. Lo que se puede afirmar es que existe una clara diferencia en la cuantía de plusvalía inicial entre empresas públicas y privadas (a favor de las públicas), y entre pequeñas y grandes (a favor de las pequeñas). Esta diferencia se mantiene a lo largo del período observado de cotización, lo que induce a pensar que su comportamiento ha sido muy diferente. Estas últimas consideraciones deben ser tomadas con cautela, ya que la muestra es pequeña y, además, la falta de liquidez provoca la ausencia de observaciones para numerosos días.

NOTAS

(1) Una explicación atractiva de este fenómeno es la propuesta por Rock (1986), que supone que existen inversores informados y no informados, lo cual implica que, para que la inversión en una empresa que sale a Bolsa permita obtener un rendimiento igual al del mercado para los inversores no informados, es necesario que exista infravaloración. Una explicación alternativa es la propuesta por Tiniç (1988).

(2) Dentro de este grupo de empresas, se incluyen tanto empresas públicas (Endesa, Ence y Repsol) como empresas privadas con participación mayoritaria de capital público (Amper, Gesa, Gas Madrid y Acesa). En ambos casos, la salida a Bolsa de parte de capital público se ha considerado como un proceso de privatización.

(3) El coeficiente de autocorrelación para el caso español es de 0,64, comparable a los obtenidos por Ibbotson y Jaffe (0,73) y Ritter (0,62).

BIBLIOGRAFIA

- AYLING, D. (1990), «The small firm effect on new issues of common stocks when listing requirements differ between exchanges», *Research Papers in Banking and Finance* n.º 90/22, Institute of European Finance.
- FREIXAS, X., y INURRIETA, A. (1991), «Infravaloración en las salidas a Bolsa», *Documento de Trabajo*, 91-21, FEDEA.
- FREND, y WESTERFILED, (1975), «Required Disclosure and the Stock Market: Comment», *The American Economic Review*, vol. 65, número 3, págs. 467-472.
- HUSSON, B., y JACQUILLAT, B. (1983), *Sous-évaluation des titres et méthodes d'introduction au second marché*, CEREG, 8904.
- IBBOTSON, R. (1975), «Price performance of common stock new issues», *Journal of Financial Economics*, vol. 2, págs. 235-272.
- y JAFFE, J. (1975), «"Hot issue" markets», *Journal of Finance*, volumen 30, págs. 1027-1042.
- IBBOTSON, R.; SINDELAR, J., y RITTER, J. (1988), «Initial public offerings», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, páginas 37-45.
- REILLY, F. (1973), «Further evidence on short-run results for new issue investors», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, January, págs. 83-103.
- (1977), «New issues revisited», *Financial Management*, páginas 28-42.
- REILLY, F., y HATFIELD, K. (1969), «Investor experience with New Stock Issues», *Financial Analysts Journal*, September-October, páginas 73-80.
- RITTER, J. (1984), «The "hot issue" market of 1980», *Journal of Business*, vol. 57, págs. 215-240.
- (1991), «The long-run performance of initial public offerings», *The Journal of Finance*, vol. 46, March, págs. 3-27.
- ROCK, K. (1986), «Why new issues are underpriced», *Journal of Financial Economics*, vol. 15, págs. 187-212.
- RUBIO, G. (1986), «Further international evidence on asset pricing: The case of the Spanish capital market», *Journal of Banking and Finance*.
- TINIÇ (1988), «Anatomy of initial public offerings of common stock», *Journal of Finance*, vol. 43, págs. 789-822.

APENDICE I
LISTA DE EMPRESAS

ENDESA (*)	IMISA	ELOSUA	B. BOBADILLA	BANCO MAPFRE
GAS MADRID (*)	SISTEMAS AF	ENCE (*)	AVIDESA	SINDIBANK
GESA (*)	TYCSA	FRIMANCHA	AGROFRUSE	REPSOL (*)
H. C. CORTES	ELECNOR	GARAVILLA	TIPEL	ERCOS
AFORASA	LINGOTES	INPACSA	LIWE	P. INMOBILIARIA
COSMOS	DIMETAL	KANGUROS	INFO-PROY	RENFILE
HISALBA	IND. BESOS	P. NAVARRA	OCISA	VOLKSWAGEN
AMPER (*)	RADIOTRONICA	PASCUAL	UNILAND	COMMERZBANK
AZCOYEN	INTERCLISA	R.ZUBIRI	ERPO	—
CESELSA	XEY	UNIPAPEL	PROSEGUR	—
C. Y. APLIC.	N. CORREA	VISCOFAN	MIDESA	—
IB-MEI	ANAYA	ACEPROSA	ACESA (*)	—
IB. DEL FRIO	CAMPOFRIO	AL. S. ANTONIO	EUROPISTAS	—

(*) Pública o con participación mayoritaria de capital público. Véase la nota 2 del texto.

APENDICE II

<i>EMPRESAS</i>	<i>Precio de salida</i>	<i>Tasa de apreciación (+) o depreciación (-) 1.º día (*)</i>	<i>Volumen (millones ptas.)</i>	<i>Fecha de salida</i>
ENDESA	1.400	34	74.200	1/ 6/88
GAS MADRID	3.375	69	5.495	15/12/87
GESA	1.912,5	28	8.205	26/11/86
ACERINOX	5.000	0	5.500	30/10/86
H. C. CORTES	2.750	73	2.723	29/ 6/87
AFORASA	1.375	-2	3.713	9/ 3/88
COSMOS	2.375	-5	2.410	15/ 4/88
HISALBA	1.000	27	1.166	17/ 6/88
AMPER	1.720	96	3.468	26/ 5/86
AZCOYEN	6.750	7	3.572	17/ 8/88
CE SELSA	3.110	104	2.488	8/ 6/88
C. Y. APLIC.	4.350	2	3.907	6/ 6/88
IB-MEI	4.000	85	1.191	21/ 4/88
IB. DEL FRIO	7.060	2	900	26/ 7/88
SISTEMAS AF	2.875	88	1.208	24/11/87
TYCSA	3.500	0	534	3/12/86
ELEC NOR	3.875	0	900	21/ 3/88
LINGOTES	4.110	0,1	300	14/ 7/88
DIMETAL	7.910	1	490	3/ 1/89
IND. BESOS	1.900	12	262,2	23/ 5/89
RADIOTRONICA	7.800	18	175	5/10/89
INTERCLISA	12.800	-19	467,3	20/ 8/90
XEY	4.900	7	390	25/ 7/89
N. CORREA	4.950	6	1.188	19/ 5/89
ANAYA	7.000	39	5.335,3	25/ 1/90
CAMPOFRIO	14.950	5	8.396	1/ 8/88
ELOSUA	4.300	2	5.294	28/12/87
ENCE	4.850	13	17.726	12/ 4/88
FRIMANCHA	7.000	-33	200	6/ 9/88
GARAVILLA	2.675	14	430,1	9/12/88
INPACSA	2.750	-22	3.221	2/ 2/89
KANGUROS	2.240	4	175,1	30/ 9/88
P. NAVARRA	3.500	-1	2.797	17/ 6/87
PASCUAL	3.040	32	2.198	13/ 9/88
R. ZUBIRI	4.180	2	3.016	19/ 2/88
UNIPAPEL	2.500	69	400	8/ 5/86
VISCOFAN	3.500	82	525	1/12/86
ACEPROSA	2.000	28	378,1	23/ 2/89
AL. S. ANTONIO	1.900	15	1.396,7	21/ 7/89
B. BOBADILLA	1.425	1	775	28/11/89
AVIDESA	5.000	2	650	14/ 2/90
AGROFRUSE	1.190	0	523,8	26/ 4/88
TIPEL	1.430	30	400	4/ 6/90
LIWE	4.970	2	407,2	16/ 5/89
INFO-PROY	4.900	6	1.200,5	12/ 6/89
OCISA	12.500	6	302,4	1/ 8/90
UNILAND	10.500	38	11.954	30/11/89
ERPO	3.875	69	280	20/ 2/87
PROSEGUR	4.180	79	150	14/ 4/87
MIDESA	15.000	9	45,7	1/ 8/89
ACESA	707,5	74	43.700	15/ 5/87
EUROPISTAS	1.400	-22	7.489	19/ 9/88
BANCO MAPFRE	2.500	0	400	4/12/90
SINDIBANK	2.675	72	1.250	10/ 3/89
REPSOL	1.700	18	135.575	11/ 5/89
ERCOS	6.000	0	180	21/12/87
P. INMOBILIARIA	5.150	16	1.250	31/ 8/88
RENFILA	2.580	2	300	29/12/88

(*) Tasa calculada como el logaritmo neperiano del cociente entre la cotización del primer día y el precio de colocación.

APENDICE LEGISLATIVO

Ley 13/1985, de 25 de marzo (*BOE* del 28), con las modificaciones introducidas por: Ley 37/1988, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1988, y Ley 13/1992, de 1 de junio.

Real Decreto 1343, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (*BOE* del 7 de diciembre).

Orden de 30 de diciembre de 1992 sobre normas de solvencia de las Entidades de Crédito (*BOE* del 8 de enero de 1993).

Circular 5/1993, de 26 de marzo, a Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (*BOE* del 8 de abril).

Ley 13/1985, de 25 de mayo (BOE del 28), con las modificaciones introducidas por Ley 37/1988, de 28 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1989, y Ley 13/1992, de 1 de junio.

La evolución del sistema financiero durante los últimos años recomendaba establecer las nuevas bases que regulasen en el futuro tanto los coeficientes de inversión de las entidades de depósito y otros intermediarios financieros como el coeficiente de garantía.

La normativa actual de los *coeficientes de inversión* se había ido generando a lo largo de los últimos años mediante acumulación de una serie de medidas de muy diverso rango, inconexas, heterogéneas e incluso contradictorias; no pocas de las cuales, agotada su utilidad real, han seguido vigente por simple inercia. Ello hacía conveniente una refundición y simplificación del actual esquema.

Pero a estas razones de actualización legislativas se unían motivos sustanciales que pueden resumirse como sigue: la necesidad de redefinir la base de cómputo del coeficiente para que alcance los nuevos instrumentos de captación de ahorro aparecidos en los últimos años, tal y como se hizo en la Ley 26/1983, de Coeficientes de Caja de los Intermediarios Financieros; la exigencia de aplicar a todas las entidades de depósito un tratamiento uniforme, suprimiendo las ventajas o agravios comparativos hoy en día existentes; la conveniencia de revisar los tipos de interés de las financiaciones privilegiadas amparadas por los coeficientes aproximándolos a los de mercado con el fin de evitar subvenciones encubiertas e injustificadas y, por último, la urgencia de establecer transitoriamente un esquema claro de financiación del déficit presupuestario, de tal forma que éste no perjudique la política de control monetario ni presione excesivamente sobre los mercados de capitales.

Respecto a la reforma del *coeficiente de garantía*, ha de tenerse muy presente que en la actualidad el nivel mínimo de recursos propios de los bancos y de las cooperativas de crédito se define sobre los depósitos y bonos de caja. Las cajas de ahorro, por su parte, no tienen formalmente un coeficiente similar, aún cuando deben aceptar ciertas limitaciones en funciones de esa relación. Y si bien es cierto que el volumen de depósitos y títulos constituye una aproximación al volumen de negocio de las entidades de depósito, no refleja adecuadamente el nivel de los riesgos asumidos por ellas y a cuya cobertura se destinarían los recursos propios.

Los propósitos que justifican esta reforma son: establecer un criterio sobre los recursos propios de las entidades más ajustado técnicamente a sus verdaderas necesidades; abrir nuevas opciones a aquellas que cuenten con recursos insuficientes; resolver el problema de la ineficacia de los recursos propios aparentes, resultante de relaciones de grupo.

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 149.11 de la Constitución y siguiendo la jurisprudencia reiterada establecida por el Tribunal Constitucional, la presente Ley formula unos principios básicos de carácter económico y financiero, cuya regulación corresponde exclusivamente al Estado. Concretamente, se establecen medidas que permiten la financiación de aquellas actividades consideradas prioritarias de acuerdo con las exigencias de la economía general, en el sentido del artículo 38 de la Cons-

titución y tendentes a garantizar la solvencia de las entidades de depósito. En el primer caso se respetan las competencias de las comunidades autónomas para calificar los activos que puedan corresponderles.

Los criterios de reforma expuestos se llevan a cabo mediante esta Ley, que marca tan sólo los futuros principios rectores de los coeficientes de inversión, pues, por tratarse de un instrumento de política financiera de carácter general, se hace preciso adecuarla con flexibilidad a la coyuntura y a las necesidades de cada momento. Por ello, la Ley establece un conjunto de facultades que el Gobierno y el Ministerio de Economía y Hacienda utilizarán, dentro de los límites en ella fijados, para proteger un área de libertad de gestión de los intermediarios financieros y reducir la incidencia de las obligaciones que los coeficientes de inversión les imponen.

En cuanto al coeficiente de garantía, la Ley propone, con carácter general para todas las Entidades de depósito, un cambio en el criterio de definición de los recursos propios mínimos necesarios, que ahora se establecen en función de las inversiones realizadas y de los riesgos asumidos. Dado que este coeficiente está directamente relacionado con la seguridad de las Entidades de depósito, la Ley encomienda al Banco de España, como autoridad supervisora de las Entidades, la concreción técnica del nivel mínimo de recursos propios, siguiendo el presente de otras normativas extranjeras sobre la materia. No obstante, la Ley precisa los conceptos que componen los recursos propios.

Como novedades destacables, la Ley introduce entre los posibles recursos propios la figura de las obligaciones subrogadas, préstamos participativos o similares. Sin perjuicio de su uso por otras entidades, esta figura puede ser muy útil en el saneamiento de aquéllas que por su naturaleza jurídica no pueden emitir capital —cajas de ahorro— o experimentar dificultades y limitaciones para hacerlo —cooperativas de crédito—. El otro aspecto importante que la Ley regula es el de la deficiencia de los recursos propios como consecuencia de operaciones del grupo financiero —tales como autocartera— a través de instrumentales o filiales, participaciones cruzadas, financiación de la sociedad a los accionistas y otras diversas formas de enmascarar la situación real de estas entidades. Para atacar esos problemas de insuficiencia del capital, se establece la obligación de presentar cuentas consolidadas de las entidades de depósito y financieras entre las que se establezcan relaciones de dominio. En la definición de las entidades a consolidar, la Ley se inspira en la normativa de la VII Directiva de la Comunidad Económica Europea.

La Ley, en su *título tercero y último*, obliga a las entidades de depósito a publicar una serie de datos con objeto de permitir que sus accionistas o socios dispongan de la información precisa para valorar adecuadamente la situación presente y la previsible evolución futura de la sociedad.

TITULO PRIMERO

Inversiones obligatorias

Artículo primero

El Gobierno podrá establecer que los bancos privados, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las demás

entidades de crédito queden obligadas a destinar parte de los fondos reembolsables que captan de terceros a las inversiones establecidas en la presente Ley, en los términos en ella previsto (1).

Esta obligación de invertir se establece sin perjuicio de lo ordenado en la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, sobre Coeficientes de Caja de los Intermediarios Financieros.

Artículo segundo

1. Para la determinación de la obligación a que se refiere el artículo primero de esta Ley se tendrán en cuenta los recursos que el Ministerio de Economía y Hacienda fije, entre los procedentes de terceros que hayan sido captados, garantizados o intermediados por las entidades afectadas, cualquiera que sea la naturaleza jurídica de los medios o instrumentos utilizados, siempre que la entidad esté obligada o comprometida a la devolución de los fondos. Podrán exceptuarse los recursos obtenidos por movilización de activos de la cartera u otros instrumentos financieros que por su naturaleza, impliquen necesariamente su inversión en activos específicos.

2. No se considerarán recursos computables los provenientes de entidades sometidas a las obligaciones de inversión previstas en la presente Ley y de entidades oficiales de crédito.

3. Las obligaciones de invertir podrán referirse tanto a los saldos de los recursos computables como a sus instrumentos en periodos determinados.

Artículo tercero

1. Los activos en que habrán de materializarse las obligaciones de invertir consistirán en financiaciones al sector público español, así como otras que tengan por objeto el fomento de la exportación, la inversión o el empleo, la protección de los sectores retrasados o la reestructuración de la economía y la atención de necesidades de carácter social.

2. El Gobierno determinará, con carácter general para todas las entidades, y sin perjuicio de las facultades que puedan corresponder a las comunidades autónomas, los activos en que se materializarán las obligaciones de inversión reguladas en este título. Asimismo, podrá señalar otros activos específicos para determinadas entidades, cuando esto venga justificado por su especialización.

3. *El Gobierno podrá exigir que los activos calificados para cubrir las obligaciones de inversión reguladas en este título estén dentro de unos límites máximos y mínimos de rentabilidad.*

Artículo cuarto

1. *Los activos calificados por las comunidades autónomas en uso de las competencias que puedan corresponderles en esta materia en relación con las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito y que se incluyan en la cobertura de las obligaciones de inversión reguladas en este título, no podrán exceder del 20 por 100 de los activos de cobertura de las entidades afectadas, excluidos los títulos, emitidos por el Tesoro o el Estado para atender los fines generales, o los dirigidos a la financiación del crédito oficial o sustitutoria de éste, aplicándose aquel*

porcentaje sobre la proporción que supongan los recursos computables obtenidos por las entidades dentro del territorio de la correspondiente comunidad autónoma, respecto de los recursos computables totales.

2. Los activos calificados por las comunidades autónomas estarán sujetos a las limitaciones de rentabilidad que se establezcan en virtud del número 3 del artículo tercero.

Artículo quinto

1. El importe de la obligación de invertir a que se refiere la presente Ley no podrá exceder del 35 por 100 de los recursos computables. Su cuantía se fijará periódicamente por el Gobierno en forma de coeficiente y en función de las exigencias generales de financiación definidas en el artículo tercero de esta Ley.

2. Dentro del coeficiente fijado en virtud del número precedente, el Gobierno podrá establecer un porcentaje de los recursos computables no superior al 15 por 100, a cubrir exclusivamente con títulos de deuda a corto plazo o medio emitida por el Tesoro o el Estado, que se declaren expresamente aptos para este fin. Los porcentajes que el Gobierno establezca para los demás activos computables no podrán exceder en conjunto del 25 por 100.

3. El Banco Exterior de España destinará la totalidad del porcentaje de sus recursos computables a la financiación de la exportación.

4. Las cajas rurales destinarán hasta el 25 por 100 de sus activos computables al fomento de la agricultura, las industrias agrícolas y la mejora del medio rural.

«Título segundo.—Coeficiente de solvencia y limitaciones a la actividad de las entidades de crédito por razones de solvencia (2).

Artículo sexto

1. Los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable de entidades de crédito, deberán mantener en todo momento un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. En especial, deberán mantener un coeficiente de solvencia igual o superior al porcentaje que reglamentariamente se determine. A estos efectos, el coeficiente de solvencia se define como la relación existente entre los recursos propios y la suma de los activos, las posiciones y las cuentas de orden sujetos a riesgo, ponderados con arreglo a los criterios previstos en el número siguiente.

2. Reglamentariamente se determinarán las clases de riesgo que deban ser objeto de la cobertura citada en el número precedente, la ponderación de las diferentes inversiones, operaciones o posiciones, y los posibles recargos por concentración de riesgos.

3. Por el mismo procedimiento se podrán imponer límites máximos a las inversiones en inmuebles u otros inmovilizados; a las acciones y participaciones; a los activos, pasivos o posiciones en moneda extranjera; a los riesgos que puedan contraerse con una misma persona, entidad o grupo económico; y, en general, a aquellas operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados para

la solvencia de las entidades. Los límites podrán graduarse atendiendo a las características de los diferentes tipos de entidades de crédito.

Artículo séptimo

1. A los efectos del presente título, los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito comprenderán el capital social, el fondo fundacional, las reservas, los fondos y provisiones genéricos, los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorro y los de educación y promoción de las cooperativas de crédito, las financiaciones subordinadas y las demás partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas.

De estos recursos se deducirán las pérdidas, así como cualesquiera activos que puedan disminuir la efectividad de dichos recursos para la cobertura de pérdidas.

2. Reglamentariamente se determinarán las partidas que integrarán los recursos propios y sus deducciones, pudiendo establecerse limitaciones o condiciones a aquellas que presenten una eficacia reducida para la cobertura de pérdidas.

Artículo octavo

1. Para el cumplimiento del coeficiente de solvencia y, en su caso, de las limitaciones previstas en los artículos sexto y décimo de las entidades de crédito consolidarán sus estados contables con los de las demás entidades de crédito o entidades financieras que constituyan con ellas una unidad de decisión.

2. A los efectos de esta Ley, para determinar si varias entidades constituyen una unidad de decisión se atenderá a los criterios previstos en el artículo 4.º de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

3. Se considerará que un grupo de entidades financieras constituye un grupo consolidable de entidades de crédito cuando se dé alguna de las circunstancias siguientes:

- a) Que una entidad de crédito controle a las demás entidades.
- b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades de crédito.
- c) Que una persona física, un grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable con arreglo a la presente Ley, controle a varias entidades, todas ellas de crédito.

Cuando una entidad de crédito susceptible de adherirse a un Fondo de Garantía de Depósitos quede integrada en un grupo de entidades financieras y, por razones excepcionales debidamente acreditadas con ocasión de la autorización de su constitución o toma de control, no se dé ninguna de las circunstancias señaladas en el párrafo precedente, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, de la Dirección General de Seguros, podrá acordar que el grupo tenga la consideración de grupo consolidable de entidades de crédito y quede, por consiguiente, sometido a supervisión en base consolidada por el Banco de España.

4. Reglamentariamente se determinarán los tipos de entidades financieras que deberán incluirse en el grupo consolidable de entidades de crédito a que se refiere el número anterior.

En todo caso, formarán parte del grupo consolidable:

- a) Las entidades de crédito.
- b) Las sociedades y agencias de valores.
- c) Las sociedades de inversión mobiliaria.
- d) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, así como las sociedades gestoras de fondos de pensiones cuyo objeto exclusivo sea la administración y gestión de los mencionados fondos.
- e) Las sociedades gestoras de cartera.
- f) Las sociedades de capital riesgo y las gestoras de fondos de capital riesgo.
- g) Las entidades cuya actividad principal sea la tendencia de acciones o participaciones.

Asimismo formarán parte del grupo consolidable las sociedades instrumentales cuya actividad principal suponga la prolongación del negocio de alguna de las entidades incluidas en la consolidación, o incluya la prestación a éstas de servicios auxiliares.

El Banco de España podrá autorizar la exclusión individual de una entidad de crédito o de una entidad financiera del grupo consolidable de entidades de crédito cuando se dé cualquiera de los supuestos previstos en el número 2 del artículo 43 del Código de Comercio, o cuando la inclusión de dicha entidad en la consolidación resulte inadecuada para el cumplimiento de los objetivos de la supervisión de dicho grupo.

5. Las entidades aseguradoras no formarán parte en ningún caso de los grupos consolidables de entidades de crédito.

6. Reglamentariamente podrá regularse la forma en que las reglas que esta Ley contempla sobre recursos propios y supervisión de los grupos consolidables de entidades de crédito deban ser aplicables a los subgrupos de entidades de crédito, entendiéndose por tales aquellos que, incluyendo entidades de tal naturaleza se integren, a su vez, en un grupo de mayor extensión.

Asimismo, se podrá regular la forma en que las indicadas reglas se aplicarán a las entidades de crédito afiliadas a un organismo central, siempre que éste las controle, dirija, garantice sus obligaciones y se cumplan los demás requisitos que se prevean al efecto.

De igual forma podrá regularse el modo de integración del subgrupo en el grupo, y la colaboración entre los organismos supervisores.

7. Cuando existan entidades extranjeras susceptibles de integrarse en un grupo consolidable de entidades de crédito, reglamentariamente se regulará el alcance de la supervisión en base consolidada a cargo del Banco de España, atendiendo, entre otros criterios, al carácter comunitario o extracomunitario de las entidades, su naturaleza jurídica y grado de control.

8. El deber de consolidación establecido en el artículo 42 del Código de Comercio se entenderá cumplido

mediante la consolidación a que se refiere el presente artículo en aquellos grupos de sociedades cuya entidad dominante sea una entidad de crédito o una sociedad cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en entidades de crédito.

Ello se entiende sin perjuicio de la obligación de consolidar entre sí que pueda existir para las filiales que no sean entidades financieras, en los casos que proceda de acuerdo con el señalado artículo 42 del Código de Comercio.

Artículo noveno

1. La determinación de las normas de consolidación de cuentas de los grupos consolidables de entidades de crédito se llevará a cabo según el procedimiento que se establezca de acuerdo con lo dispuesto en el número 1 del artículo 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. Esta determinación se efectuará respetando los principios que sobre la presentación de las cuentas de los grupos de sociedades se contienen en el Libro Primero del Código de Comercio y sus disposiciones de desarrollo, si bien podrán introducirse las adaptaciones de obligado cumplimiento que resulten necesarias para los grupos de entidades de crédito.

La obligación de formular y aprobar las cuentas y el informe de gestión consolidados, así como de proceder a su depósito, corresponderá a la entidad dominante; no obstante, en el caso contemplado en la letra c) del apartado 3 del artículo octavo anterior, la entidad obligada será designada por el Banco de España, entre las entidades de crédito del grupo.

Las cuentas y el informe de gestión consolidados de los grupos de entidades de crédito deberán ser sometidos al control de auditores de cuentas en los términos establecidos en el artículo 42 del Código de Comercio y demás normativa aplicable. No obstante, el nombramiento de los auditores de cuentas corresponderá, en todo caso, a la entidad obligada a formular y aprobar dichas cuentas e informe conforme a lo dispuesto en el párrafo precedente.

2. El Banco de España, así como las comunidades autónomas en el ámbito de sus competencias, podrán requerir a las entidades sujetas a consolidación de un grupo consolidable de entidades de crédito cuanta información sea necesaria para verificar las consolidaciones efectuadas y analizar los riesgos asumidos por el conjunto de las entidades consolidadas; asimismo, podrán, con igual objeto, inspeccionar sus libros, documentación y registros.

Cuando de las relaciones económicas, financieras o gerenciales de una entidad de crédito con otras entidades quepa presumir la existencia de una relación de control en el sentido indicado, sin que las entidades hayan procedido a la consolidación de sus estados contables, el Banco de España, así como las comunidades autónomas en el ámbito de sus competencias, podrán solicitar informaciones a esas entidades o inspeccionarlas, a los efectos de determinar la procedencia de la consolidación.

3. El Banco de España, así como las comunidades autónomas en el ámbito de sus competencias, podrán solicitar información de las personas físicas e inspeccionar a las entidades no financieras con las que exista una relación de control en el sentido establecido por el número 2 del artículo anterior, a efectos de determinar su incidencia

en la situación jurídica, financiera y económica de las entidades de crédito y de sus grupos consolidables.

4. Con independencia de la suficiencia de recursos propios a nivel consolidado, el Banco de España vigilará la situación individual de solvencia de cada una de las entidades de crédito que compongan los grupos definidos en la presente Ley.

Cuando la especial situación de una entidad de crédito integrada en un grupo consolidable de entidades de crédito lo aconseje, así como en aquellos supuestos que reglamentariamente se determinen, podrá el Banco de España requerir el cumplimiento individual del coeficiente de solvencia a niveles inferiores o incluso iguales al establecido para las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable de entidades de crédito. Asimismo, podrá el Banco de España tomar las medidas necesarias para asegurar una distribución adecuada de los recursos propios y riesgos entre las entidades que compongan el grupo consolidable.

Artículo décimo

1. En los términos que se determinen, reglamentariamente, se deducirán de los recursos propios del grupo consolidable de entidades de crédito, o de una entidad de crédito no perteneciente a un grupo consolidable, la mayor de las cuantías:

a) El importe total de sus participaciones cualificadas en empresas que no tengan el carácter de entidades de crédito, entidades aseguradoras o entidades financieras de otro tipo, o de sociedades instrumentales de las anteriores conforme a lo dispuesto en el número 4 del artículo octavo, en la parte en que dicho importe total exceda del 60 por 100 de los recursos propios de la entidad o grupo consolidable.

b) El importe de las participaciones cualificadas en cada empresa o grupo de empresas que no tengan el carácter de entidades de crédito, entidades aseguradoras o entidades financieras de otro tipo, o de sociedades instrumentales de las anteriores, en la parte de cada participación que exceda del 15 por 100 de los recursos propios de la entidad o grupo consolidable.

2. A efectos de lo dispuesto en este artículo, se entenderá por participación cualificada la posesión, directa o indirecta, de al menos el 10 por 100 del capital o de los derechos de voto de una empresa, o la posibilidad de ejercer, en los términos que reglamentariamente se establezcan, una influencia notable en la gestión de una empresa de la cual se sea socio.

3. No se incluirán en las reglas contenidas en el número uno anterior las participaciones que no revistan el carácter de inmovilizaciones financieras. Reglamentariamente se establecerán otras excepciones a dichas reglas en atención a la temporalidad en la posesión de las participaciones a causa de operaciones de asistencia financiera a empresas en crisis, aseguramiento y suscripción de emisiones de valores, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena o a otras causas especiales que lo justifiquen de forma suficiente.

Artículo undécimo

1. Cuando una entidad de crédito o un grupo consolidable de entidades de crédito no alcancen los niveles mínimos de recursos propios establecidos, la entidad, o todas y cada una de las entidades consolidables, deberán destinar a la formación de reservas los porcentajes de sus beneficios o excedentes líquidos que reglamentariamente se establezcan, sometiendo a tal efecto su distribución a la previa autorización del Banco de España.

La autorización se entenderá otorgada si transcurrido un mes desde la recepción por el Banco de España de la oportuna solicitud no se hubiera producido resolución expresa.

2. Las entidades de crédito o los grupos consolidables de entidades de crédito que vulneren las limitaciones que se puedan establecer en virtud del número 3 del artículo sexto, adoptarán, en las condiciones que reglamentariamente se determine, las medidas necesarias para retornar al cumplimiento de las normas infringidas.

3. La apertura de nuevas oficinas por las entidades de crédito que incurran en los supuestos de los números 1 y 2 anteriores quedará sometida a la previa autorización del Banco de España o, en su caso y previo informe favorable del Banco de España, a la de las comunidades autónomas competentes en la materia.

4. Las cajas de ahorros deberán destinar a reservas, o a fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, un 50 por 100, como mínimo, de sus excedentes líquidos. Este porcentaje podrá ser reducido por el Banco de España cuando los recursos propios superen en más de un tercio los mínimos establecidos.

5. El Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previa consulta con las autoridades a quien compete la vigilancia de la obra benéfico-social de las cajas de ahorros, podrá autorizar, con carácter excepcional, la aplicación de porcentajes de dotación a reservas inferiores al que figura en el número 4 anterior, o a los que se establezcan en función del número 1 de este artículo, cuando la inversión o mantenimiento de obras sociales anteriormente autorizadas, propias o en colaboración, no pudiera ser atendida con el fondo para la obra benéfico-social que resultase de la aplicación de los números citados. En tal caso, esas cajas no podrán incluir en sus presupuestos inversiones en obras nuevas, propias o en colaboración.

6. Lo dispuesto en los números 1 y 2 anteriores se entiende sin perjuicio de la aplicación de las sanciones que en cada caso procedan según la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.

Artículo duodécimo

1. Cuando en un grupo consolidable de entidades de crédito existan otros tipos de entidades financieras sometidas a requerimientos específicos de recursos propios, el grupo deberá alcanzar, a efectos de suficiencia de tales recursos, la más alta de las magnitudes siguientes:

a) La necesaria para alcanzar el porcentaje que se establezca conforme a lo previsto en el número 1 del artículo sexto.

b) La suma de los requerimientos de recursos propios establecidos para cada clase de entidades integrantes del grupo, calculados de forma individual o subconsolidada, según sus normas específicas.

2. El cumplimiento por el grupo de lo dispuesto en el número precedente no exonerará a las entidades financieras que no sean de crédito integradas en él de cumplir individualmente sus requerimientos de recursos propios. A tal efecto, dichas entidades serán supervisadas en base individual por el organismo que corresponda a su naturaleza.

En el caso de las entidades de crédito integradas en el grupo consolidable, se estará a lo dispuesto en el número 4 del artículo noveno.

3. Toda norma que se dicte en desarrollo de lo que esta Ley prevé y pueda afectar directamente a entidades financieras sujetas a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o de la Dirección General de Seguros se dictará previo informe de éstas.

4. Siempre que en un grupo consolidable de entidades de crédito existan entidades sujetas a supervisión en base individual por organismo distinto del Banco de España, éste, en el ejercicio de las competencias que esta Ley le atribuye, deberá actuar de forma coordinada con el organismo supervisor que en cada caso corresponda. El Ministro de Economía y Hacienda podrá dictar las normas necesarias para asegurar la adecuada coordinación.

Artículo decimotercero

1. Los requerimientos de recursos propios y los límites a la concentración de riesgos o a la posesión de participaciones cualificadas establecidos o previstos en este título no se aplicarán a las sucursales de entidades de crédito que tengan su sede central en otros Estados miembros de las Comunidades Europeas y estén sujetas a la supervisión prudencial de éstos.

2. En los términos que reglamentariamente se determinen, tampoco serán exigibles las obligaciones que se establezcan con arreglo al presente título a las sucursales de las demás entidades de crédito extranjeras sujetas a requisitos equivalentes.»

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera. Las entidades de financiación de ventas a plazo de bienes de equipo que fueron reguladas en su día por el Decreto-ley 57/1962, de 27 de diciembre, se regirán en lo sucesivo por el Real Decreto 896/1977, de 28 de marzo, disposiciones concordantes o las que en su día lo sustituyan.

Las operaciones de financiación realizadas hasta la entrada en vigor de esta Ley continuarán bajo el régimen del citado Decreto-ley 57/1962, de 27 de diciembre.

Las fusiones que se produzcan entre las entidades de financiación acogidas al Decreto-ley 57/1962, de 27 de diciembre, y las del Real Decreto 896/1977, de 28 de marzo, gozarán de las oportunas exenciones fiscales.

Segunda. Las entidades de depósito y otras privadas distintas de las reguladas por la Ley 33/1984, de 2 de

agosto, sobre ordenación del seguro privado, en cuyos estatutos se hubiese autorizado con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Ley, la posibilidad de efectuar operaciones de seguros diferentes de las de la Seguridad Social obligatoria, no podrán ampliar su actividad a nuevas modalidades de seguros y quedarán sometidas a las siguientes normas:

a) No estarán sujetas, en cuanto a las operaciones de seguros, a los coeficientes de caja e inversión y cualquier otro típico de sus actividades como entidades de depósitos.

b) Deberán llevar las operaciones de seguro con absoluta separación contable y económico-financiera respecto del resto de las operaciones que realicen. Asimismo, dentro del plazo de dos años a partir de la entrada en vigor de la presente Ley, deberán contar con un patrimonio afecto exclusivamente a las operaciones de seguros, el cual estará jurídicamente separado de los demás elementos patrimoniales de la entidad y responderá sólo de las resultas de tales operaciones de aseguramiento, sin que tampoco puedan estas últimas recaer jurídicamente sobre el restante patrimonio de la entidad.

c) Les serán de plena aplicación las normas específicas reguladoras de las operaciones de seguros y de la actividad aseguradora con exención de lo relativo a la denominación y objeto social y al régimen de estatutos de la entidad, si bien no podrán en ningún caso ser cesionarias en todo o en parte de carteras de seguros, a partir de la entrada en vigor de la presente Ley.

Tercera (3).

DISPOSICION TRANSITORIA

1. Hasta que se desarrollen los títulos primero y segundo, las entidades de depósito seguirán cumpliendo los coeficientes de inversión obligatoria, de garantía, las reglas de constitución de reservas y los límites de inversión y riesgos vigentes con anterioridad a la entrada en vigor de la presente Ley.

2. «Las entidades de crédito que el día 1 de enero de 1993 superen los porcentajes fijados en el número 1 del artículo décimo, dispondrán, a partir de esa fecha, de un

plazo de diez años durante el cual no se aplicarán las deducciones previstas en dicho artículo.

El Banco de España supervisará la evolución de los activos sometidos a los citados límites y podrá, durante el plazo señalado, prohibir a aquellas entidades de crédito acogidas a lo dispuesto en el párrafo precedente la elevación o ampliación de las señaladas participaciones cualificadas.»

DISPOSICIONES FINALES

Primera.—1. Se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España, para establecer la definición de las técnicas de cómputo de las obligaciones establecidas en los títulos primero y segundo de esta Ley y la determinación de los conceptos contables a que se refieren los activos y recursos mencionados en ellos o en las normas que los desarrollen.

2. El Ministerio de Economía y Hacienda podrá delegar estas funciones en el Banco de España.

Segunda.—1. Se encomienda al Banco de España la vigilancia del cumplimiento de las obligaciones establecidas en virtud de los títulos primero y segundo de esta Ley, sin perjuicio de que las comunidades autónomas puedan ejercerla dentro del ámbito de sus competencias.

2. El incumplimiento por las entidades obligadas de las obligaciones del título primero y por las entidades de depósito o por las entidades financieras cuyos balances deban consolidarse con las de aquéllas, de las derivadas del título segundo, será sancionado en la forma prevista por la legislación especial que les sea aplicable y, en su defecto, en la prevista por la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946.

Tercera.—La presente Ley entrará en vigor el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

DISPOSICION DEROGATORIA

A partir de la entrada en vigor de la presente Ley quedan derogadas cuantas disposiciones de igual o menor rango se opongan a lo en ella establecido y, especialmente, las siguientes:

Titulo	Contenido	Alcance
Decreto de 14 de marzo de 1933	Se aprueba el Estatuto de las Cajas de Ahorro Popular	Artículo 33, 2.º párrafo, y artículo 35
Ley de 31 de diciembre de 1946	De ordenación bancaria	Artículo 44, b), 46 y 53
Ley 45/1960, de 21 de julio	Sobre creación de fondos nacionales para la aplicación social del impuesto y el ahorro	Artículos 17 a 26
Decreto-ley 53/1962, de 29 de noviembre	Sobre bancos industriales y de negocios	Artículos 7 y 8
Decreto-ley 56/1962, de 6 de diciembre	Sobre carteras y coeficientes de los bancos privados	Artículos 2, 7 y 8
Decreto-ley 57/1962, de 27 de diciembre	Sobre entidades de financiación de ventas a plazos	Totalidad
Decreto 715/1964, de 26 de marzo	Sobre inversiones de las cajas de ahorro	Totalidad
Decreto-ley 8/1966, de 3 de octubre	Sobre estímulo al ahorro y otras materias	Artículo 14,1, b), c) y 2
Ley 31/1968, de 27 de julio	Por la que se establece el régimen de incompatibilidades y limitaciones de los presidentes, consejeros y altos cargos ejecutivos de la banca privada	Artículo 5, párrafo 2

<i>Título</i>	<i>Contenido</i>	<i>Alcance</i>
Decreto 702/1969, de 26 de abril	Sobre incompatibilidades de altos cargos y límite en la concesión de créditos	Artículos 3, 4 y 5
Decreto 2307/1970, de 16 de julio	Sobre inversiones de las cajas de ahorro	Totalidad
Decreto 2732/1976, de 30 de octubre	Sobre inversiones de las cajas de ahorro	Totalidad
Ley 13/1971, de 19 de junio	Sobre ordenación y régimen de crédito oficial	Disposición adicional cuarta con la redacción dada por el Real Decreto-ley 35/1977, de 13 de junio; transitoria tercera
Decreto 1472/1971, de 9 de julio	Sobre coeficiente de inversión de la banca privada	Totalidad
Real Decreto-ley 15/1977, de 25 de febrero	Sobre medidas fiscales, financieras y de inversión pública	Artículo 38,1 y 2
Real Decreto 2227/1977, de 29 de julio	Sobre derogación junta de inversiones	Totalidad
Real Decreto 2291/1977, de 27 de agosto	Sobre regionalización de las inversiones de las cajas de ahorro	Totalidad
Real Decreto 2860/1978, de 3 de noviembre	Por el que se regulan las cooperativas de crédito	Artículo 4.2
Real Decreto 1670/1980, de 31 de julio	Sobre coeficientes de préstamos de regulación especial de cajas de ahorros (pagarés SENPA)	Totalidad
Real Decreto 2869/1980, de 30 de diciembre	Sobre orden de prioridad en la computabilidad de valores de las comunidades autónomas	Totalidad
Real Decreto 73/1981, de 16 de enero	Sobre financiación a largo plazo de las cajas de ahorro	Totalidad
Real Decreto 1619/1981, de 22 de mayo	Sobre porcentajes de fondos públicos de comunidades autónomas	Totalidad
Real Decreto 3113/1981, de 13 de noviembre	Sobre condiciones de calificación automática de emisiones computables	Totalidad
Real Decreto 502/1983, de 9 de marzo	Sobre distribución de excedentes líquidos de las cajas de ahorro	Totalidad
Ley 26/1983, de 26 de diciembre	Sobre coeficientes de caja de los intermediarios financieros	Disposición transitoria primera
Real Decreto 360/1984, de 8 de febrero	Sobre coeficiente de préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro	Totalidad
Real Decreto-ley 6/1984, de 8 de junio	Por el que se fija un coeficiente de inversión en títulos de Deuda Pública del Tesoro o del Estado	Totalidad

NOTAS

- (1) Ver Ley 37/1988, de 28 de diciembre.
- (2) Ver Ley 13/1992, de 1 de junio.
- (3) Derogada por la Ley 13/1992, de 1 de junio.

Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (BOE del 7 de diciembre).

El presente Real Decreto desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, dedicando sendos Títulos a los Capítulos de la Ley que tratan de las entidades de crédito y sus grupos (Título I), de las sociedades y agencias de valores y sus grupos (Título II), de las entidades aseguradoras y sus grupos (Título III) y finalmente de los otros grupos consolidables de entidades financieras (Título IV).

No ha sido objeto de desarrollo el Capítulo V de la Ley que regula los grupos mixtos no consolidables, por considerarse prematuro, dada la complejidad de la materia y no ser tan acuciante su regulación. En cambio se ha incluido un Título Preliminar que, a modo de pórtico, contiene una serie de disposiciones comunes a todos los grupos facilitando la comprensión del resto del articulado y evitando reiteraciones innecesarias.

Con este Real Decreto se persigue alcanzar plenamente los siguientes objetivos ya enunciados en la Ley que desarrolla:

En primer lugar transponer adecuadamente Directivas ya aprobadas por la Comunidad Europea (la Directiva 89/299/CEE, de 17 de abril de 1989, relativa a los fondos propios de las entidades de crédito; parcialmente, la Directiva 89/646/CEE, de 15 de diciembre de 1989, Segunda Directiva bancaria; la Directiva 89/647/CEE, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito; parcialmente, la Directiva 91/674/CEE, de 19 de diciembre de 1991, sobre cuentas anuales y cuentas consolidadas de las empresas de seguros, y la Directiva 92/30/CEE, de 6 de abril de 1992, relativa a la supervisión en base consolidada de las entidades de crédito), o de inmediata aprobación (la propuesta de Directiva sobre vigilancia y control de las operaciones de gran riesgo de las entidades de crédito, y la propuesta de Directiva sobre adecuación del capital de las empresas de Inversión y las entidades de crédito).

De esta forma nuestro ordenamiento jurídico incorpora toda la normativa comunitaria reguladora de la solvencia de las entidades financieras. En esta transposición late la preocupación de no someter a las entidades financieras españolas a un régimen más riguroso que el exigido por las Directivas, si bien en algún caso excepcional se ha optado por someterlas a medidas adicionales consideradas imprescindibles para garantizar su buena salud financiera. No hay que olvidar que la necesaria competitividad de nuestras entidades frente a las extranjeras también puede verse incrementada por su correcta supervisión prudencial y la confianza que ello genera.

En segundo lugar, se da una respuesta adecuada a uno de los fenómenos más relevantes y complejos de los sistemas financieros modernos como es la existencia de grupos integrados con frecuencia por entidades de muy distinta naturaleza y sujetos a la supervisión de organismos públicos diferentes. Así, en este Real Decreto, y siguiendo el método de llegar a regulaciones especiales partiendo de enunciados más generales, se definen los diferentes

tipos de grupos, se establecen sus exigencias de recursos propios y se articulan mecanismos de supervisión en base consolidada.

Dado el carácter unitario del sistema financiero y la afinidad esencial de las entidades que lo integran, también se ha pretendido que en la regulación específicamente aplicable a cada tipo de entidades exista un notable grado de homogeneidad. En este sentido y siguiendo el mandato de la Ley, las reglas de solvencia atienden más a la naturaleza objetiva de los riesgos inherentes a cada operación financiera, que al tipo de entidad que la realiza.

Otro objetivo perseguido por la norma es reforzar la colaboración entre los distintos Organismos supervisores, única forma de atender adecuadamente a esquemas organizativos cada vez más sofisticados. A esta finalidad también responde la posibilidad de crear un Registro de grupos de entidades financieras en el Ministerio de Economía y Hacienda.

Finalmente, se ha intentado que la regulación fuese lo más completa posible ya que la novedad e importancia de su objeto así lo exigía. No obstante, en muchas ocasiones ha sido inevitable la remisión a disposiciones de rango inferior únicas apropiadas para regular los aspectos más mudables y de detalle.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de acuerdo con el Consejo de Estado y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 6 de noviembre de 1992.

DISPONGO :

Título preliminar

Disposiciones comunes

Capítulo I

Grupos de entidades financieras

Artículo 1. Concepto.

Los grupos de entidades financieras a los que se refieren los Capítulos I al V, ambos inclusive, de la Ley 13/1992, de 1 de junio, son aquellos conjuntos de entidades de esa naturaleza en los que concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

- a) Que una entidad financiera controle a una o varias entidades financieras.
- b) Que una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no financiera controle a varias entidades financieras.

Artículo 2. Control de una entidad.

1. Para determinar si existe una relación de control se atenderá a los criterios previstos en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

2. La no inclusión en el grupo de una entidad financiera en la que se posea una participación igual o superior al 20 por 100 de su capital o de sus derechos de voto se deberá

justificar ante el organismo responsable de la supervisión o la vigilancia del grupo.

Artículo 3. *Entidades financieras.*

1. A los efectos del presente Real Decreto tendrán la consideración de entidades financieras las siguientes:

- a) Las entidades de crédito.
- b) Las sociedades y agencias de valores.
- c) Las entidades aseguradoras.
- d) Las sociedades de inversión mobiliaria.
- e) Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, así como las sociedades gestoras de fondos de pensiones, cuyo objeto social exclusivo sea la administración y gestión de los citados fondos.
- f) Las sociedades gestoras de cartera.
- g) Las sociedades de capital-riesgo y las gestoras de fondos de capital-riesgo.
- h) Las entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones.
- i) Las entidades, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

Asimismo, y aunque no tengan la consideración de entidades financieras, formarán parte de los grupos de éstas las sociedades instrumentales cuya actividad suponga la prolongación del negocio de una entidad financiera, o consista fundamentalmente en la prestación a entidades del grupo de servicios auxiliares, tales como tenencia de inmuebles o activos materiales, prestación de servicios informáticos, de tasación, de representación, de mediación u otros similares.

Se entenderá que la actividad principal de una entidad es la tenencia de acciones o participaciones cuando, en la fecha de referencia señalada en el artículo 9, más de la mitad de su activo esté compuesto por inversiones financieras permanentes en capital, sea cual sea la actividad, objeto social o estatuto de las entidades participadas.

2. Los fondos de inversión, de pensiones, de capital-riesgo y los demás patrimonios separados carentes de personalidad jurídica no serán considerados entidades financieras.

Artículo 4. *Entidades integrantes de los grupos de entidades financieras por criterios de nacionalidad.*

1. Si la entidad dominante es una entidad financiera española, en el grupo se integrarán todas las entidades financieras controladas por ella, cualquiera que sea su nacionalidad, domicilio o naturaleza jurídica, y con independencia del país donde desarrollen sus actividades.

2. Cuando se esté en alguno de los supuestos contemplados en el apartado b) del artículo 1 de este Real Decreto, o cuando la dominante sea una entidad financiera extranjera, el correspondiente grupo estará compuesto por las entidades financieras de nacionalidad española y, en su caso, las filiales de estas últimas que sean entidades

financieras, cualquiera que sea su nacionalidad, domicilio o naturaleza jurídica, y con independencia del país donde desarrollen sus actividades.

Artículo 5. *Grupo económico.*

A efectos del presente Real Decreto, tendrá la consideración de grupo económico un conjunto de empresas o entidades, cualquiera que sea la actividad u objeto social de las mismas, que constituya una unidad de decisión, según lo dispuesto en el artículo 4 de la ley del Mercado de Valores.

Capítulo II

Grupos consolidables de entidades financieras

Artículo 6. *Consolidación de los grupos de entidades financieras.*

1. Con la salvedad mencionada en el apartado 3 siguiente, las entidades financieras componentes de un mismo grupo consolidarán entre sí sus estados contables, en los términos que se establezcan en la normativa específica de cada tipo de grupos de entidades financieras.

2. Las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados de los grupos de entidades financieras deberán ser sometidas a la auditoría de cuentas regulada por la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas. Dichos estados contables, así como sus correspondientes informes de auditoría, serán depositados en el Registro Mercantil, de acuerdo con el Código de Comercio y sus normas de desarrollo.

3. Por excepción, no se consolidarán los estados contables de las entidades de seguros y sus grupos, por una parte, con los de las entidades de crédito y las sociedades y agencias de valores y sus respectivos grupos, por otra, sin perjuicio de las operaciones contables que sea preceptivo realizar cuando concurren los supuestos previstos en el Capítulo V de la Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre reglas especiales de vigilancia aplicables a los grupos mixtos no consolidables de entidades financieras, y en las disposiciones que lo desarrollen.

Artículo 7. *Tipos de grupos consolidables de entidades financieras.*

1. A los efectos de este Real Decreto, son grupos consolidables de entidades financieras los siguientes:

- a) Los grupos consolidables de entidades de crédito, regulados en el Título I.
- b) Los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores, regulados en el Título II.
- c) Los grupos consolidables de entidades aseguradoras, regulados en el Título III.
- d) Los otros grupos consolidables de entidades financieras, regulados en el Título IV.

2. Las entidades financieras que integren, en cada caso concreto, un grupo consolidable podrán estar sujetas individualmente a la misma o a diferentes clases de reque-

rimientos de recursos propios, siendo de aplicación en este último caso lo previsto en el artículo 14.

Artículo 8. *Entidad obligada.*

1. De acuerdo con lo establecido en la Ley 13/1992 y en los siguientes Títulos de este Real Decreto, en cada grupo consolidable de entidades financieras existirá una entidad que deberá cumplir los deberes que se mencionan en el número siguiente y los demás exigibles con arreglo a la normativa que resulte de aplicación.

2. La entidad obligada tendrá, entre otros, los siguientes deberes:

a) Formular y aprobar las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados correspondientes al grupo.

b) Designar a los auditores de cuentas del grupo.

c) Depositar en el Registro Mercantil, de acuerdo con la normativa que resulte de aplicación, las cuentas anuales y el informe de gestión consolidados y el informe de los auditores de cuentas del grupo.

d) Los deberes que se deriven de las relaciones con el organismo responsable de la supervisión del grupo, tales como elaborar y remitir documentación e informaciones relativas al grupo, atender los requerimientos y facilitar las actuaciones inspectoras del organismo supervisor, y los demás que se prevean en la normativa aplicable; todo ello sin perjuicio de que el organismo responsable de la supervisión del grupo pueda dirigirse directamente a las entidades componentes del mismo.

3. Las sanciones correspondientes a las infracciones del grupo consolidable, en cuanto tal, se impondrán a la entidad obligada del grupo y, si procede, a sus administradores y directivos.

Artículo 9. *Fecha de referencia para la existencia de un grupo consolidable de entidades financieras.*

Las participaciones a considerar en la definición de un grupo consolidable de entidades financieras serán las existentes en la fecha a que se refieran los estados contables consolidados, cualquiera que haya sido su permanencia en las carteras de las entidades del grupo.

Artículo 10. *Subgrupos consolidables de entidades financieras.*

1. A los efectos de este Real Decreto tendrá la consideración de subgrupo consolidable de entidades financieras un conjunto de éstas cuya configuración responda a alguno de los tipos previstos en el artículo 7, que a su vez se integre en un grupo consolidable de mayor extensión y de tipo diferente.

2. A efectos de su supervisión prudencial, las entidades integrantes de un subgrupo consolidable de entidades financieras consolidarán entre sí sus estados contables, sin perjuicio de que, a su vez, los estados correspondientes al subgrupo se consoliden con los de las restantes entidades componentes del grupo. A estos efectos, resultará aplicable a los subgrupos consolidables lo previsto en el apartado 3 del artículo 6 para los grupos consolidables.

3. En todo subgrupo existirá una entidad obligada a la que corresponderá el cumplimiento a nivel subconsolidado de los deberes previstos en el apartado 2 del artículo 8, en los términos siguientes:

a) Cuando el subgrupo carezca de una entidad dominante consolidable, sólo deberá cumplir los deberes contenidos en los párrafos b) y d) del citado apartado.

b) Cuando no se dé la circunstancia señalada en el párrafo precedente, la entidad obligada deberá cumplir todos los deberes relacionados con el apartado mencionado. En este supuesto se entenderá cumplido el deber de consolidación establecido en el apartado 2 del artículo 6 del Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas.

4. Las sanciones correspondientes a las infracciones del subgrupo consolidable, en cuanto tal, se impondrán a la entidad obligada del subgrupo, y, si procede, a sus administradores y directivos, sin perjuicio de las sanciones que pudieran corresponder a la entidad obligada del grupo consolidable en el que se integre aquél.

Capítulo III

Supervisión de los grupos consolidables de entidades financieras

Artículo 11. *Régimen de supervisión.*

1. Los grupos consolidables de Entidades financieras quedarán sometidos a un régimen de supervisión prudencial sobre una base consolidada. A estos efectos en cada caso existirá un Organismo estatal español responsable de esta supervisión de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 13/1992, de 1 de junio, y en los siguientes títulos de este Real Decreto.

La supervisión en base consolidada no será óbice para que todas o algunas de las Entidades componentes de los grupos consolidables de Entidades financieras estén también sometidas a supervisión individual o sobre una base subconsolidada. En especial, la inclusión en un grupo consolidable de una Entidad sujeta a supervisión individual por Organismo distinto del responsable de la supervisión del grupo no eximirá al primero de ellos del ejercicio de sus funciones.

2. La exclusión individual de una Entidad de la consolidación que se base en lo previsto en el apartado 2 del artículo 43 del Código de Comercio o en la normativa específica de cada tipo de grupos consolidables lo serán sin perjuicio de que el Organismo competente de la supervisión en base consolidada siga ejerciendo sobre dicha Entidad el control que le atribuya la normativa específica mencionada.

3. Los subgrupos consolidables de Entidades financieras serán supervisados, en cuanto tales, sobre una base subconsolidada.

Para la determinación del tipo de subgrupo consolidable de que se trate en cada caso, de la Entidad obligada, de los requerimientos específicos de recursos propios mínimos y del régimen y Organismo supervisor se aplicarán las reglas previstas al respecto para los distintos tipos de

grupos consolidables en los títulos siguientes de este Real Decreto.

Artículo 12. *Colaboración entre organismos supervisores.*

1. Cuando, además del organismo responsable de la supervisión de un grupo sobre base consolidada, existan otros organismos españoles responsables de la supervisión individual o sobre una base subconsolidada de entidades componentes del grupo, el primero de ellos deberá actuar de forma coordinada con los demás supervisores y todos deberán colaborar entre sí.

2. Si entidades extranjeras forman parte de grupos españoles o si entidades españolas forman parte de grupos extranjeros, los organismos responsables españoles colaborarán con las autoridades competentes extranjeras para facilitar la supervisión prudencial, a condición de reciprocidad y de respeto del secreto profesional. En el caso de las autoridades competentes de otros Estados miembros de las Comunidades Europeas, la supervisión prudencial se efectuará en los términos contenidos en las normas comunitarias o en los convenios celebrados a su amparo.

Capítulo IV

Requerimientos de recursos propios mínimos de los grupos consolidables de entidades financieras

Artículo 13. *Reglas generales.*

1. A los efectos del presente Real Decreto, se distinguirán las siguientes clases de requerimientos de recursos propios mínimos: El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, las exigencias de recursos propios de las sociedades y agencias de valores, el margen de solvencia de las entidades de seguros y, en general, cualesquiera otras reglas aplicables específicamente a éstas y a otras entidades financieras que relacionen sus recursos propios con los riesgos asumidos o con su volumen de negocio, incluyendo, en su caso, las que puedan dictar para las instituciones de inversión colectiva.

2. Cada tipo de grupos consolidables de entidades financieras deberá cumplir sus requerimientos específicos de recursos propios mínimos en los términos previstos en el respectivo Título de este Real Decreto, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo siguiente.

3. Los subgrupos consolidables de entidades financieras deberán cumplir a nivel subconsolidado los requerimientos de recursos propios mínimos que correspondan al tipo de subgrupo de que se trate, en aplicación de las reglas mencionadas en el apartado 3 del artículo 11 de este Real Decreto. Todo ello sin perjuicio de los que deban cumplir los grupos en los que se integren y de los que, en su caso, sean exigible a las entidades individuales.

Artículo 14. *Reglas particulares.*

1. Los recursos propios computables de un grupo consolidable en que se integren entidades financieras sometidas a requerimientos de recursos propios mínimos de distinta clase no podrán ser inferiores a la más alta de las magnitudes siguientes:

a) La necesaria para alcanzar los requerimientos de recursos propios mínimos específicos del tipo de grupo consolidable de que se trate.

b) La suma de los requerimientos de recursos propios mínimos establecidos para las entidades integrantes del grupo, calculados de forma individual o subconsolidada.

2. Aunque en un grupo consolidable se integren entidades sometidas a diferentes definiciones de recursos propios computables, únicamente computarán como recursos propios del grupo, en cuanto tal, aquellos elementos que se contemplen en las normas propias del tipo de grupo consolidable de que se trate. Igual regla se aplicará en lo referente a las deducciones de los recursos propios y a sus limitaciones.

3. A efectos de lo previsto en el párrafo b) del apartado 1 anterior, el cálculo para la aplicación a cada entidad componente del grupo consolidable, o para cada subgrupo consolidable, de sus requerimientos específicos de recursos propios mínimos, se realizará teniendo en cuenta las siguientes reglas:

1.ª Los activos representativos de participaciones en entidades consolidables, y los demás que no figuren en los estados contables consolidados, no implicarán exigencias de recursos propios.

2.ª Los elementos de recursos propios que, con arreglo a sus normas específicas, sean computables para alguna de las entidades individuales, o subgrupos de entidades, y que, sin embargo, no lo sean para el grupo en su conjunto, se deducirán de los requerimientos exigibles a estas entidades individuales o subgrupos, hasta donde éstos alcancen; las deducciones en los recursos propios que deban efectuarse según esas normas específicas individuales o del subgrupo, pero no según las normas del grupo en su conjunto, se sumarán a los citados requerimientos:

3.ª La exigencia de recursos propios correspondiente a entidades consolidables que no estén sometidas por naturaleza a requerimientos individuales de recursos propios será la más alta de las cuantías siguientes:

— Los capitales mínimos de constitución que, en su caso, les impongan su legislación especial.

— La resultante de aplicar a la entidad los requerimientos de recursos propios mínimos específicos del tipo de grupo consolidable en que se integre.

4. Se exceptúan de lo dispuesto en el párrafo a) del apartado 1 y en el apartado 3 los grupos consolidables de entidades aseguradoras, regulados en el Título III de este Real Decreto.

5. A fin de que el organismo responsable de la supervisión de un grupo consolidable en el que se integren entidades sometidas a distintas clases de requerimientos de recursos propios mínimos pueda controlar la aplicación de lo dispuesto en el párrafo b) del apartado 1 anterior, los restantes organismos responsables de la supervisión individual o en base subconsolidada de las entidades integrantes del grupo comunicarán a aquél, siempre que sea necesario y al menos dos veces al año, los requerimientos de recursos propios mínimos que, con arreglo a sus normas específicas, sean exigibles de forma individual o subconsolidada a las entidades sujetas a su supervisión,

los déficits que presenten en relación con tales requerimientos mínimos, y las medidas adoptadas para su corrección.

6. El organismo responsable de la supervisión del grupo consolidable informará a los restantes organismos con competencias supervisoras sobre entidades individuales, o sobre subgrupos del mismo, cuando lo considere necesario para la realización de sus respectivas funciones, de los déficits en los requerimientos de recursos propios mínimos exigibles al grupo y de las medidas adoptadas para su corrección.

Capítulo V

Otras disposiciones

Artículo 15. *Designación del organismo supervisor y Registro de Grupos.*

1. Los servicios competentes del Ministerio de Economía y Hacienda tramitarán los expedientes de designación del organismo responsable de la supervisión de los grupos consolidables de entidades financieras cuando concurren las circunstancias del artículo 65 de este Real Decreto o del segundo párrafo del apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, pudiendo, a estos efectos, solicitar de las entidades componentes del grupo las informaciones y datos necesarios.

Efectuada por el Ministerio de Economía y Hacienda dicha designación, ésta será notificada al organismo supervisor designado y a los demás organismos supervisores afectados, así como a los representantes del grupo.

2. El Ministerio de Economía y Hacienda podrá establecer, por sí o a través de los diferentes organismos de supervisión, un Registro de Grupos de Entidades Financieras en el que conste la composición y estructura de cada grupo.

Título I

Disposiciones relativas a entidades de crédito y sus grupos

Capítulo I

Grupos consolidables de entidades de crédito

Artículo 16. *Definición.*

1. Sin perjuicio de lo previsto en el segundo párrafo del artículo 8.3 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, los grupos consolidables de entidades de crédito son aquellos grupos de entidades financieras en los que concurre cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que una entidad de crédito controle a una o a varias entidades financieras.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades de crédito.

c) Que una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no

consolidable controle a varias entidades, todas ellas de crédito.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 4, la entidad dominante extranjera cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades de crédito, así como sus filiales consolidables, se integrarán en el grupo consolidable de entidades de crédito, a efectos de su supervisión por las autoridades españolas, cuando concurren simultáneamente los siguientes requisitos:

a) Que la nacionalidad de esa entidad dominante corresponda a algún país miembro de las Comunidades Europeas y ninguna de sus entidades de crédito filiales posea su misma nacionalidad.

b) Que se esté en presencia de cualquiera de los siguientes supuestos:

1.º Cuando las entidades de crédito de nacionalidad española sean las únicas filiales de esa naturaleza en el ámbito comunitario.

2.º Cuando, existiendo entidades de crédito filiales españolas y de otros países comunitarios, se hubiera alcanzado un acuerdo entre las autoridades competentes españolas y las de esos otros países, incluyendo el país de sede de la entidad dominante, en virtud del cual se asigne la competencia de supervisión en base consolidada a las autoridades españolas.

3.º Cuando, existiendo entidades de crédito filiales españolas y de otros países comunitarios, en ausencia del acuerdo a que se hace referencia en el inciso anterior, la entidad de crédito del grupo con balance más elevado tuviese nacionalidad española o, si los totales de balance fuesen iguales, fuera española la entidad de crédito autorizada en primer lugar.

3. No obstante lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 4, no constituirá un grupo consolidable de entidades de crédito a los efectos de su supervisión por las autoridades españolas, el formado por una entidad española cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en entidades de crédito y sus filiales consolidables, cuando no exista ninguna entidad de crédito filial de nacionalidad española.

4. A efectos de lo dispuesto en los apartados anteriores de este artículo, se entenderá que la actividad principal de una entidad consiste en tener participaciones en entidades de crédito cuando concurren en ella los dos siguientes requisitos simultáneamente:

a) Que la entidad sea de las contempladas en el párrafo h) del apartado 1 del artículo 3 anterior.

b) Que más de la mitad de su cartera de inversiones financieras permanentes en capital esté constituida por acciones u otros tipos de valores representativos de participaciones en entidades de crédito o en sociedades, cualquiera que sea su denominación o estatuto que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las entidades de crédito.

Artículo 17. *Supervisión prudencial.*

1. Los grupos consolidables de entidades de crédito quedarán sometidos a la supervisión sobre base consolidada del Banco de España.

2. El Banco de España podrá recabar a las sucursales de entidades de crédito extranjeras el envío de los estados contables de las entidades financieras radicadas en España y controladas por dichas entidades de crédito o por su grupo, salvo que las mismas estén sujetas a la supervisión, en base individual o consolidada, por la Comisión nacional del Mercado de Valores, la Dirección General de Seguros o el propio Banco de España. Asimismo, le informarán sobre las relaciones financieras y de gestión entre la sucursal, o la matriz y su grupo, y esas entidades.

Artículo 18. *Entidad obligada.*

La entidad obligada de un grupo consolidable de entidades de crédito será su entidad dominante. No obstante, en el supuesto contemplado en el párrafo c) del apartado 1 del artículo 16, la entidad obligada será designada por el Banco de España entre las entidades de crédito del grupo.

Artículo 19. *Conjunto de entidades de crédito afiliadas a un organismo central.*

Serán de aplicación las disposiciones de este Real Decreto relativas a grupos consolidables de entidades de crédito a los conjuntos de entidades de crédito afiliadas de forma permanente a un organismo central que cumplan los siguientes requisitos:

1. Que el organismo central tenga estatuto de entidad de crédito.
2. Que las obligaciones del organismo central y de las entidades afiliadas constituyan obligaciones solidarias, o que las obligaciones de las entidades afiliadas estén completamente garantizadas por el organismo central.
3. Que el organismo central elabore cuentas consolidadas del conjunto.
4. Que la dirección del organismo central controle la solvencia y la liquidez de las entidades afiliadas y esté habilitada para dar instrucciones vinculantes a las mismas en virtud de los estatutos de éstas o de un contrato público otorgado al efecto.

Corresponderá al Banco de España apreciar la concurrencia de los requisitos precedentes.

Capítulo II

Definición de los recursos propios de las entidades de crédito y de sus grupos consolidables

Artículo 20. *Composición de los recursos propios.*

1. A los efectos de lo dispuesto en el Título II de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, los recursos propios de las entidades de crédito comprenderán los siguientes elementos:

a) El capital social de las sociedades anónimas, excluida la parte del mismo contemplada en el párrafo f) siguiente; los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro, así como el fondo social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y las cuotas participativas de asociación emitidas por ésta; las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito, y el fondo de dotación de las sucursales de entidades de crédito extranjeras.

b) Las reservas efectivas y expresas, incluso el fondo de reserva de cuotaparticipes de las Cajas de Ahorro y de su Confederación.

Al cierre del ejercicio y hasta que tenga lugar la aplicación de resultados, las entidades de crédito podrán incorporar a este elemento la parte de los resultados del ejercicio que se prevea aplicar a reservas, siempre que:

1.º Exista una decisión formal de aplicación de resultados del órgano de administración de la entidad;

2.º Las cuentas en que se reflejen tales resultados hayan sido verificadas de conformidad por los auditores externos de la entidad, y

3.º Se acredite, a satisfacción del Banco de España, que la parte a incorporar se halla libre de toda carga previsible, en especial por gravámenes impositivos, por dividendos, o por dotaciones a la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorro y a los fondos sociales de las cooperativas de crédito.

c) Las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, previa verificación del Banco de España de la corrección de su cálculo y de su sometimiento a las normas contables.

Las reservas de esta naturaleza asociadas a procesos de fusión no se contabilizarán como recursos propios antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, restándose entre tanto de los activos revalorizados a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia.

d) Los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, cuya dotación se haya realizado separadamente dentro de la cuenta de resultados o con cargo a beneficios, y siempre que su importe figure separadamente en el balance público de la entidad.

e) Los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorro, los de su Confederación y los de educación y promoción de las cooperativas de crédito, siempre que tengan carácter permanente. Se entiende que tienen dicho carácter los que se hallen materializados en inmuebles.

f) La parte del capital social correspondiente a las acciones sin voto reguladas en la sección quinta del Capítulo IV de la Ley de Sociedades Anónimas.

g) Las financiaciones subordinadas recibidas por la entidad de crédito que cumplan los requisitos establecidos en el apartado 3 del artículo 22 de este Real Decreto. Se entiende por financiaciones subordinadas aquellas que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes.

h) Las financiaciones de duración indeterminada que, además de las condiciones exigidas a las financiaciones subordinadas, establezcan que la deuda y los intereses pendientes de pago podrán aplicarse a absorber las pérdidas de la entidad sin necesidad de proceder a su disolución.

Para su inclusión entre los recursos propios, los elementos recogidos en los párrafos a), f), g) y h) se computarán en la parte que se halle efectivamente desembolsada.

2. En los recursos propios de un grupo consolidable de entidades de crédito se integrarán, además de los elementos indicados en el número precedente que resulten

de la consolidación de los correspondientes estados contables, los siguientes elementos del balance consolidado:

a) Las participaciones representativas de los intereses minoritarios de las sociedades del grupo consolidado, en la parte que se halle efectivamente desembolsada.

b) Las reservas en sociedades consolidadas. En el caso de que en el activo del balance consolidado luzcan pérdidas en sociedades consolidadas, éstas se deducirán de las reservas consolidadas.

Sin perjuicio de la facultad del Banco de España a que se refiere el apartado 4 del artículo 22, las participaciones representativas de los intereses minoritarios se distribuirán entre los párrafos b), f) y g) del apartado precedente, a efectos de los límites establecidos en el artículo 23, de acuerdo con los siguientes criterios:

1.º Entre los apartados contemplados en el párrafo b) del apartado anterior se incluirán las participaciones representativas de acciones ordinarias y las materializadas en acciones preferentes emitidas por filiales extranjeras, siempre que estén disponibles para la cobertura de riesgos y pérdidas en las mismas condiciones que las acciones ordinarias, su duración sea indeterminada y no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos.

2.º Entre los elementos indicados en el párrafo f) del apartado anterior se incluirán las acciones sin voto emitidas por filiales españolas y las preferentes emitidas por filiales extranjeras que estén disponibles para absorber pérdidas de la entidad sin necesidad de proceder a su disolución, y que, o bien tengan duración indeterminada, o bien, teniéndola determinada, no sea inferior a la prevista en el apartado 3 del artículo 22 para las financiaciones subordinadas y no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos.

3.º Entre los elementos indicados en el párrafo g) del apartado anterior se incluirán las acciones preferentes emitidas con duración determinada por filiales extranjeras, cuando otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos. En todo caso su duración no podrá ser inferior a la prevista en el apartado 3 del artículo 22 para las financiaciones subordinadas.

Artículo 21. *Deducciones de los recursos propios.*

1. Se deducirán de los recursos propios de las entidades de crédito, o de los grupos consolidables de entidades de crédito:

a) Los resultados negativos de ejercicios anteriores y del ejercicio corriente, así como los activos inmateriales integrados en su patrimonio.

b) Las acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad o del grupo que se hallen en poder de aquélla o en el de cualquier entidad del grupo consolidable, incluso los poseídos a través de personas que actúen por cuenta de cualquiera de ellas y los que hayan sido objeto de cualquier operación o compromiso que perjudique su eficacia para cubrir pérdidas de la entidad o del grupo.

c) Las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad de crédito

que las haya otorgado o de otras entidades de su grupo consolidable. Esta deducción no alcanzará a las financiaciones otorgadas al personal de la entidad o de otras entidades del grupo consolidable, siempre que su importe unitario no supere los límites que se establezcan.

d) Las acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la entidad de crédito, o de otras entidades consolidables, poseídas por entidades no consolidables del mismo grupo económico, hasta el límite que alcancen, directa o indirectamente, las participaciones, apoyos dinerarios o avales crediticios otorgados a las entidades tenedoras por la entidad de crédito o por cualquiera de las entidades del grupo consolidable.

e) Las participaciones en entidades financieras, distintas de las entidades aseguradoras, no integradas en el grupo consolidable, cuando la participación de la entidad de crédito, o del grupo consolidable de entidades de crédito, sea superior al 10 por 100 del capital de la participada.

f) Las financiaciones subordinadas u otros valores computables como recursos propios emitidos por las entidades participadas a que se refiere el párrafo precedente y adquiridos por la entidad o grupo que ostente las participaciones.

g) Las participaciones en entidades financieras que no sean aseguradoras, distintas de las incluidas en el párrafo e) precedente, y no integradas en el grupo consolidable, y las financiaciones subordinadas emitidas por las mismas y adquiridas por la entidad o grupo que ostente las participaciones, en la parte en que la suma de todas ellas exceda del 10 por 100 de los recursos propios de la entidad de crédito, o del grupo consolidable de entidades de crédito, calculados después de llevar a cabo las deducciones a que se refieren los párrafos a), b), c) y d) de este apartado.

h) El exceso de las participaciones en entidades de carácter no financiero a que se refieren el artículo 10 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, y el artículo 24 de este Real Decreto.

i) Los déficits existentes en las provisiones o fondos específicos de dotación obligatoria, en la forma que se determine en las disposiciones de aplicación.

2. Las deducciones recogidas en el número anterior se efectuarán, en su caso, por su valor en los libros de la entidad tenedora.

Artículo 22. *Condiciones para la computabilidad de los recursos propios.*

1. A efectos de su consideración como recursos propios, el capital de las cooperativas de crédito estará integrado por las aportaciones de los socios y asociados que cumplan los siguientes requisitos:

a) Su retribución estará condicionada a la existencia de resultados netos o, previa autorización del Banco de España, de reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla.

b) Su duración será indefinida.

c) Su eventual reembolso quedará sujeto a las condiciones que se deriven del apartado 4 del artículo 7 de la Ley 13/1989, de cooperativas de crédito.

2. Para considerarse recursos propios, las reservas, fondos y provisiones a que se refieren los párrafos *c)*, *d)* y *e)* del apartado 1 del artículo 20 deberán cumplir, a satisfacción del Banco de España, los siguientes requisitos:

a) Ser libremente utilizables por la entidad para cubrir los riesgos inherentes al ejercicio de la actividad bancaria, incluso antes de que se hayan determinado las eventuales pérdidas o minusvalías.

b) Reflejarse en la contabilidad de la entidad, habiendo sido verificado su importe por los auditores externos de la misma y comunicada dicha verificación al Banco de España.

c) Estar libres de impuestos o reducirse en la cuantía de los que previsiblemente les sean imputables.

3. Para considerarse recursos propios, las financiaciones subordinadas deberán cumplir las siguientes condiciones:

a) El plazo original de dichas financiaciones no será inferior a cinco años; si no hubiere sido fijada la fecha de su vencimiento, deberá estar estipulado para su retirada un preaviso de, al menos, cinco años. Tanto en uno como en otro caso, durante los cinco años anteriores a su fecha de vencimiento reducirán su cómputo como recursos propios a razón de un 20 por 100 anual, hasta que su plazo remanente sea inferior a un año, momento en el que dejarán de computarse como tales.

b) Se diferirá el pago de los intereses en caso de pérdidas.

c) No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que el Banco de España pueda autorizar al deudor el reembolso anticipado de financiaciones subordinadas si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad.

d) No podrán ser aportadas, o adquiridas posteriormente, por la propia entidad, por entidades del grupo consolidable o por otras entidades o personas con apoyo financiero de la entidad emisora o del grupo consolidable; no obstante, podrán ser convertibles en acciones, aportaciones o participaciones de la entidad emisora, o de entidades del grupo consolidable, y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión.

e) En los contratos y folletos de emisión quedará patente la condición de financiación subordinada para los acreedores; el Banco de España verificará dichos contratos y folletos a fin de calificar su computabilidad como recursos propios.

Las financiaciones subordinadas podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera.

4. Corresponderá al Banco de España la calificación e inclusión en los recursos propios de un grupo consolidable de entidades de crédito de toda clase de acciones preferentes, emitidas de acuerdo con la normativa que sea de aplicación, y de los elementos recogidos en los párrafos *f)*, *g)* y *h)* del apartado 1 del artículo 20, emitidos por sociedades instrumentales u otras filiales. El Banco de España cuidará en especial de que la legislación del país donde se realice la emisión, o la propia interposición de las sociedades instrumentales o filiales, no debiliten la eficacia de los requisitos y limitaciones establecidas para

esos instrumentos, ni su valor como recursos propios del grupo.

Artículo 23. *Limites en el cómputo de los recursos propios.*

1. A efectos de lo dispuesto en el apartado siguiente:

a) Los recursos propios básicos de una entidad de crédito estarán constituidos por la suma de los elementos recogidos en los párrafos *a)*, *b)* y *d)* del apartado 1 del artículo 20, menos el importe del concepto *a)* del apartado 1 del artículo 21 y las partidas incluidas en los conceptos *b)*, *c)* y *d)* de este último apartado relativas a aquellos elementos.

b) Los recursos propios básicos de un grupo consolidable de entidades de crédito incluirán, con su signo, los elementos citados en el párrafo precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables; las participaciones representativas de los intereses minoritarios que puedan incluirse entre los elementos contemplados en el párrafo *b)* del apartado 1 del artículo 20, y las reservas en sociedades consolidadas a que se refiere el párrafo *b)* del apartado 2 de dicho artículo 20.

c) Los recursos propios de segunda categoría de una entidad de crédito estarán constituidos por los elementos contenidos en los párrafos *c)*, *e)*, *f)*, *g)* y *h)* del apartado 1 del artículo 20.

d) Los recursos propios de segunda categoría de un grupo consolidable de entidades de crédito vendrán constituidos por los elementos enumerados en el párrafo precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables y por las participaciones representativas de los intereses minoritarios que deban incluirse en los elementos citados en los párrafos *f)* y *g)* del apartado 1 del artículo 20.

2. No serán computables como recursos propios de una entidad de crédito o grupo consolidable de entidades de crédito:

a) El exceso de los elementos incluidos en el párrafo *g)* del apartado 1 del artículo 20, sobre el 50 por 100 de los recursos propios básicos de la entidad o el grupo consolidable.

b) El exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el 100 por 100 de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable, en la parte en que dicho exceso no haya sido eliminado con arreglo a lo establecido en el párrafo *a)* del presente apartado.

El Banco de España podrá autorizar a las entidades de crédito y a los grupos consolidados de entidades de crédito a computar como recursos propios, transitoria y excepcionalmente, el exceso sobre los límites establecidos en este apartado.

Artículo 24. *Participaciones cualificadas en entidades de carácter no financiero.*

1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 10 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, se deducirán de los recursos propios de los grupos consolidables de entidades

de crédito, o de las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos, la mayor de las siguientes cuantías:

a) El importe total de sus participaciones cualificadas en empresas que no tengan el carácter de entidades financieras o de sociedades instrumentales de éstas, en la parte en que dicho importe total exceda del 60 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable o de la entidad de crédito que ostente las participaciones.

b) El importe de la participación cualificada en una sola empresa o de la suma de las participaciones cualificadas en empresas pertenecientes a un mismo grupo económico, siempre que las empresas no tengan el carácter de financieras o de sociedades instrumentales de éstas, en la parte de cada participación o suma de participaciones que exceda del 15 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable o de la entidad de crédito que ostente las participaciones.

2. A efectos de lo dispuesto en el número precedente, se entenderá que un grupo consolidable de entidades de crédito, o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos, ostenta una participación cualificada cuando, en relación con la empresa participada:

a) Posea al menos el 10 por 100 de su capital o de sus derechos de voto, incluyendo lo poseído a través de entidades controladas por el grupo consolidable o por la entidad de crédito, o a través de personas que actúen por cuenta de uno u otra, y aquello de lo que se disponga concertadamente con cualquier otra persona; o bien

b) Pueda ejercer una influencia notable en su gestión. Se entenderá que existe esta posibilidad cuando al menos un 20 por 100 de los consejeros de la empresa participada puedan ser designados, o lo hayan sido efectivamente, por el grupo consolidable o la entidad de crédito que ostente la participación.

3. Para que una operación de asistencia financiera realizada por un grupo consolidable de entidades de crédito, o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos, permita la exclusión de una participación cualificada de las limitaciones a que se refiere el presente artículo será necesario:

1.º Que la operación afecte a una empresa en la que previamente el grupo consolidable o la entidad de crédito, u otras entidades de sus respectivos grupos económicos, tuvieran una participación no inferior al 5 por 100 del capital; estuvieran implicados de forma permanente en su gestión; o fueran acreedores con una participación en el total de los pasivos exigibles de la empresa superior al 25 por 100.

2.º Que la empresa afectada haya sido declarada en suspensión de pagos o quiebra, o experimente problemas de solvencia graves y permanentes.

3.º Que, a juicio del Banco de España, no existan posibilidades alternativas de garantizar los intereses de la entidad de crédito en la empresa en crisis.

El Banco de España fijará el plazo máximo de la exclusión atendiendo al programa de saneamiento de la empresa afectada. Dicho plazo no podrá ser superior a cuatro años.

4. Cuando un grupo consolidable o la entidad de crédito posean una participación cualificada a consecuencia del aseguramiento de una emisión de valores, la no inclu-

sión de dicha participación en la deducción establecida en este artículo no podrá superar un año a partir de la adquisición de los valores de la entidad.

5. La no inclusión en la deducción establecida en este artículo de participaciones poseídas en nombre propio, pero por cuenta de terceros, exigirá la existencia de un contrato escrito de mandato y será incompatible con la existencia de una participación cualificada en la misma empresa por parte del grupo consolidable o de la entidad de crédito o, en su caso, de otras entidades de sus respectivos grupos económicos.

Capítulo III

Coefficiente de solvencia

Artículo 25. *Nivel y exigencia del coeficiente de solvencia.*

1. Los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en uno de estos grupos deberán mantener, en todo momento, un coeficiente de solvencia no inferior al 8 por 100.

2. La obligación contenida en el apartado precedente afectará igualmente a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras que no resulten exentas de su aplicación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo.

Artículo 26. *Ponderación de los elementos de riesgo.*

1. Las cuentas patrimoniales, y los compromisos y demás cuentas de orden que presenten riesgo de crédito, excluidos aquellos elementos que se deduzcan de los recursos propios, se clasificarán y ponderarán, para el cálculo del coeficiente de solvencia, en los grupos de riesgo y con los factores de ponderación y recargos que establezca el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España, teniendo en cuenta lo dispuesto en el presente artículo.

En el ejercicio de estas facultades se atenderá al grado de riesgo asumido en las operaciones, habida cuenta de sus características y garantías y de la personalidad de la contraparte.

2. La determinación del riesgo de crédito de los activos patrimoniales, y de los compromisos y demás cuentas de orden, se ajustará a los criterios siguientes:

a) Los riesgos frente a la Administración del Estado y el Banco de España; frente a las Administraciones Centrales y Bancos Centrales de los Estados pertenecientes a las Comunidades Europeas, de los países miembros de pleno derecho de la OCDE, y de aquellos que hayan concertado acuerdos especiales de préstamo con el Fondo Monetario Internacional en el marco de los Acuerdos Generales de Empréstito, así como frente a las Comunidades Europeas como tales, tendrán una ponderación nula.

Idéntica ponderación recibirán las emisiones de Deuda Pública de las Comunidades Autónomas cuando estén autorizadas por el Estado.

b) Los riesgos frente a las Comunidades Autónomas, con excepción de los comprendidos en el párrafo precedente, frente a las Corporaciones Locales españolas y

frente a las Administraciones Regionales o Locales de los restantes países de las Comunidades Europeas, de los países miembros de pleno derecho de la OCDE, y de aquellos que hayan concertado acuerdos especiales de préstamo con el Fondo Monetario Internacional en el marco de los Acuerdos Generales de Empréstito, recibirán una ponderación no inferior al 20 por 100 del valor de los activos o compromisos.

c) Las ponderaciones atribuidas en los párrafos precedentes a los riesgos con las Administraciones Públicas españolas se extenderán a los contraídos con los Organismos autónomos y Entes públicos dependientes de ellas, siempre que tengan la naturaleza prevista en el párrafo b) del apartado 1 o en el apartado 5, ambos del artículo 6 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, o la naturaleza análoga a ésta que se prevea en las leyes correspondientes de las Comunidades Autónomas.

d) Los riesgos frente a las Administraciones Centrales y Bancos Centrales de los países no contemplados en el párrafo a) tendrán una ponderación nula, siempre que estén nominados y financiados en la moneda nacional del prestatario y cumplan las condiciones relativas al nivel de riesgo soberano que se determinen.

e) La ponderación de los riesgos frente a las entidades de crédito y a las sociedades y agencias de valores no podrá ser inferior al 20 por 100 y atenderá a las características de la operación, plazo y país de sede social de la entidad.

f) La ponderación de los riesgos frente al Banco Europeo de Inversiones y frente a los Bancos Multilaterales de Desarrollo no será inferior al 20 por 100.

g) Los préstamos íntegramente garantizados con hipotecas sobre viviendas recibirán una ponderación no inferior al 50 por 100.

Igual ponderación podrá asignarse transitoriamente a las operaciones de arrendamiento financiero inmobiliario referidas a oficinas o locales comerciales polivalentes.

h) Las cuentas de periodificación estarán sometidas a la misma ponderación que corresponda a los activos de los que deriven los rendimientos periodificados. Cuando no pueda determinarse el tipo de activos de los que procedan dichos rendimientos, se aplicará una ponderación a tanto alzado no inferior al 50 por 100, excepto en el caso de que la indeterminación fuera consecuencia del incumplimiento de normas contables, para el que se aplicará una ponderación no inferior al 100 por 100.

i) Los activos reales y los capitales de riesgo de toda clase, cualquiera que sea su emisor, recibirán una ponderación no inferior al 100 por 100.

j) Los riesgos no comprendidos en los párrafos precedentes recibirán una ponderación no inferior al 100 por 100. No obstante, cuando tales riesgos dispongan de garantías, reales o prendarias, que los reduzcan significativamente, podrán sujetarse a una ponderación menor.

k) Los compromisos y demás cuentas de orden serán objeto de una doble ponderación. En primer lugar, cada partida se multiplicará por un coeficiente reductor, que determinará el Banco de España, comprendido entre el 0 y el 100 por 100, en función del grado de riesgo que presente. En segundo lugar, al importe obtenido le serán

de aplicación las ponderaciones atribuidas a las contrapartes correspondientes, según lo previsto en los apartados anteriores. No obstante, en los acuerdos de venta con compromiso de recompra y en los compromisos de compra a plazo, registrados en cuentas de orden, la ponderación aplicable será la correspondiente al activo de que se trate y no a la contraparte de la transacción.

l) Los riesgos que cuenten con garantías personales explícitas se ponderarán teniendo en cuenta la naturaleza del garante.

Capítulo IV

Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación y riesgo de cambio

Artículo 27. *Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación.*

1. La exigencia, con arreglo a lo dispuesto en el capítulo precedente, de recursos propios en atención a los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación de las entidades de crédito se sustituirá por la que, en desarrollo de la presente norma, establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación, el Banco de España, atendiendo tanto al riesgo de crédito como a los riesgos de mercado de las citadas carteras de negociación.

2. En el ejercicio de dichas competencias, el Ministro de Economía y Hacienda y el Banco de España se ajustarán a las definiciones y criterios establecidos en la sección II del Capítulo tercero del Título segundo de este Real Decreto y dispondrán de las facultades de desarrollo allí establecidas. Las referencias que en dicha sección se realizan a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se entenderán efectuadas al Banco de España.

Artículo 28. *Riesgo de tipo de cambio.*

1. Los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en uno de estos grupos deberán cubrir, en todo momento, con recursos propios suficientes el riesgo de tipo de cambio que asuman. Dichos recursos propios serán adicionales a los requeridos por otras obligaciones establecidas en el presente Real Decreto.

El nivel de esta exigencia de recursos propios será establecido por el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España y no será inferior al 8 por 100 de la posición en divisas global neta.

No obstante el Banco de España podrá establecer un coeficiente inferior al 8 por 100 para las posiciones de signo contrario en divisas estrechamente relacionadas entre sí, y para las posiciones de signo contrario en divisas sujetas a acuerdos intergubernamentales jurídicamente vinculantes. Por el mismo procedimiento podrá establecerse un método alternativo para el cálculo de la exigencia de recursos propios basado en las pérdidas potenciales que puedan derivar de las posiciones en divisas teniendo presente la evolución histórica de los tipos de cambio.

2. El Banco de España establecerá el método para el cálculo de las posiciones en divisas, y las partidas de activo o pasivo y los compromisos que incluirán.

3. También podrá el Banco de España establecer límites a las posiciones en divisas, pudiendo graduar la aplicación de dichos límites para cada entidad en función de su tipo de negocio y de su capacidad para gestionar y vigilar el riesgo de cambio.

Artículo 29. *Compensación de posiciones.*

En el cálculo de los recursos propios consolidados exigibles, conforme a lo dispuesto en los dos artículos precedentes, a los grupos consolidables de entidades de crédito se podrá permitir la compensación de posiciones de signo opuesto mantenidas por entidades de crédito y por sociedades y agencias de valores españolas incluidas en la consolidación cuando, a juicio del Banco de España, haya una distribución adecuada de los recursos propios del grupo entre dichas entidades, y el marco jurídico del grupo permita asegurar un apoyo financiero mutuo dentro del mismo.

En el caso de que se pretenda la compensación con, o entre, entidades pertenecientes al grupo consolidable domiciliadas en otros países de las Comunidades Europeas o en países terceros se estará a lo previsto en el apartado 5 del artículo 43, salvo la referencia que en dicho número se hace a los grandes riesgos derivados de la cartera de valores de negociación.

Capítulo V

Otras normas de solvencia

Artículo 30. *Límites a los grandes riesgos.*

1. Se considerará un gran riesgo el contraído frente a una misma persona o grupo económico, incluso el propio en la parte no consolidable, cuando su valor supere el 10 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable de entidades de crédito o de la entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos que concedan la financiación a asuman el riesgo.

2. El valor de todos los riesgos que un grupo consolidable de entidades de crédito o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos contraiga con una sola persona o grupo económico ajeno no podrá exceder del 25 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable o de la entidad de crédito que concedan la financiación o asuman los riesgos.

Si los riesgos se mantienen frente a personas o entidades no consolidables pero con los que exista una relación de control en el sentido del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, el límite citado será del 20 por 100.

3. El conjunto de los grandes riesgos definidos en el apartado 1 anterior no podrá superar el 800 por 100 de los recursos propios del grupo consolidable de entidades de crédito o de la entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos.

4. Los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos llevarán a cabo un seguimiento adecuado de la concentración de sus riesgos mediante procedimientos administrativos y contables y mecanismos internos de control adecuados, poniendo especial atención en conocer

las relaciones de participación, garantías cruzadas y relaciones de dependencia comercial existentes entre sus clientes. A efectos de los límites establecidos en los apartados 2 y 3 de este artículo, acumularán a los riesgos mantenidos frente a una misma persona o grupo económico los mantenidos frente a aquellas personas físicas o jurídicas que, por estar interrelacionadas económicamente con los anteriores, pudieran encontrarse en graves dificultades para atender sus compromisos si la persona o grupo económico con el que se encuentren interrelacionados atravesaran una situación de insolvencia o falta de liquidez. Asimismo, vigilarán sus concentraciones de riesgo en las diferentes ramas de actividad económica.

El Banco de España supervisará el cumplimiento de esta norma y podrá establecer que determinados conjuntos de clientes sean considerados como una unidad a los efectos de la aplicación de aquellos límites, aunque no pertenezcan al mismo grupo económico.

El Banco de España podrá permitir la aplicación de los límites de referencia de forma individual, o agregada a sólo algunos componentes de un grupo económico, cuando su autonomía de gestión, limitación de responsabilidad, o actividad específica lo aconsejen.

5. No quedarán sujetos a las limitaciones establecidas en los apartados 2 y 3 precedentes:

a) Los riesgos mencionados en el párrafo a) del apartado 2 del artículo 26.

b) Los riesgos que cuenten con garantía directa e incondicional de los sujetos mencionados en el primer inciso del párrafo a) del apartado 2 del artículo 26, y los asegurados suficientemente con prenda de valores emitidos por esos mismos sujetos o de los valores a que se refiere el segundo inciso de dicho párrafo.

c) Los riesgos garantizados con depósito en efectivo, o certificados de depósito, en la propia entidad acreedora o en otras de su grupo consolidable.

d) El 50 por 100 de los activos con vencimiento igual o inferior a un año que constituyan créditos y otros riesgos sobre entidades de crédito o sobre sociedades y agencias de valores, siempre que no constituyan fondos propios de dichas entidades.

e) Todos los activos y demás elementos deducidos de los recursos propios.

f) Los disponibles que puedan ser unilateral y libremente cancelados por la entidad.

g) Las participaciones en entidades aseguradoras, hasta un máximo del 40 por 100 de los recursos propios de un grupo consolidable de entidades de crédito o de entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos.

h) Los préstamos con garantía hipotecaria sobre viviendas, siempre que reúnan los requisitos exigibles por la legislación reguladora del mercado hipotecario, hasta el 50 por 100 del valor del correspondiente inmueble.

i) El 50 por 100 de los riesgos frente a Corporaciones Locales españolas, y frente a las Comunidades Autónomas, en cuanto no hayan sido ya excluidos conforme a lo establecido en el párrafo a) precedente, así como los riesgos garantizados por dichas administraciones directa e incondicionalmente.

j) Los demás activos o riesgos que, en atención a las circunstancias eximentes o atenuantes que concurren, establezca el Ministro de Economía y Hacienda a propuesta del Banco de España.

6. El Banco de España podrá regular las condiciones en las que el riesgo frente a un cliente se atribuirá, o podrá ser atribuido por la entidad, a los terceros que lo garanticen directa e incondicionalmente o a los emisores de los valores pignorados en su garantía.

7. Quedarán excluidos de las limitaciones establecidas en los apartados 2 y 3 precedentes los riesgos de las entidades de crédito españolas filiales de entidades de crédito extranjeras, incluyendo grupos consolidables de entidades de crédito en España cuya entidad dominante sea una entidad de crédito extranjera o una entidad perteneciente a un grupo de entidades de crédito extranjeras sujeto a supervisión en base consolidada, con lo que se hallen garantizados explícitamente por la entidad dominante consolidable u otras entidades de crédito extranjeras del grupo consolidable de entidades de crédito.

En todo caso la entidad de crédito española o el grupo consolidable de entidades de crédito en España, deberán quedar sujetos a la supervisión en base consolidada a que se someta el grupo extranjero, y éste hallarse sujeto a limitaciones equivalentes a las establecidas en el presente artículo. Corresponderá al Banco de España apreciar la concurrencia de estas circunstancias.

8. Las obligaciones contenidas en los apartados 2, 3 y 4 precedentes afectarán igualmente a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras que no resulten exentas de su aplicación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo.

Artículo 31. *Límites a las inmovilizaciones materiales.*

1. Un grupo consolidable de entidades de crédito, o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos, no podrá mantener unas inmovilizaciones materiales netas cuyo importe supere el 70 por 100 de sus recursos propios.

Los inmuebles y demás inmovilizaciones materiales utilizados por entidades de un grupo consolidable, o por una entidad de crédito no perteneciente a un grupo consolidable, que sean propiedad de una entidad no consolidable integrada en su grupo económico, se incluirán también en dicho cómputo hasta el límite que alcancen las participaciones, apoyos numerarios o avales crediticios de aquéllas en favor de las entidades propietarias, siempre que tales instrumentos de financiación no hayan sido tenidos en cuenta en la deducción prevista en el párrafo d) del apartado 1 del artículo 21 anterior.

2. En la limitación a que se refiere el apartado anterior no se incluirán:

a) La materialización de los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorro y de su Confederación, y de educación y promoción de las cooperativas de crédito, que constituyan recursos propios de acuerdo con lo establecido en el párrafo e) del apartado 1 del artículo 20.

b) Las inmovilizaciones adquiridas en pago de deudas, durante un período que no exceda de tres años a partir del momento de su adquisición.

3. Cuando por circunstancias sobrevenidas, tales como fusiones de entidades o actualización de valores, se rebasen los límites del apartado 1 anterior, se aplicará el procedimiento previsto en el artículo 34, con el fin de retornar a dichos límites.

4. El Banco de España podrá autorizar, de forma previa a que se efectúen, inmovilizaciones materiales que transitoriamente superen los límites de este artículo.

5. Las limitaciones establecidas por el presente artículo no se aplicarán a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras.

Artículo 32. *Control de los riesgos de tipo de interés y de liquidez.*

1. Los riesgos de tipo de interés y de liquidez serán objeto de una vigilancia continua por parte de las entidades de crédito, mediante los procedimientos de seguimiento y control interno adecuados. El Banco de España supervisará dichos procedimientos y podrá sujetarlos a requisitos mínimos o reglas normalizadas.

2. Lo dispuesto en el número anterior podrá ser exigido a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras.

Capítulo VI

Normas complementarias

Artículo 33. *Normas comunes aplicables a los límites establecidos en el presente Título.*

1. Sin perjuicio de su cumplimiento por el grupo consolidable en base consolidada, el Banco de España podrá exigir también de las entidades de crédito que formen parte del mismo y no sean su entidad dominante, el cumplimiento individual de las normas de solvencia establecidas en el presente Título, a niveles inferiores o incluso iguales al establecido para las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable de éstas, cuando ello venga justificado por la autonomía de gestión de la entidad o la limitación de responsabilidad del grupo en ellas, o cuando la especial situación de la entidad así lo aconseje. En tal caso, y a efectos de los límites establecidos en los apartados 2 y 3 del artículo 30, los riesgos expresamente garantizados por otra entidad de crédito del grupo consolidable se atribuirán a ésta.

2. El Banco de España podrá sustituir el cumplimiento por el grupo consolidable en base consolidada de lo dispuesto en los artículos 27 y 28 por su cumplimiento individual, sea por las razones indicadas en el número precedente, sea por la dificultad de consolidar las posiciones con la frecuencia requerida para hacer efectivo lo dispuesto en esos artículos.

3. El contenido de los artículos 27 y 28 afectará igualmente a las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras que no resulten exentas de su aplicación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo. A dichos efectos se considerarán equivalentes las normas nacionales de otros países que tengan un régimen prudencial equiparable al contenido de las directivas comunitarias que regulen tales materias.

Artículo 34. Adopción de medidas para retornar al cumplimiento del coeficiente y de las otras normas de solvencia

1. Cuando un grupo consolidable de entidades de crédito o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos presente un déficit de recursos propios respecto de los mínimos requeridos en virtud de lo dispuesto en el presente Título, informará de ello con carácter inmediato al Banco de España y presentará un programa en el que se concreten sus planes para retornar al cumplimiento. Dicho programa deberá, al menos, hacer referencia a los siguientes aspectos: identificación de las causas del incumplimiento del nivel de recursos propios exigible; plan para retornar al cumplimiento, que incluirá tanto la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados como medidas a adoptar para el aumento del nivel de recursos propios, y plazos para retornar al cumplimiento.

Dicho programa deberá ser aprobado, si procede, en un plazo máximo de tres meses desde su presentación, por el Banco de España, quien podrá fijar medidas adicionales a las propuestas, con el fin de asegurar el retorno a los niveles exigibles. Transcurrido el plazo señalado sin que hubiera recaído resolución expresa, el programa presentado se entenderá aprobado.

2. Cuando un grupo consolidable de entidades de crédito o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos incumpla las limitaciones establecidas en el presente Título se seguirá un procedimiento similar al descrito en el apartado anterior.

Artículo 35. Aplicación de resultados en el caso de incumplimiento del coeficiente y de las otras normas de solvencia

1. Cuando un grupo consolidable de entidades de crédito o una entidad de crédito no perteneciente a uno de estos grupos presente un déficit de recursos propios superior al 20 por 100 de los mínimos requeridos en virtud de lo dispuesto en el presente Título, la entidad, o todas y cada una de las entidades pertenecientes al grupo consolidable, deberán destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos. Queda a salvo lo establecido en el apartado 5 del artículo 11 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo.

Se exceptúan de esta obligación las filiales en las que las entidades incluidas en el grupo consolidable posean al menos el 90 por 100 de los derechos de voto y del capital, que de forma individual satisfagan el nivel mínimo exigible de recursos propios.

2. Cuando el déficit a que alude el número precedente sea igual o inferior al 20 por 100, la entidad, o todas y cada una de las entidades pertenecientes al grupo consolidable, con la excepción allí indicada, someterán su distribución de resultados a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas atendiendo al programa del grupo consolidable o de la entidad para retornar a los niveles mínimos; ese porcentaje mínimo será igual al 50 por 100 de los beneficios o excedentes netos, sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 5 del artículo 11 de la Ley 13/1985. El Banco de España podrá exigir un porcentaje superior cuando de las

circunstancias de la entidad o del grupo resulte que no haya otras medidas eficaces para retornar al cumplimiento de las normas infringidas o cuando las propuestas del mencionado programa sean insuficientes para ello.

La autorización del Banco de España se entenderá otorgada si transcurrido un mes desde la solicitud no hubiera recaído resolución expresa.

3. Lo establecido en este artículo y en el precedente se aplicará individualmente a las entidades de crédito que, incluidas en un grupo consolidable de entidades de crédito, incumplan de forma individual las normas de solvencia que les sean exigidas en virtud de lo dispuesto en el artículo 33.

4. Lo dispuesto en este artículo y en el precedente se entiende sin perjuicio de la aplicación, cuando proceda, de las sanciones previstas en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Título II

Disposiciones relativas a sociedades y agencias de valores y sus grupos

Capítulo I

Grupos consolidables de sociedades y agencias de valores

Artículo 36. Definición.

1. Sin perjuicio de lo previsto en el apartado 5 del artículo 86 bis de la Ley del Mercado de Valores, los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores son aquellos grupos financieros en los que concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que una sociedad o agencia de valores controle a una o a varias entidades financieras.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en sociedades y agencias de valores.

c) Que una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable controle a varias entidades, todas ellas sociedades o agencias de valores.

2. No obstante lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 4, la entidad dominante extranjera cuya actividad principal consista en tener participaciones en Empresas de inversión, incluyendo sociedades y agencias de valores españolas, así como sus filiales consolidables, se integrarán en el grupo consolidable de sociedades y agencias de valores, a efectos de su supervisión por las autoridades españolas, cuando concurren simultáneamente los siguientes requisitos:

a) Que la nacionalidad de esa entidad dominante corresponda a algún país miembro de las Comunidades Europeas y ninguna de sus empresas de inversión filiales posea su misma nacionalidad.

b) Que se esté en presencia de cualquiera de los siguientes supuestos:

Capítulo II

Recursos propios computables de las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables

Artículo 39. *Definición y composición de los recursos propios.*

1. A efectos de lo dispuesto en los Títulos V y VIII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, los recursos propios de las sociedades y agencias de valores comprenderán los elementos relacionados en el apartado 1 del artículo 20 que concuerden con la naturaleza jurídica de estas entidades y con idénticas especificaciones, con excepción de la referencia que en su párrafo *b)* se hace «al cierre del ejercicio», que se entenderá sustituida por la siguiente: «Durante el ejercicio y a su cierre...». Asimismo, en el inciso *i)* de dicho párrafo *b)* debe entenderse sustituida la palabra «decisión» por «compromiso».

2. En los recursos propios de un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores se integrarán, además de los elementos indicados en el número precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables, los elementos del balance consolidado que se relacionan en el apartado 2 del artículo 20, con las mismas especificaciones que se hacen en ese número.

3. Se deducirán de los recursos propios de las sociedades y agencias de valores, o de los grupos consolidables de éstas, los mismos elementos que se citan en el artículo 21, con idénticas especificaciones, excepto el exceso de las participaciones en entidades de carácter no financiero a que se refiere el artículo 10 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, que sólo se deducirán cuando se den las circunstancias previstas en el apartado 2 del artículo 67 de este Real Decreto.

4. Las menciones que, en los artículos a los que se remiten los números precedentes, se hacen a los grupos consolidables de entidades de crédito, a las entidades de crédito y al Banco de España se entenderán hechas, a los efectos de este Capítulo, a los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores, a las sociedades y agencias de valores y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, respectivamente.

Artículo 40. *Definición y composición alternativas de los recursos propios.*

1. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a efectos de la cobertura de las exigencias de recursos propios derivadas de las Secciones II, IV, y V del Capítulo III del presente Título y, en su caso, del artículo 54, podrán autorizar a las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables que deban aplicar la citada Sección II, sobre riesgos ligados a la cartera de valores de negociación, a utilizar la definición alternativa de recursos propios que se recoge en los apartados siguientes.

2. La definición alternativa de recursos propios de sociedades y agencias de valores estará formada por los elementos a que se refieren los párrafos *a)* y *b)* siguientes, deduciendo los elementos a que se refieren los párrafos *c)* y *d)* siguientes:

a) Los elementos comprendidos en el apartado 1 del artículo 39.

1.º Cuando las empresas de inversión de nacionalidad española sean las únicas filiales de esa naturaleza en el ámbito comunitario.

2.º Cuando, existiendo empresas de inversión filiales españolas y de otros países comunitarios, se hubiera alcanzado un acuerdo entre las autoridades competentes españolas y las de esos otros países, incluyendo el país de sede de la sociedad dominante, en virtud del cual se asigne la competencia de supervisión en base consolidada a las autoridades españolas.

3.º Cuando existiendo empresas de inversión filiales españolas y, de otros países comunitarios, en ausencia del acuerdo a que se hace referencia en el inciso anterior, la empresa de inversión del grupo con balance más elevado tuviese nacionalidad española o, si los totales de balance fuesen iguales, fuera española la empresa de inversión autorizada en primer lugar.

3. No obstante lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 4, no constituirá un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores, a los efectos de su supervisión por las autoridades españolas, el formado por una entidad española cuya actividad principal sea la tenencia de participaciones en empresas de inversión, y sus filiales consolidables, cuando no exista ninguna empresa de inversión filial de nacionalidad española.

4. A efectos de lo dispuesto en los números anteriores de este artículo, se entenderá que la actividad principal de una entidad consiste en tener participaciones en sociedades y agencias de valores o en empresas de inversión cuando concurren en ella los dos siguientes requisitos simultáneamente:

a) Que la entidad sea de las contempladas en el párrafo *h)* del apartado 1 del artículo 3 de este Real Decreto.

b) Que más de la mitad de su cartera de inversiones financieras permanentes en capital esté constituida por acciones u otros tipos de valores representativos de participaciones en sociedades y agencias de valores o en empresa, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las sociedades y agencias de valores.

Artículo 37. *Supervisión prudencial.*

Los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores quedarán sometidos a la supervisión sobre base consolidada de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Artículo 38. *Entidad obligada.*

La entidad obligada de un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores será su entidad dominante. No obstante, en el supuesto contemplado en el párrafo *c)* del apartado 1 del artículo 36, la entidad obligada será designada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de entre las sociedades y agencias de valores del grupo.

b) Las financiaciones subordinadas recibidas por las sociedades o agencias de valores que cumplan los requisitos establecidos en el apartado 2 del artículo siguiente.

c) Los elementos comprendidos en el apartado 3 del artículo 39.

d) Los activos líquidos, cuando se conceda la autorización para que las financiaciones subordinadas mencionadas en el párrafo b) anterior superen el 150 por 100 de los recursos propios básicos, a que se refiere el artículo 42.

3. La definición alternativa de recursos propios de los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores estará formada por los elementos a que se refiere el apartado anterior, salvo los elementos del párrafo a), que serán los comprendidos en el apartado 2 del artículo 39, todos ellos en relación al balance consolidado.

4. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores definirán las partidas contables que componen los activos ilíquidos, pudiendo diferenciar entre las que resulten de aplicación a las entidades individuales y las que lo sean a los grupos consolidables.

Artículo 41. Condiciones para la computabilidad de los recursos propios.

1. Las condiciones de computabilidad de los recursos propios de las sociedades y agencias de valores serán las contenidas en los apartados 2, 3 y 4 del artículo 22; la mención a la actividad bancaria que figura en el apartado 2 de dicho artículo se entenderá hecha a la actividad típica de las sociedades y agencias de valores.

2. Para considerarse recursos propios, las financiaciones subordinadas a que se refiere el párrafo b) del apartado 2 del artículo 40 deberán cumplir, además de las condiciones mencionadas en los párrafos b), d) y e) del apartado 3 del artículo 22, las siguientes:

a) El plazo original de dichas financiaciones no será inferior a dos años.

b) No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, salvo en caso de liquidación de la entidad. Sin perjuicio de lo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar al deudor el reembolso anticipado de financiaciones subordinadas si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad o del grupo consolidable.

c) El pago de intereses y el reembolso del principal deberán diferirse en caso de que el nivel de recursos propios descienda por debajo del 100 por 100 de los niveles globales exigidos a la entidad o al grupo consolidable.

Las entidades deberán notificar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cualquier amortización cuando a consecuencia de la misma los recursos propios de la entidad o del grupo consolidable descienden por debajo del 120 por 100 de los niveles globales exigidos, o cuando los recursos propios ya estén situados por debajo de dicho porcentaje.

Las financiaciones subordinadas podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera.

3. Resultará también de aplicación al presente artículo lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 39.

Artículo 42. Límites en el cómputo de los recursos propios.

1. A efectos de lo dispuesto en el apartado siguiente:

a) Los recursos propios básicos y los de segunda categoría de las sociedades y agencias de valores y de sus grupos consolidables serán los relacionados en el apartado 1 del artículo 23, teniendo en cuenta lo dispuesto en el artículo 39.

b) Los recursos propios de tercera categoría de una sociedad o agencia de valores estarán constituidos por las financiaciones subordinadas mencionadas en el párrafo b) del apartado 2 del artículo 40.

c) Los recursos propios de tercera categoría de un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores estarán constituidos por los elementos enumerados en el inciso precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables.

2. No serán computables como recursos propios de una sociedad o agencia de valores o grupo consolidable de éstas, tanto en relación con la definición del artículo 39 como con la definición alternativa del artículo 40:

a) El exceso de los elementos incluidos en el párrafo g) del apartado 1 del artículo 20, sobre el 50 por 100 de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable.

b) El exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el 100 por 100 de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable, en la parte en que dicho exceso no haya sido eliminado con arreglo a lo dispuesto en el párrafo a) precedente.

No obstante lo anterior, serán computables los recursos propios de segunda categoría que excedan de dichos porcentajes en la definición alternativa a que se refiere el artículo 40, con la condición de que la suma de los recursos propios de segunda categoría asignados a la definición alternativa y los de tercera categoría no excedan del 250 por 100 de los recursos propios básicos asignados a la mencionada definición alternativa.

c) El exceso de los recursos propios de tercera categoría sobre el 150 por 100 de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable asignados a la definición alternativa del artículo 40. No obstante lo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar la computabilidad de los recursos propios de tercera categoría que excedan de dicho porcentaje, con la condición de que la suma de los recursos propios de segunda categoría asignados a la definición alternativa y los de tercera categoría no excedan del 250 por 100 de los recursos propios básicos asignados a la mencionada definición alternativa.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá autorizar a las sociedades y agencias de valores y a sus grupos consolidables a rebasar, transitoria y excepcionalmente, los límites establecidos en el párrafo a) y en el primer inciso del párrafo b) de este apartado.

3. La utilización simultánea por una sociedad o agencia de valores, o un grupo consolidable de éstas, de las definiciones de recursos propios contempladas en los artículos 39 y 40 anteriores no podrá suponer, en ningún caso, la inclusión de cualquiera de los componentes de los recursos propios por un importe superior al que figure en el balance de la entidad o del grupo consolidable.

Capítulo III

Exigencias de recursos propios

Sección 1.ª Disposiciones generales

Artículo 43. *Nivel y exigencia de recursos propios.*

1. Las sociedades y agencias de valores y los grupos consolidables de las mismas, deberán mantener en todo momento un volumen de recursos propios proporcionado al de su actividad y gastos de estructura, y a los riesgos asumidos.

2. Los recursos propios de las sociedades y agencias de valores no podrán ser, en ningún momento, inferiores a la más alta de las magnitudes siguientes:

a) Las dos terceras partes del capital social mínimo fijado por el artículo 2 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo.

b) La suma de los importes resultantes en aplicación de lo dispuesto en las Secciones III y IV del presente Capítulo y, en su caso, en la Sección II del mismo Capítulo, así como en el artículo 54 del Capítulo IV.

c) El importe resultante de lo dispuesto en la Sección V del presente Capítulo.

3. Los recursos propios de los grupos consolidables de las sociedades y agencias de valores no podrán ser, en ningún momento, inferiores a la magnitud a que se refiere el párrafo b) del apartado anterior en relación al balance consolidado o, en su caso, a la más alta de las magnitudes a que se refieren los párrafos b) y c) de dicho apartado.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, cuando en el grupo consolidable de sociedades y agencias de valores se integren entidades sometidas a requerimiento de recursos propios mínimos de distinta clase se aplicará lo previsto en el artículo 14 del presente Real Decreto.

4. El cumplimiento por un grupo consolidable de sociedades y agencias de valores de las exigencias de recursos propios mínimos a nivel consolidado no exonerará a las entidades financieras integradas en él, cualquiera que sea su naturaleza, de cumplir individualmente sus requerimientos de recursos propios mínimos.

5. En el cálculo de los recursos propios exigibles a los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores podrá permitirse la compensación de posiciones de signo opuesto sujetas a riesgo de tipo de cambio y, en su caso, a riesgos ligados a la cartera de valores de negociación y a los grandes riesgos derivados de dicha cartera, mantenidas por diferentes sociedades y agencias de valores y entidades de crédito de un mismo grupo consolidable, cuando todas y cada una de ellas cumplan sus exigencias de recursos propios de forma individual, y estén domici-

liadas en España o en otro Estado miembro de las Comunidades Europeas.

La compensación de posiciones a que se refiere el párrafo anterior entre entidades pertenecientes al grupo consolidable domiciliadas en España o en otro Estado miembro de las Comunidades Europeas y entidades radicadas en países terceros, o entre estas últimas, sólo se permitirá cuando se cumplan, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, simultáneamente las siguientes condiciones:

1.ª Las entidades radicadas en países terceros deberán ser entidades de crédito, o empresas de inversión.

2.ª Las entidades radicadas en países terceros deberán cumplir, a nivel individual, normas de solvencia o exigencias de recursos propios equivalentes a las contenidas en este Real Decreto.

3.ª No existan en esos países normas que impidan la transferencia de fondos entre las entidades del grupo.

Sección 2.ª Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación

Artículo 44. *Disposiciones generales.*

1. Lo dispuesto en la presente Sección resultará de aplicación a las sociedades y agencias de valores y a sus grupos consolidables, con la excepción a que se refiere el párrafo siguiente.

El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer que lo dispuesto en la presente Sección no resulte aplicable a las entidades o grupos consolidables cuya cartera de valores de negociación resulte inferior al menor de los siguientes importes: el 5 por 100 de su actividad total o 2.000 millones de pesetas, en cuyo caso, determinarán la forma de medir los importes antes mencionados, así como las circunstancias en que, excepcionalmente, se podrán superar dichos importes sin que ello suponga la aplicación de la presente Sección a la entidad o grupo consolidable, o esta Sección deba seguir aplicándose aunque la cartera de valores de negociación de una entidad o grupo consolidable descienda transitoriamente de los importes citados.

Las sociedades y agencias de valores y grupos consolidables de éstas a los que no se les aplique la presente Sección se registrarán por lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 50, incluso en lo que respecta a los riesgos ligados a su cartera de valores de negociación.

2. A los efectos de la valoración de los riesgos a que se refiere la presente Sección, la cartera de valores de negociación de las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables estará formada por:

1) Los valores, incluidos instrumentos derivados sobre los mismos, y compromisos sobre valores que las entidades mantengan para su venta a corto plazo, o con la intención de beneficiarse a corto plazo de las variaciones en su precio, o como cobertura de otros elementos de dicha cartera.

2) Las operaciones pendientes de liquidar relativas a valores, los préstamos de valores, y operaciones similares, todas ellas referidas a elementos de dicha cartera.

3) Las comisiones, intereses, dividendos, depósitos o márgenes de garantía y activos similares directamente relacionados con elementos de dicha cartera.

3. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerán las condiciones que deben cumplir los activos y compromisos que se incluyan en la cartera de negociación.

4. No obstante las referencias que en la presente Sección se hacen a la cartera de negociación de las sociedades y agencias de valores, su operativa debe efectuarse dentro de los límites establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo, especialmente en lo relativo a la realización de operaciones por cuenta propia por parte de las agencias de valores.

Artículo 45. *Normas generales para el cálculo de las posiciones sometidas a riesgos ligados a la cartera de negociación.*

1. La posición neta de una entidad o grupo consolidable en cada valor o instrumento derivado se valorará diariamente a los precios de mercado, convirtiéndose en su caso a pesetas.

El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinarán las partidas que integrarán las posiciones a que se refiere el párrafo anterior, así como las reglas especiales que en cada caso resulten de aplicación.

2. El riesgo de las posiciones correspondientes a la cartera de valores de negociación, a efectos de cálculo del nivel exigido de recursos propios, se compondrá de:

a) Riesgo general, derivado de un cambio en el precio de las posiciones propias debido a movimientos generales en los mercados.

b) Riesgo específico, derivado de un cambio en el precio de una posición propia debido a causas relativas al emisor del valor, o al emisor de su subyacente, en el caso de instrumentos derivados.

3. Al establecerse los coeficientes a aplicar para el cálculo del riesgo específico, deberá tenerse en cuenta la calidad crediticia y solvencia de los distintos emisores; además podrá tenerse en cuenta la liquidez de los valores y, en el caso de posiciones en renta fija, sus plazos residuales de vencimientos.

A estos efectos, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer distintas categorías de emisores, a los que corresponderán diferentes ponderaciones.

Artículo 46. *Posiciones en renta fija.*

1. Los recursos propios necesarios en función del riesgo específico no serán inferiores a los establecidos para los mismos elementos en la Sección III, salvo que, atendiendo a los criterios mencionados en el último número del artículo anterior, se fijen otros inferiores.

2. Para el cálculo de los recursos propios necesarios en función del riesgo general, el Ministro de Economía y

Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerán uno o varios métodos de cálculo basados en los diferentes plazos residuales de vencimiento de las posiciones y en las variaciones estimadas en los tipos de interés, en los que se podrán permitir total o parcialmente compensaciones entre posiciones largas y cortas con distintos plazos de vencimiento. Los requerimientos de recursos propios guardarán relación directa con el plazo o duración de las posiciones.

Artículo 47. *Posiciones en acciones y participaciones.*

1. La entidad, o el propio consolidable, sumarán, por una parte, todas sus posiciones netas largas, y, por otra, todas sus posiciones netas cortas en acciones y participaciones e instrumentos derivados de ellas.

La suma de ambos importes será su posición global bruta, y la diferencia entre ambos será su posición global neta.

2. Los recursos propios necesarios en función del riesgo específico no serán inferiores al 4 por 100 de la posición global bruta, salvo que, atendiendo a los criterios mencionados en el apartado 3 del artículo 45 y a la diversificación de las posiciones, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores fijen otro porcentaje, nunca inferior al 2 por 100.

3. Los recursos propios necesarios en función del riesgo general no serán inferiores al 8 por 100 de la posición global neta.

Artículo 48. *Aseguramiento de emisiones.*

1. En el caso de aseguramiento de emisiones, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer que las posiciones aseguradas por la entidad o el grupo consolidable que no están colocadas en firme ni reaseguradas por terceros se ponderen, de acuerdo con los factores de reducción que se determinen, a partir del día en que la entidad esté obligada incondicionalmente a adquirir los valores asegurados por un importe y a un precio conocidos.

Las exigencias de recursos propios a que se refieren los artículos 46 y 47 anteriores se calcularán sobre las posiciones aseguradas ponderadas resultantes de aplicar tales factores de reducción.

2. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer unas exigencias de recursos propios para cubrir el riesgo de la entidad o del grupo consolidable desde la firma del compromiso de aseguramiento hasta el día a que se refiere el apartado anterior.

Artículo 49. *Otros riesgos ligados a la cartera de negociación.*

El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerán el nivel de recursos propios exigible a una entidad o grupo consolidable en atención a otros riesgos ligados a su cartera de negociación, diferentes de los

contemplados en los artículos anteriores de esta Sección, entre los que se incluirán, en especial, los siguientes:

1. El riesgo de contraparte derivado de operaciones relativas a valores de la cartera de negociación, tales como retrasos en la liquidación de las mismas, posiciones en instrumentos derivados cuyo mercado no asegure su liquidación adecuadamente, u otros compromisos relativos a dichos valores.

2. El riesgo de compromisos sobre tipos de interés cuyo mercado no los asegure adecuadamente.

3. El riesgo correspondiente a los activos a que se refiere el punto tercero del apartado 2 del artículo 44, en cuyo caso se seguirán los criterios establecidos en la Sección III del presente capítulo.

En el ejercicio de estas facultades se deberán considerar, también, y entre otros, los siguientes criterios:

1. El período de retraso en la entrega de valores.
2. La naturaleza de las contrapartes o de los emisores de los valores subyacentes.

Sección 3.ª Riesgo de crédito

Artículo 50. *Nivel exigible de recursos propios.*

1. Para cubrir el riesgo de crédito, las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables deberán mantener, en todo momento, un nivel de recursos propios no inferior al 8 por 100 de los elementos de riesgo, ponderados según lo establecido en el artículo siguiente.

2. A efectos del cálculo del riesgo de crédito, sólo se incluirán los activos y compromisos que no formen parte de la cartera de valores de negociación, ni hayan sido deducidos de los recursos propios. No obstante, las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables para los que, en virtud de lo previsto en el apartado 1 del artículo 44, no resultara de aplicación la Sección II del presente Capítulo, tomarán en consideración todos los elementos sujetos a riesgo de crédito.

Artículo 51. *Ponderación de los elementos de riesgo.*

1. Las cuentas patrimoniales, y los compromisos y demás cuentas de orden que presenten riesgo de crédito, excluidos aquellos elementos que se deduzcan de los recursos propios, se clasificarán y ponderarán para el cálculo de las exigencias de recursos propios, en los grupos de riesgo y con los factores de ponderación y recargos que establezcan el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. El ejercicio de las competencias otorgadas en el número anterior se ajustará a los criterios contenidos en el artículo 26 de este Real Decreto.

Sección 4.ª Riesgo de tipo de cambio

Artículo 52. *Exigencia de recursos propios por riesgo de tipo de cambio.*

1. Las sociedades y agencias de valores y los grupos consolidables de éstas deberán cubrir, en todo momento,

con recursos propios suficientes el riesgo de tipo de cambio que asuman. Dichos recursos propios serán adicionales a los requeridos por otras obligaciones establecidas en el presente Real Decreto.

2. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerán la exigencia de recursos propios en atención a dicho riesgo y sus métodos de cálculo, ajustándose a lo previsto en el artículo 28 de este Real Decreto.

Sección 5.ª Exigencia de base

Artículo 53. *Exigencia de recursos propios por el nivel de actividad.*

1. Las sociedades y agencias de valores deberán disponer en todo momento, para cubrir los riesgos derivados de su nivel de actividad, de unos recursos propios no inferiores a un 25 por 100 de los gastos de estructura cargados en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio precedente.

2. La entidad podrá ajustar este importe, previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si su actividad hubiera disminuido sustancialmente con respecto al ejercicio anterior.

Igualmente, la entidad deberá ajustar este importe si su actividad estuviera aumentando sensiblemente con respecto al ejercicio anterior; la nueva base de cálculo será sometida a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Cuando la entidad no haya completado un ejercicio se tomarán como base de cálculo los gastos de estructura previstos en el plan de negocios a que se refiere el párrafo c) del artículo 3 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, salvo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores exija la modificación de dicho plan.

4. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores determinarán las partidas contables integrantes de los gastos de estructura, el grado de variación en la actividad a que se refiere el apartado 2 anterior, así como las circunstancias en que lo dispuesto en este artículo podrá resultar de aplicación a los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores.

Capítulo IV

Otras normas de solvencia

Artículo 54. *Límites a los grandes riesgos.*

1. Resultará también de aplicación a las sociedades y agencias de valores y a sus grupos consolidables lo dispuesto en el artículo 30, con las modificaciones que se derivan del presente artículo. A estos efectos, las menciones que en aquel artículo se hacen a los grupos consolidables de entidades de crédito, a las entidades de crédito y al Banco de España se entenderán hechas en el presente precepto a los grupos consolidables de sociedades y agencias de valores, a las sociedades y agencias de valores y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los límites de los apartados 2 y 3 del citado artículo se calcularán en relación a la definición de recursos propios a que se refiere el artículo 39, y deberán ser respetados en todo momento por las sociedades y agencias de valores y por sus grupos consolidables.

2. Se considerará que los riesgos totales de una entidad o grupo consolidable frente a una misma persona o grupo económico serán el resultado de la agregación de los riesgos que se deriven de su cartera de valores de negociación con los que se deriven del resto de su actividad, calculados estos últimos según lo previsto en la Sección III del Capítulo III, si bien se estimará que el riesgo derivado de los activos que se deduzcan de los recursos propios computables es nulo.

A efectos de esta agregación, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecerán el método para el cálculo de las posiciones de riesgo que, frente a una misma persona o grupo económico, mantengan en su cartera de valores de negociación las entidades y los grupos consolidables.

El presente número no se aplicará a aquellas sociedades y agencias de valores y grupos consolidables de éstas a las que no les resulten de aplicación las normas contenidas en la Sección II del Capítulo III. Estas sociedades y agencias de valores y grupos consolidables se regirán en lo relativo a los límites a los grandes riesgos, por las normas del artículo 30, sin más modificaciones que las que se derivan de lo establecido en el apartado 1 del presente artículo.

3. No obstante lo anterior, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer un método alternativo para el tratamiento de los grandes riesgos derivados de la cartera de valores de negociación, que permita que dichos riesgos superen los límites mencionados en el apartado 1, si bien calculados en relación a la definición alternativa de recursos propios, basado en el establecimiento de recargos por concentración, y que sólo podrá ser utilizado, en su caso, por aquellas sociedades y agencias de valores y grupos consolidables de éstas que apliquen las normas contenidas en la Sección II del Capítulo anterior. En todo caso, los riesgos ajenos a la mencionada cartera de valores de negociación nunca deberán superar los límites de referencia calculados en relación a la definición de recursos propios del artículo 39.

Artículo 55. *Límites a las operaciones y control de riesgos.*

1. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán establecer, en relación con las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables, normas de obligado cumplimiento para la cobertura de riesgos de la misma o análoga naturaleza mediante operaciones de signo contrario, así como prohibiciones expresas o limitaciones a determinadas posiciones abiertas o rúbricas de activo. En particular, podrán fijar normas a seguir para la cobertura total o parcial del riesgo de tipo de cambio mediante el mantenimiento de las correspondientes proporciones entre los saldos de activo y de pasivo en cada divisa que deriven de operaciones tanto al contado como a plazo.

2. Las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables deberán establecer un sistema interno de seguimiento y evaluación continuada de todos sus riesgos, en especial el riesgo de tipo de interés de todas sus actividades.

De los resultados de dicho sistema interno se dará cuenta, con periodicidad al menos mensual, al Consejo de Administración de la sociedad o agencia de valores, o de la entidad obligada a presentar las cuentas consolidadas. La Comisión Nacional del Mercado de Valores será informada de la organización de dicho sistema y de sus resultados. Se faculta asimismo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para establecer los requisitos mínimos que deberán cumplir tales sistemas internos de evaluación de riesgos, así como la frecuencia y la extensión de las informaciones que le deban ser facilitadas.

Artículo 56. *Adopción de medidas para retornar al cumplimiento de las exigencias de recursos propios y de los grandes riesgos.*

1. Cuando una sociedad o agencia de valores o un grupo consolidable de éstas presente un nivel de recursos propios inferior al mínimo exigible en virtud de lo dispuesto en este título y disposiciones que lo desarrollen, informará de ello con carácter inmediato a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y presentará un programa en el que se concreten sus planes para retornar al cumplimiento. Dicho programa deberá, al menos, hacer referencia a los siguientes aspectos: identificación de las causas del incumplimiento del nivel de recursos propios exigible; plan para retornar al cumplimiento, que incluirá tanto la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados como medidas a adoptar para el aumento de su nivel de recursos propios, y plazos para retornar al cumplimiento.

Dicho programa deberá ser aprobado, si procede, en un plazo máximo de tres meses desde su presentación, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien podrá fijar medidas adicionales a las propuestas, con el fin de asegurar el retorno a los niveles exigidos. Transcurrido el plazo señalado sin que hubiera recaído resolución expresa, el programa presentado se entenderá aprobado.

2. Cuando una sociedad o agencia de valores o sus grupos consolidables incumplan las limitaciones a que se refiere el artículo 54, o las que se establezcan en desarrollo de lo dispuesto en el apartado 1 del artículo 55, se seguirá un procedimiento similar al descrito en el apartado anterior.

Artículo 57. *Aplicación de resultados en el caso de incumplimiento de las exigencias de recursos propios.*

1. Cuando el nivel de recursos propios de una sociedad o agencia de valores o de sus grupos consolidables descienda por debajo del 80 por 100 del mínimo exigible en virtud de lo dispuesto en este título y en las disposiciones que lo desarrollen, la entidad en cuestión, o todas y cada una de las entidades pertenecientes al grupo consolidable, deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios.

Se exceptúan de esta obligación las filiales en las que las entidades incluidas en el grupo consolidable posean, al menos, el 90 por 100 de los derechos de voto y del

capital, que a nivel individual satisfagan el nivel mínimo exigible de recursos propios.

2. Cuando el déficit a que alude el número precedente sea igual o inferior al 20 por 100, la entidad, o todas y cada una de las entidades pertenecientes al grupo consolidable, con la excepción allí indicada, someterán su distribución de resultados a la autorización previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas atendiendo al programa de la entidad o grupo consolidable para retornar a los niveles mínimos; ese porcentaje será igual al 50 por 100 de los beneficios. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir un porcentaje superior cuando de las circunstancias de la entidad o del grupo resulte que no haya otras medidas eficaces para retornar al cumplimiento de las normas infringidas o cuando las propuestas del mencionado programa sean insuficientes para ello. La autorización se entenderá otorgada si transcurrido un mes desde la solicitud no hubiera recaído resolución expresa.

3. Lo dispuesto en este artículo y en el precedente se entiende sin perjuicio de la aplicación de las sanciones que, en su caso, puedan corresponder.

Titulo III

Disposiciones relativas a entidades aseguradoras y sus grupos

Artículo 58. Grupos consolidables de entidades aseguradoras

1. Los grupos consolidables de entidades aseguradoras son aquellos grupos financieros en los que concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que una entidad aseguradora controle a una o a varias entidades financieras.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades aseguradoras.

c) Que una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable controle a varias entidades, todas ellas aseguradoras.

2. A efectos de lo dispuesto en el número precedente, se entenderá que la actividad principal de una entidad consiste en tener participaciones en entidades aseguradoras cuando concurren en ella los dos siguientes requisitos simultáneamente:

a) Que la entidad sea de las contempladas en el párrafo h) del apartado 1 del artículo 3 de este Real Decreto.

b) Que más de la mitad de su cartera de inversiones financieras permanentes en capital esté constituida por acciones u otros tipos de valores representativos de participaciones en entidades aseguradoras o en empresas, cualquiera que sea su denominación o estatuto, que, de acuerdo con la normativa que les resulte aplicable, ejerzan las actividades típicas de las entidades aseguradoras.

Artículo 59. Supervisión prudencial.

Los grupos consolidables de entidades aseguradoras quedarán sometidos a la supervisión de la Dirección General de Seguros del Ministerio de Economía y Hacienda sobre base consolidada.

Artículo 60. Entidad obligada.

La entidad obligada de un grupo consolidable de entidades aseguradoras será su entidad dominante, siempre que ésta sea una aseguradora. Cuando la dominante sea una entidad no aseguradora y en los supuestos contemplados en el párrafo c) del apartado 1 del artículo 58 anterior, la entidad obligada será designada por la Dirección General de Seguros.

Artículo 61. Obligación de disponer del margen de solvencia.

1. Se modifica el artículo 76.1 del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado, aprobado por el Real Decreto 1348/1985, de 1 de agosto, en su versión dada por el Real Decreto 2021/1986, de 22 de agosto, que queda redactado de la siguiente forma:

«1. Las entidades aseguradoras deberán disponer, en todo momento, como margen de solvencia, de un patrimonio propio no comprometido suficiente en relación a los riesgos asumidos por la totalidad de las operaciones en España o fuera de ella.»

2. Se añade al artículo 76 del Reglamento de Ordenación un apartado 4 del siguiente tenor:

«4. Los grupos consolidables de entidades aseguradoras a que se refiere el artículo 25 de la Ley deberán disponer, en todo momento, como margen de solvencia, de un patrimonio consolidado no comprometido suficiente para cubrir la suma de las exigencias legales de solvencia aplicables a cada una de las entidades del grupo.

La misma exigencia de margen de solvencia resultará aplicable a los subgrupos consolidables de entidades aseguradoras a que se refiere el artículo 25.7 de la Ley.

En cumplimiento por el grupo o, en su caso, el subgrupo de lo dispuesto en los párrafos precedentes no exonerará a las entidades aseguradoras que se integren en uno u otro la obligación de cumplir a título individual sus requerimientos de recursos propios.»

Artículo 62. Patrimonio propio no comprometido.

1. Se modifica el artículo 77 del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado, que queda redactado de la siguiente forma:

«Artículo 77. Patrimonio propio no comprometido.

1. El patrimonio propio no comprometido, a los efectos del margen de solvencia individual a que se refiere el artículo 25.1 de la Ley comprende las partidas que a continuación se relacionan, deducidas

las que se especifican en el número 2 de este artículo:

a) El capital social desembolsado o el fondo mutual.

b) La mitad de la parte de capital suscrito pendiente de desembolso.

c) La reserva por prima de emisión de acciones, las diferencias por actualizaciones del activo y las reservas patrimoniales.

d) La parte del saldo acreedor de la cuenta de pérdidas y ganancias que se destine a aumentar los fondos propios de la entidad.

e) El saldo acreedor del fondo permanente con la casa central, para las delegaciones de sociedades extranjeras.

f) La derrama pasiva, cuando sea exigible a los mutualistas, en los términos del artículo 25 de este Reglamento, con el límite del 50 por 100 de las cuotas netas de anulaciones del seguro directo. Este sumando no podrá exceder del 50 por 100 del patrimonio propio no comprometido, evaluado antes de la incorporación de esta partida.

g) Las plusvalías resultantes de la subestimación de elementos de activo y de la sobreestimación de los elementos de pasivo, en la medida que dichas plusvalías no tengan carácter excepcional y se haya obtenido aceptación de la Dirección General de Seguros, previa solicitud y justificación por parte de la entidad.

h) El 50 por 100 de los beneficios futuros, referidos exclusivamente al ramo de vida. Para el cálculo de su importe se hallará la media aritmética de los resultados ordinarios obtenidos en el ramo durante los últimos cinco años, y la media así obtenida se multiplicará por el factor que represente la duración residual media de los contratos, sin que dicho factor pueda ser superior a 10. Cuando la entidad no pueda justificar la duración residual media de los contratos, el factor a utilizar será igual a 5.

i) Las comisiones descontadas que se encuentren técnicamente pendientes de amortizar, con el límite por póliza del 3,5 por 100 de la diferencia que exista entre el capital asegurado y la provisión matemática. De la cifra que resulte deberá deducirse el importe de las comisiones descontadas que hayan sido activadas.

j) El 75 por 100 del exceso de la provisión de riesgos en curso, calculada por los procedimientos previstos en el artículo 57.1, b) y c), sobre la cantidad que resultaría de haber aplicado el procedimiento póliza a póliza previsto en el artículo 57.1, a). La cantidad a computar por dicho exceso no podrá superar el 20 por 100 del margen de solvencia, evaluado antes de la incorporación de esta partida.

2. Las partidas que deberán deducirse de las anteriores para el cómputo del patrimonio propio no comprometido son las siguientes:

a) Los gastos de establecimiento, que figuren en el activo del balance. Se entenderán por gastos

de establecimiento los gastos de constitución, los de primer establecimiento, los de ampliación de capital y los demás gastos de naturaleza análoga.

b) Los gastos de distribuir en varios ejercicios que figuren en el activo del balance por tener proyección económica futura, salvo cuando tengan la condición de cuentas compensadoras de pasivo.

c) El saldo deudor de la cuenta de pérdidas y ganancias.

d) Los resultados negativos de ejercicios anteriores.

e) Las minusvalías resultantes de la sobreestimación de los elementos de activo o de la subestimación de los elementos de pasivo. Se incluirán en esta partida las obligaciones, provisiones o deudas que puedan no haberse contabilizado en virtud de alguna disposición legal.

f) En general, cualesquiera otras partidas que carezcan de valor de realización.»

2. Se añade un nuevo artículo 77 bis al Reglamento de Ordenación del Seguro Privado del siguiente tenor:

«Artículo 77 bis. *Patrimonio propio no comprometido de los grupos consolidables de entidades aseguradoras.*

1. A efectos de lo establecido en el artículo 25.2 de la Ley, el patrimonio no comprometido computable por los grupos consolidables de entidades aseguradoras comprenderá las siguientes partidas:

a) El capital social desembolsado o el fondo mutual de la sociedad dominante.

b) La mitad de la parte de capital suscrito pendiente de desembolso de la sociedad dominante.

c) La reserva por prima de emisión de acciones, las diferencias por actualizaciones del activo y las reservas patrimoniales del grupo consolidable.

d) El saldo acreedor de las reservas en sociedades consolidadas.

e) El saldo acreedor de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada, con el límite de la parte destinada, en cada sociedad del grupo consolidable, a incrementar sus recursos propios.

f) Las diferencias negativas de consolidación, salvo cuando tengan la naturaleza de provisión para riesgos y gastos.

g) Los intereses minoritarios, con el límite, para los que correspondan a su participación en los resultados de las sociedades dependientes, de la parte destinada a incrementar sus recursos propios.

h) Las plusvalías derivadas de la subestimación de elementos de activo o de la sobreestimación de elementos de pasivo estén o no reflejadas en el balance consolidado.

i) La derrama pasiva, cuando sea exigible a los mutualistas de la entidad dominante, en los términos previstos en el artículo 25 de este Reglamento, con el límite de las cuotas netas de anulaciones del

seguro directo de dicha entidad dominante. Este sumando no podrá exceder del 50 por 100 del patrimonio propio consolidado no comprometido, evaluado antes de la incorporación de esta partida.

j) El 50 por 100 de la suma de los beneficios futuros, referidos exclusivamente al ramo de vida, de la sociedad dominante y de las dependientes. Para el cálculo de su importe se hallará, en cada sociedad, la media aritmética de los resultados ordinarios obtenidos en el ramo durante los últimos cinco años, y la media así obtenida se multiplicará por el factor que represente la duración residual media de los contratos, sin que dicho factor pueda ser superior a 10. Cuando alguna de las sociedades no pueda justificar la duración residual media de los contratos, el factor a utilizar será igual a 5.

k) La suma de las comisiones descontadas que, en la sociedad dominante y en las dependientes, se encuentren técnicamente pendientes de amortizar, con el límite por póliza del 3,5 por 100 de la diferencia que exista entre el capital asegurado y la provisión matemática. De la cifra que resulte deberá deducirse el importe de las comisiones descontadas que hayan sido activadas.

l) El 75 por 100 del exceso que, tanto en la sociedad dominante como en las sociedades dependientes, represente la provisión de riesgos en curso calculada por los procedimientos previstos en el artículo 57.1, b) y c), sobre la cantidad que resultaría de haber aplicado el procedimiento póliza a póliza prevista en el artículo 57.1, a). La cantidad a computar por dicho exceso no podrá superar el 20 por 100 del margen de solvencia, evaluado antes de la incorporación de esta partida.

2. Las partidas que deberán deducirse de las anteriores para el cómputo del patrimonio propio consolidado no comprometido son los siguientes:

a) Los gastos de establecimiento, tal como se definen en el artículo 77.2, a), que figuren en el activo del balance de la sociedad dominante y de las dependientes.

b) Los gastos a distribuir en varios ejercicios que, por tener proyección económica futura, figuren en el activo del balance de la sociedad dominante y de las dependientes.

c) El saldo deudor de las cuentas de pérdidas y ganancias consolidada.

d) Los resultados negativos de ejercicios anteriores del grupo consolidable.

e) Las minusvalías resultantes de la sobreestimación de los elementos de activo o de la subestimación de los elementos de pasivo de la sociedad dominante y de las dependientes. se incluirán en esta partida las obligaciones, provisiones o deudas que puedan no haberse contabilizado en virtud de alguna disposición legal.

f) En general, cualesquiera otras partidas de la sociedad dominante o de las dependientes que carezcan de valor de realización.

Se entiende por diferencia negativa de consolidación la diferencia negativa existente entre el valor contable de la participación de la dominante en el capital de la sociedad dependiente y el valor de la parte proporcional de los fondos propios de la mencionada sociedad dependiente, atribuible a dicha participación en la fecha de la toma de la misma.

Se entienden por reservas en sociedades consolidadas las reservas generadas por las sociedades dependientes desde la fecha de la primera consolidación, incluidas aquellas que no hayan pasado por sus cuentas de resultados, una vez deducida la parte de dichas reservas que correspondan a los socios externos.»

Artículo 63. *Medidas cautelares.*

Se añade un apartado 5 al artículo 120 del Reglamento de Ordenación del Seguro Privado con el siguiente texto:

«5. Lo dispuesto en el número 2 del presente artículo podrá aplicarse a los grupos consolidables de entidades aseguradoras cuando se aprecie, con referencia al grupo, alguna de las situaciones especificadas en las letras b), c), d), e) o f) del número 1 de este artículo.

Se entenderá que concurre en el grupo consolidable de entidades aseguradoras la situación prevista en la letra b) del número 1 de este artículo cuando exista déficit en el cálculo de las provisiones a que se hace referencia en dicha letra, en los porcentajes que en la misma se indican, en cualquiera de las entidades que integren el grupo consolidable de entidades aseguradoras.

Para apreciar la posible concurrencia en el grupo consolidable de entidades aseguradoras de la situación prevista en la letra c) del número 1 de este artículo, se tendrá en cuenta el estado de cobertura de provisiones técnicas del grupo consolidable, que se obtendrá por la agregación de los estados de cobertura individuales de cada una de las entidades del grupo. La Dirección General de Seguros podrá requerir de la entidad dominante la presentación del indicado estado de cobertura de provisiones técnicas referido a todo el grupo consolidable de entidades aseguradoras.

Se entenderá que concurre en el grupo consolidable de entidades aseguradoras cualquiera de las situaciones previstas en las letras e) y f) del número 1 de este artículo cuando tales situaciones se hayan producido en cualquiera de las entidades que integren el grupo.»

Título IV

Disposiciones relativas a otros grupos consolidables de entidades financieras

Artículo 64. *Definición.*

1. Los grupos consolidables de entidades financieras a los que se refiere el capítulo IV de la Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre Recursos Propios y Supervisión en Base

Consolidada de las entidades financieras, son aquellos grupos consolidados de entidades de esa naturaleza en los que no concurra ninguna de las siguientes circunstancias:

a) Que una entidad de crédito, una sociedad o agencia de valores, o una entidad aseguradora controle a una o varias entidades financieras.

b) Que la entidad dominante sea una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades de crédito, o una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en sociedades y agencias de valores, o una entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades aseguradoras.

c) Que una persona física, un grupo de personas que actúen sistemáticamente en concierto, o una entidad no consolidable controle a varias entidades, todas ellas de crédito, o todas ellas sociedades y agencias de valores, o todas ellas aseguradoras.

2. En todo caso, para que un grupo tenga la consideración de grupo consolidable de entidades financieras deberá incluir, al menos, una entidad financiera sometida a estatuto especial, entendiéndose por tal la supervisada de forma individual bien por el Banco de España, bien por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, bien por la Dirección General de Seguros.

Artículo 65. *Supervisión prudencial.*

1. La supervisión de los grupos consolidables de entidades financieras regulados en el presente Título corresponderá al organismo estatal responsable de la vigilancia y control de forma individual de la entidad dominante del grupo.

2. Cuando la entidad dominante no esté supervisada en base individual por un organismo estatal español, el Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de los organismos supervisores directamente afectados, designará al responsable de la supervisión del grupo, atendiendo tanto al tipo e importancia relativa de las diferentes actividades realizadas por el grupo, como a la dimensión relativa de las diferentes entidades financieras integradas en él, medida en función de los activos totales, ingresos y gastos, y riesgos asumidos, y a la importancia de los fondos ajenos o valores, poseídos o administrados por las entidades.

Todo lo que antecede es sin perjuicio de lo previsto en el segundo párrafo del apartado 3 del artículo 8 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo.

Artículo 66. *Entidad obligada.*

La entidad que deberá cumplir los deberes propios de un grupo consolidable de entidades financieras de los regulados en el presente título será su entidad dominante, siempre que ésta esté sometida a estatuto especial. En los demás casos será designada por el organismo responsable de la supervisión del grupo.

Artículo 67. *Normas de aplicación.*

1. Serán aplicables a los grupos consolidables de entidades financieras regulados en el presente título las nor-

mas de requerimientos de recursos propios mínimos, composición de los recursos propios y sus deducciones y limitaciones, límites a grandes riesgos y a otras operaciones o posiciones, consolidación de cuentas, régimen de supervisión, procedimiento sancionador y reglas de actuación en caso de insuficiencia de recursos propios que correspondan a su entidad obligada.

2. No obstante lo dispuesto en el número anterior, cuando en un grupo consolidable de entidades financieras que tenga como sociedad dominante a una cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades financieras, y en el mismo se integre una entidad de crédito, los límites a las participaciones cualificadas en empresas no financieras, reguladas en el artículo 24, deberán respetarse sobre base consolidada, salvo en el caso de que resulte aplicable a dicho grupo la deducción de los activos líquidos establecida en el artículo 40.

3. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 1 de este artículo, cuando la entidad dominante de un grupo consolidable de entidades financieras sea una de las mencionadas en el párrafo h) del apartado 1 del artículo 3 del presente Real Decreto, y más de la mitad de su cartera de inversiones financieras permanentes en capital esté constituida por acciones u otros tipos de valores representativos de participaciones en entidades no financieras, los recursos propios computables del grupo consolidable se reducirán en la cuantía que resulte de aplicar a los recursos propios de la entidad dominante la proporción que supongan sus participaciones en entidades no financieras sobre el total de sus inversiones financieras permanentes en capital.

4. Si en el grupo se integraran exclusivamente sociedades de inversión mobiliaria, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, sociedades gestoras de cartera y sociedades instrumentales de cualquiera de ellas o que ejerzan sus actividades típicas, se tomará como referencia la normativa sobre instituciones de inversión colectiva, en los términos que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Disposición adicional primera. *Instituto de Crédito Oficial.*

1. No obstante su carácter de entidad de crédito al Instituto de Crédito Oficial no le serán exigibles las previsiones de este Real Decreto, sin perjuicio de las disposiciones que le sean de aplicación en cuanto al cumplimiento del nivel mínimo de recursos propios.

A tal efecto, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa el Banco de España, concretarán la forma de llevar a cabo ese cumplimiento, de acuerdo con los principios que resulten de lo previsto en este Real Decreto para las entidades de crédito.

2. En las emisiones de valores que realice el Instituto de Crédito Oficial que vayan a representarse mediante anotaciones en cuenta, la publicación de las características de la emisión en el *Boletín Oficial del Estado* sustituirá a la escritura pública a que se refiere el artículo 6, párrafo cuarto, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, surtiendo la citada publicación el efecto previsto en el artículo 10 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuentas y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Disposición adicional segunda. *Relación de sociedades.*

El Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de sus respectivas competencias, llevarán una relación de las sociedades cuya actividad principal consista en tener participaciones en entidades financieras que sean sociedades dominantes de un grupo sometido a su supervisión.

Dichos organismos informarán anualmente de las sociedades inscritas a las autoridades competentes de los restantes Estados miembros de las Comunidades Europeas y a la Comisión de las Comunidades Europeas.

Disposición adicional tercera. *Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales.*

No obstante lo dispuesto en el artículo 19 de este Real Decreto, el grupo asociado Banco de Crédito Agrícola-Cajas Rurales tendrá la consideración de organismo central.

Disposición transitoria primera. *Concentración de riesgos.*

1. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 1 de la disposición final tercera, y hasta el 31 de diciembre de 1998:

a) El límite máximo a la concentración de riesgos con una sola persona o grupo económico ajeno, establecido en el párrafo primero del apartado 2 del artículo 30, será del 40 por 100 de los recursos propios;

b) el límite máximo a la concentración de riesgos con el propio grupo, establecido en el segundo párrafo del apartado 2 del artículo 30, será del 30 por 100, y

c) el porcentaje a partir del cual se considerará contraído un gran riesgo, fijado en el apartado 1 del artículo 30, será del 15 por 100.

2. Los grupos consolidables de entidades de crédito o las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos, que en la fecha de entrada en vigor del artículo 30 no se adapten a lo dispuesto en él, presentarán al Banco de España calendarios de adaptación, aplicándose un régimen equivalente al del artículo 34 de este Real Decreto.

Disposición transitoria segunda. *Plazo de ajuste.*

Los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos que el día 1 de enero de 1993 superasen el límite establecido en el artículo 31 dispondrán, a partir de esa fecha, de un plazo de siete años para ajustarse a esa limitación, y deberán presentar al Banco de España calendarios de adaptación, aplicándose en relación con los mismos un régimen equivalente al del artículo 34.

Disposición transitoria tercera. *Sociedades y agencias de valores.*

Lo dispuesto en la disposición transitoria primera resultará también aplicable para las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables en relación con lo

previsto para éstos en el artículo 54, sin perjuicio de que la fecha de entrada en vigor de este último artículo se anticipe al 1 de enero de 1993. Las competencias que en esa disposición se atribuyen al Banco de España corresponderán, en este caso, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Disposición derogatoria única. *Cláusula derogatoria.*

En la fecha de entrada en vigor de este Real Decreto quedarán derogadas todas las disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a su contenido y, en especial, las siguientes:

1. El Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, sobre recursos propios de las Entidades de Depósito, con excepción de lo establecido en los apartados 1, 2 y 3 de su artículo 7, y sin perjuicio de lo establecido para el límite de concentración de riesgos en el párrafo b) del apartado 1 de la disposición final tercera del presente Real Decreto.

2. El Real Decreto 1044/1989, de 28 de agosto, sobre recursos propios de las entidades de crédito distintas de las de depósito, sin perjuicio de lo establecido para las sociedades mediadoras en el mercado de dinero en el párrafo a) del apartado 1 de la disposición final tercera del presente Real Decreto.

3. El Real Decreto 1371/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la consolidación de los estados contables de las entidades de depósito.

4. Los artículos 16 al 19, ambos inclusive, del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores.

Disposición final primera. *Carácter básico.*

El presente Real Decreto tiene carácter básico conforme a lo dispuesto en el artículo 149.1, 11.ª y 13.ª de la Constitución.

Disposición final segunda. *Potestades del Banco de España.*

1. Además de las potestades que le atribuyen los artículos de este Real Decreto, el Banco de España podrá ejercer las siguientes:

a) Establecer la frecuencia y la forma de las declaraciones de control de los recursos propios y del cumplimiento de las limitaciones exigibles con arreglo al presente Real Decreto. Especialmente, regulará el Banco de España el régimen de notificación de los grandes riesgos, tal como se definen éstos en el apartado 1 del artículo 30.

b) Exceptuar de los límites a la concentración de riesgos establecidos en el artículo 30 las cesiones de fondos que realicen entidades de crédito para canalizar de modo sistemático recursos al mercado interbancario a través de otra entidad de crédito intermediaria, en el marco de un acuerdo aprobado por el propio Banco de España.

c) De conformidad con lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, apreciar la equivalencia de los requerimientos o limitaciones exigibles a las entidades de crédito extranjeras en relación a las obligaciones

establecidas en el presente Real Decreto, y acordar, en su caso, la exclusión de sus sucursales en España del cumplimiento de dichas obligaciones.

d) Definir los conceptos contables que hayan de integrar los recursos propios y sus deducciones y las diferentes categorías de riesgos, activos y compromisos sujetos a las obligaciones establecidas en el presente Real Decreto y en sus normas de desarrollo.

2. Además de las potestades que le atribuyen los artículos anteriores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ejercer las siguientes:

a) Establecer la frecuencia y la forma de las declaraciones de control de los recursos propios y de cumplimiento de las limitaciones exigibles con arreglo al presente Real Decreto.

b) Establecer la periodicidad y la forma en que las sociedades o agencias de valores y sus grupos consolidables deberán notificar los grandes riesgos que asuman, a los que se refiere el artículo 54.

c) Definir los conceptos contables que hayan de integrar los recursos propios y sus deducciones y las diferentes categorías de riesgos, activos y compromisos sujetos a las obligaciones establecidas en el presente Real Decreto y en sus normas de desarrollo.

Disposición final tercera. *Entrada en vigor.*

1. El presente Real Decreto entrará en vigor el 1 de enero de 1993. No obstante, entrarán en vigor el 1 de enero de 1994:

a) Lo dispuesto en el artículo 27, manteniéndose vigente, entre tanto, para las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero, lo previsto en la última frase del párrafo c) del apartado 1 del artículo 3 del Real Decreto 1044/1989, de 28 de agosto;

b) lo establecido en el artículo 30, sobre límites a los grandes riesgos, manteniéndose vigente, entre tanto, el límite establecido en el artículo 10, y las reglas concordantes para su aplicación, del Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto.

2. Sin perjuicio de la fecha de entrada en vigor que se fija en el número precedente, las sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables podrán someter a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no más tarde del 31 de diciembre de 1992, programas de adaptación a las disposiciones de este Real Decreto. A estos programas se les aplicará lo previsto en el artículo 56.

Disposición final cuarta. *Facultades para desarrollo.*

1. Sin perjuicio de las previsiones específicas contenidas en este Real Decreto, el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las disposiciones necesarias para su desarrollo y ejecución.

2. Toda norma que se dicte en desarrollo de lo que se prevé en el presente Real Decreto y pueda afectar directamente a entidades financieras sujetas a la supervisión

del Banco de España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o de la Dirección General de Seguros se dictará previo informe de éstas.

3. Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda a modificar el importe de 2.000 millones de pesetas que figura en el apartado 1 del artículo 44, cuando ello venga impuesto por cambios en la normativa comunitaria o en la apreciación de la unidad de cuenta europea.

Orden de 30 de diciembre de 1992 sobre normas de solvencia de las Entidades de Crédito (BOE del 8 de enero de 1993) (*).

La presente Orden, haciendo uso de las facultades otorgadas por el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, desarrolla las reglas en materia de recursos propios exigibles a las Entidades de Crédito y a sus grupos consolidables.

En general, los requerimientos de recursos propios, las ponderaciones aplicables a los diversos activos, y los límites a la concentración de los riesgos establecidos por esta Orden se atienen a los mínimos previstos en la normativa comunitaria y en el propio Real Decreto que se desarrolla, evitándose exigencias adicionales que pudieran poner en injustificada desventaja a las Entidades españolas. No obstante, se ha considerado prudente establecer algún requisito adicional más riguroso con el fin de incrementar la solvencia de las Entidades destinatarias de esta norma.

En su virtud, previa propuesta del Banco de España, dispongo:

Artículo 1.º *Ambito de aplicación.*—1. Lo dispuesto en la presente Orden será de aplicación a las Entidades de Crédito, y a los grupos y subgrupos consolidables de Entidades de Crédito tal y como se definen en el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades financieras (en adelante el Real Decreto).

Igualmente, la presente Orden resultará de aplicación a los grupos consolidables de Entidades financieras, distintos de los grupos consolidables de Entidades de Crédito, cuya supervisión prudencial corresponda al Banco de España en virtud de lo dispuesto en el título IV del Real Decreto.

2. Las referencias que en los artículos posteriores se realizan a los grupos consolidables de Entidades de Crédito se extienden a los subgrupos consolidables de las mismas y a los grupos aludidos en el último párrafo del número precedente.

Art. 2.º *Recursos propios computables.*—1. La disposición de los fondos a que se refiere la letra *d)* del apartado 1 del artículo 20 del Real Decreto, requerirá previa autorización del Banco de España.

2. Se habilita al Banco de España para establecer el importe unitario de las financiaciones otorgadas al personal de la Entidad de Crédito o de otras Entidades de su grupo consolidable que puedan excluirse de la deducción de los recursos propios prevista en la letra *c)* del apartado 1 del artículo 21 del Real Decreto.

Art. 3.º *Riesgo de crédito.*—1. Atendiendo a la naturaleza de la contraparte y a las garantías y características de los activos, éstos se clasificarán, a efectos de su ponderación en el coeficiente de solvencia, de acuerdo con lo previsto en el artículo 26 del Real Decreto, en los siguientes grupos de riesgo:

l) Activos con ponderación nula.

a) Activos frente a la Administración del Estado y el Banco de España; frente a las administraciones centrales

y bancos centrales de los países pertenecientes a las Comunidades Europeas, de los países miembros de pleno derecho de la OCDE y de aquellos que hayan concertado acuerdos especiales de préstamo con el Fondo Monetario Internacional en el marco de los Acuerdos Generales de Empréstito.

b) Activos frente a las comunidades europeas, como tales.

c) Activos frente a los organismos autónomos dependientes de la Administración del Estado y frente a los entes públicos dependientes de la misma que tenga la naturaleza prevista en la letra *b)* del número 1, o en el número 5, ambos del artículo 6 del Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria.

d) Activos que representen créditos expresamente garantizados por los bancos centrales y administraciones centrales y los organismos autónomos y entes públicos mencionados en las letras *a)* y *c)* precedentes.

e) Deuda pública emitida por las Comunidades Autónomas cuando las emisiones estén autorizadas por el Estado.

f) Activos frente a las administraciones centrales y bancos centrales de los países no contemplados en la letra *a)* que estén nominados y financiados en la moneda nacional del prestatario, y activos que representen créditos expresamente garantizados por las administraciones centrales y bancos centrales allí contemplados, siempre que estén nominados, financiados y garantizados en la moneda nacional común el garante y del prestatario.

No obstante lo dispuesto en esta letra, estos activos soportarán una ponderación del 100 por 100 cuando el país a que pertenezca la administración central o el banco central correspondiente esté clasificado por razones de riesgo soberano, a efectos contables, como de alto riesgo.

g) Activos con garantía pignoratia de valores emitidos por las administraciones y entidades mencionados en las letras *a)* y *b)* precedentes, o de los valores a que se refiere la letra *e)*, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de los valores dados en garantía.

h) Activos garantizados con depósitos en efectivo en la Entidad de Crédito prestamista o mediante certificados de depósito emitidos por dicha entidad y depositados en ella; e

i) Billetes y monedas. Los emitidos en los países no contemplados en la letra *a)* precedente sólo recibirán esta ponderación si están financiados con pasivos denominados en su moneda nacional.

II) Activos con ponderación del 20 por 100.

a) Activos que representen créditos sobre el Banco Europeo de Inversiones o sobre los Bancos Multilaterales de Desarrollo.

Son Bancos Multilaterales de Desarrollo los siguientes: el Banco Internacional para la Reconstrucción y Fomento y la Corporación Financiera Internacional, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Asiático de Desarrollo, el Banco Africano de Desarrollo, el Fondo de Reinstalación del Consejo de Europa, el Banco Nórdico de Inversión, el

Banco de Desarrollo del Caribe y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

El Banco de España actualizará la relación de los Bancos Multilaterales de Desarrollo, cuando así proceda, en aplicación de normas comunitarias.

b) Activos frente a las Comunidades Autónomas, no incluidos en la letra e) del número 1), y sobre las Corporaciones Locales españolas.

c) Activos frente a las administraciones regionales y locales de los restantes países mencionados en la letra a) del número 1 precedente.

d) Activos frente a los organismos autónomos y entes públicos dependientes de las comunidades autónomas siempre que, conforme a las leyes aplicables, tengan análoga naturaleza a la prevista para los dependientes de la Administración del Estado en la letra c) del citado número 1, y sobre los organismos o entes públicos de naturaleza administrativa dependientes de las corporaciones locales, siempre que carezcan de fines lucrativos y desarrollen actividades propias de dichas corporaciones.

e) Activos que representen créditos expresamente garantizados por las entidades financieras, las administraciones territoriales, los organismos autónomos y los entes públicos mencionados en las letras a), b), c) y d) precedentes.

f) Activos con garantía pignoraticia de valores emitidos por las entidades financieras y las administraciones territoriales mencionadas en las letras a), b) y c) precedentes, salvo los contemplados en la letra e) del número 1 precedente, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de los valores dados en garantía.

g) Activos que representen créditos sobre Entidades de Crédito autorizadas en alguno de los países mencionados en la letra a) del número 1 precedente, salvo deudas subordinadas y financiaciones similares, y activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas Entidades de Crédito.

h) Activos que representen créditos cuya duración sea inferior o igual a un año sobre Entidades de Crédito domiciliadas en países distintos de los mencionados en la letra a) del número 1 precedente, salvo deudas subordinadas y financiaciones similares, y activos que representen créditos cuya duración sea inferior o igual a un año expresamente garantizados por dichas Entidades de Crédito.

i) Activos garantizados por depósitos en efectivo en Entidades de Crédito españolas o autorizadas en los países mencionados en la letra a) del número 1 precedente, o por certificados de depósito emitidos por dichas Entidades de Crédito y depositados en la entidad prestamista, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de dichos certificados.

j) Activos que representen créditos sobre sociedades y agencias de valores españolas, o sobre empresas de inversión de los restantes países mencionados en la letra a) del número 1 precedente, salvo deudas subordinadas y financiaciones similares, y activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas entidades.

k) Activos que representen créditos sobre cámaras de compensación, incluido el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, y organismos rectores de mercados secundarios oficiales u organizados, reconocidos en España o en alguno de los restantes países mencionados en la letra a) del número 1 precedente, siempre que cuenten con mecanismos de garantía suficientes para cubrir los riesgos frente a ellos.

III) Activos con una ponderación del 50 por 100.

a) Créditos íntegramente garantizados con hipotecas sobre viviendas que ocupe o vaya a ocupar el prestatario o que éste vaya a ceder en arrendamiento, y participaciones hipotecarias sobre tales créditos.

A estos efectos los créditos se considerarán íntegramente garantizados cuando las hipotecas cumplan los requisitos exigidos por la legislación del mercado hipotecario para servir de garantía a los valores emitidos en su marco, o cuando teniendo como garantía hipotecaria viviendas terminadas, el riesgo vivo sea inferior al 80 por 100 del valor de tasación de las mismas.

b) Valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria previstos en la Ley 19/1992, de 7 de julio, siempre que su calidad crediticia, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sea, al menos, igual que la de los créditos hipotecarios subyacentes.

IV) Activos con una ponderación del 100 por 100.

a) Activos representativos de créditos no mencionados en los números precedentes.

b) Acciones y participaciones, acciones sin voto o preferentes de cualquier clase, así como deudas subordinadas y financiaciones similares.

c) Activo real, cualquiera que sea su origen y finalidad, y cualquier otra clase de activo integrado en el patrimonio de la entidad.

2. Los compromisos y las cuentas de orden relacionadas con tipos de interés y de cambio, se ponderarán, una vez ajustado su valor con los coeficientes reductores que determine el Banco de España de conformidad con lo dispuesto en la letra k) del número 2 del artículo 26 del Real Decreto, aplicando las ponderaciones atribuidas en el apartado 1 precedente a la contraparte de la operación, o, en su caso, al activo de que se trate.

3. Los riesgos deducidos de los recursos propios, y las partidas activas que tengan contablemente carácter de saldo compensatorio, no quedarán sujetos a las ponderaciones establecidas en los apartados precedentes.

4. Los créditos derivados de operaciones de arrendamiento financiero se ponderarán según la naturaleza de la contraparte.

5. Los riesgos dudosos con ponderación del 20 por 100, de acuerdo con lo dispuesto en el número 2 del apartado 1, se ponderarán con un porcentaje del 100 por 100.

6. Los intereses y comisiones devengados se asimilarán, a efectos de su ponderación, a los riesgos de que procedan; cuando no pueda determinarse la operación de procedencia o la contraparte de la misma, se ponderarán al 100 por 100.

7. La aplicación de las ponderaciones reducidas atribuidas a los riesgos con garantías personales sólo alcanzará a la parte del riesgo expresamente asegurada por el garante. Dichas garantías deberán implicar la responsabilidad directa y solidaria del garante ante la entidad una vez producido el incumplimiento del obligado al pago.

Respecto a las garantías reales mencionadas en los diversos grupos de riesgo relacionados en el apartado 1, el Banco de España podrá fijar requisitos adicionales a los allí establecidos para asegurar la plena eficacia de la garantía.

8. A los efectos de la presente norma, se entenderá por Entidades de Crédito las autorizadas en los estados miembros de las comunidades europeas y los organismos o empresas, tanto públicos como privados, que hayan sido autorizados en países distintos de los anteriores, cuya actividad responda a la definición establecida en el artículo 1.º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, y estén supervisados por las autoridades competentes de dichos países.

Art. 4.º *Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación.*—1. La cartera de valores de negociación estará integrada por los elementos descritos en el número 2 del artículo 44 del Real Decreto. Se habilita al Banco de España para establecer las condiciones que deben cumplir los activos, pasivos y compromisos a incluir en la misma, así como las partidas que integrarán la posición neta en cada clase de valor o instrumento derivado y las reglas especiales que en cada caso resulten de aplicación.

2. Las exigencias de recursos propios correspondientes a los riesgos derivados de la cartera de valores de negociación a que hace referencia el artículo 27 del Real Decreto se calcularán, conforme a lo dispuesto en los apartados siguientes, como suma de las exigencias de cobertura del riesgo de las posiciones en renta fija, en renta variable y de los otros riesgos ligados a la cartera que se describen en el apartado 8 siguiente.

No obstante, los grupos consolidables o las entidades podrán no someterse a los anteriores requerimientos y, en su lugar, aplicar los establecidos en el capítulo III del título I del Real Decreto para el cálculo del coeficiente de solvencia, cuando su cartera de negociación esté por debajo del menor de los importes fijados en el número 1 del artículo 44 del Real Decreto o si, habiendo aumentado transitoriamente, sin pasar de un semestre, no rebasa en ningún momento el menor de los siguientes importes: el 6 por 100 de su actividad total o 2.600 millones de pesetas. A estos efectos se entiende por actividad total la suma de los activos y las cuentas de orden de riesgo y compromiso. El Banco de España establecerá la forma de cómputo de los elementos integrantes de la cartera de valores de negociación para el cálculo de los umbrales de aplicación.

3. De conformidad con lo dispuesto en el número 3 del artículo 45 del Real Decreto, los recursos propios necesarios en función del riesgo específico a que se refiere el número 1 de su artículo 46, calculados sobre la posición neta en cada valor de renta fija o instrumento derivado, serán, de acuerdo con las ponderaciones que recibirán de aplicárseles el coeficiente de solvencia, los siguientes:

a) Posiciones en valores con ponderación nula: 0 por 100.

b) Posiciones en valores con ponderación del 20 por 100.

Vencimiento residual hasta seis meses: 0,25 por 100.

Vencimiento residual entre seis y veinticuatro meses: 1 por 100.

Vencimiento residual superior a veinticuatro meses: 1,6 por 100.

c) Resto de posiciones: 8 por 100.

El Banco de España podrá permitir la aplicación de los coeficientes de la letra b) a las posiciones netas incluidas en la letra c) anterior cuando, atendiendo a los requisitos mencionados en el número 3 del artículo 45 del Real Decreto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores haya calificado estas posiciones como susceptibles de recibir dicha calificación.

Asimismo, el Banco de España podrá exigir la aplicación del coeficiente del 8 por 100 a las posiciones en valores o instrumentos derivados concretos que presenten un riesgo especial, debido a la insuficiente solvencia del emisor o a la escasa liquidez de aquéllos.

4. Los recursos propios necesarios en función del riesgo general de las posiciones de renta fija o instrumentos derivados a que se refiere el número 2 del artículo 46 del Real Decreto serán establecidos por el Banco de España atendiendo a los diferentes vencimientos de las posiciones y las variaciones estimadas en los tipos de interés. Alternativamente, el Banco de España podrá autorizar a las entidades a calcularlos en base al método de la duración de las posiciones.

5. Los recursos propios necesarios en función del riesgo específico de las posiciones netas en acciones, participaciones e instrumentos derivados a que se refiere el número 2 del artículo 47 del Real Decreto serán el 4 por 100 de la posición global bruta, determinada por la suma de todas las posiciones netas, largas y cortas.

No obstante lo anterior, el Banco de España podrá reducir dicho coeficiente hasta el 2 por 100 cuando concurren simultáneamente las siguientes circunstancias, referidas a la cartera de negociación de acciones, participaciones e instrumentos derivados:

a) Que dicha cartera esté ampliamente diversificada; se entenderá que se cumple esta condición cuando no exista posición alguna cuyo valor exceda del 5 por 100 del valor de dicha cartera;

b) Que todos los valores de la cartera estén dotados de elevada liquidez, de acuerdo con los criterios que establezca la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en base a la frecuencia y volumen de contratación, y

c) Que, en su caso, las emisiones de renta fija de los emisores de las acciones y participaciones tengan un coeficiente por riesgo específico inferior al 8 por 100.

6. Los recursos propios necesarios en función del riesgo general de las posiciones netas en acciones, participaciones e instrumentos derivados a que se refiere el número 3 del artículo 47 del Real Decreto serán el 8 por 100 de la posición global neta o diferencia, en valor absoluto, entre la suma de todas las posiciones netas largas y la suma de todas sus posiciones netas cortas.

7. A efectos de su inclusión como posiciones para el cálculo de los recursos propios necesarios a que se refieren los apartados anteriores, se aplicarán los siguientes factores de reducción a los importes asegurados correspondientes a emisiones y ofertas públicas de venta de valores no colocadas en firme ni reaseguradas por terceros, desde el primer día hábil en que exista obligación incondicional de adquirir una cantidad determinada de valores a un precio conocido:

Primer y segundo días hábiles: 90 por 100.

Tercer y cuarto días hábiles: 75 por 100.

Quinto día hábil: 50 por 100.

Sexto día hábil: 25 por 100.

A partir del sexto día hábil: 0 por 100.

Se habilita al Banco de España para establecer exigencias de recursos propios para cubrir el riesgo existente desde el día de la firma del compromiso de aseguramiento hasta el primer día hábil a que se refiere el párrafo anterior.

8. Otros riesgos ligados a la cartera de valores de negociación:

a) Riesgo de liquidación y entrega:

La exigencia de recursos propios de cobertura del riesgo de liquidación o entrega derivado de las operaciones que permanezcan sin liquidar después de la fecha de entrega estipulada, excluidas las adquisiciones y cesiones temporales de activos y las operaciones de préstamo y toma en préstamo de valores, será el resultado de multiplicar el importe de la diferencia de precios a que la entidad se halle expuesta en caso de que dicha diferencia pueda entrañar pérdidas para la entidad, por los factores que el Banco de España determine.

b) Riesgo de contraparte:

Las exigencias de recursos propios de cobertura del riesgo de contraparte derivado de operaciones incompletas, en las que se hayan entregado valores sin haber recibido el importe correspondiente o se haya pagado el precio sin haber recibido los valores, de operaciones de préstamo y toma en préstamo de valores y de adquisiciones y cesiones temporales de activos serán igual al 8 por 100 del importe resultante de multiplicar la diferencia desfavorable de precios a que la entidad se halle expuesta como resultado de dichas operaciones por las ponderaciones correspondientes a la contraparte previstas en el artículo 3.º.

Las exigencias de recursos propios de cobertura del riesgo de contraparte derivado de instrumentos derivados no negociables en mercados organizados se calcularán siguiendo el método previsto en la letra k) del número 2 del artículo 26 del Real Decreto.

Las exigencias de recursos propios de cobertura del riesgo de contraparte derivado de comisiones, intereses, dividendos, depósitos o márgenes de garantía y otros activos similares directamente ligados a la cartera de valores de negociación serán igual al 8 por 100 de su importe multiplicado por las ponderaciones correspondientes a la contraparte previstas en el artículo 3.º.

c) Se habilita el Banco de España para determinar las exigencias de recursos propios de cobertura de otros posibles riesgos ligados a la cartera de valores de negocia-

ción, aplicando en cada caso criterios similares a los de las letras anteriores.

Art. 5.º *Riesgo de tipo de cambio.*—Sin perjuicio de las competencias que el artículo 28 del Real Decreto atribuye al Banco de España, los grupos consolidables de Entidades de Crédito y las Entidades de Crédito no integradas en uno de esos grupos, deberán cubrir con recursos propios el 8 por 100 de su posición en divisas global neta.

La posición global neta vendrá determinada por el mayor de los dos importes siguientes: El total de las posiciones cortas netas y el total de las posiciones largas netas en cada divisa, excluida la de pesetas.

Art. 6.º *Límites a los grandes riesgos.*—1. Además de los riesgos relacionados en las letras a) a j), del número 5 del artículo 30 del Real Decreto, y de los que pueda exceptuar el Banco de España con arreglo a la letra b) del número 1 de la disposición final segunda de dicho Real Decreto, no quedarán sujetos a las limitaciones a que se refieren los números 2 y 3 de dicho artículo:

a) Los riesgos mencionados en la letra f) del número I, del apartado 1 del artículo 3.º de esta Orden.

b) El 50 por 100 de los activos que representen créditos con vencimiento igual o inferior a un año y no tengan naturaleza de deuda subordinada o financiaciones similares, sobre las empresas de inversión mencionada en la letra j) del número II, del apartado 1 del artículo 3.º de esta Orden.

c) El 50 por 100 de los activos mencionados en la letra k) del número II, del apartado 1 del artículo 3.º de esta Orden.

d) La parte de los riesgos que esté asegurada suficientemente con prenda de valores de renta fija, distintos de los mencionados en la letra b) del número 5 del artículo 30 del Real Decreto, siempre que reúnan las siguientes condiciones:

1.º No se trate de valores emitidos por la propia Entidad de Crédito u otras entidades de su grado económico o por el cliente con el que se haya contraído el riesgo o por su grupo, ni de deudas subordinadas o financiaciones similares.

2.º Los valores coticen de forma regular en un mercado organizado de valores reconocido oficialmente que asegure, a juicio del Banco de España, un alto grado de liquidez y la posibilidad de determinar, en todo momento, el valor efectivo de los valores.

3.º El valor efectivo de los valores sea, en todo momento, superior al de los riesgos excluidos, con un exceso de valor de, al menos, el 50 por 100 en el caso de valores emitidos por las entidades financieras y administraciones territoriales relacionadas en las letras a), b), c), g) y j) del número II del apartado 1 del artículo 3.º precedente, y del 100 por 100 cuando se trate de otros valores.

e) Los riesgos contraídos en la liquidación normal de las operaciones de cambio de divisas, durante las cuarenta y ocho horas siguientes a la realización de la operación.

f) Los riesgos contraídos en la liquidación normal, dentro de mercados financieros organizados, de las operaciones de compraventa de valores durante los cinco días laborables siguientes a la fecha de la operación.

g) El 50 por 100 de los compromisos y demás cuentas de orden, no relacionadas con tipos de interés y de cambio, que sean clasificados por el Banco de España con un grado de riesgo medio bajo.

2. Para su exclusión de los límites establecidos en los números 2 y 3 del artículo 30 del Real Decreto, los créditos relacionados en las letras b) y c) del número 5 de dicho artículo y los créditos garantizados a que se refiere el último inciso de la letra i) del mismo número, deberán cumplir con los requisitos que, conforme a lo establecido en el artículo 3.º de la presente Orden, son exigibles para que dichos créditos puedan recibir una ponderación inferior al 100 por 100 en el coeficiente de solvencia.

3. Los riesgos contraídos con quienes ostenten cargos de administración y alta dirección en cualquiera de las entidades, consolidables o no, del grupo económico al que pertenezca la entidad prestamista se integrarán, a efectos de las limitaciones contempladas por el segundo párrafo del número 2 y por el número 3 del artículo 30 del Real Decreto, con los demás riesgos incluidos explícitamente en el párrafo citado.

Del mismo modo, y a efectos de las limitaciones contempladas en el primer párrafo del número 2 y en el número 3 del artículo 30 citado, los riesgos contraídos con la persona física, o el grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto, que controle a una entidad o grupo económico ajeno se integrarán con los de esta entidad o grupo.

4. Los grupos consolidables de Entidades de Crédito y las Entidades de Crédito no pertenecientes a uno de estos grupos que no vengan obligados a aplicar las normas del artículo 4.º de la presente Orden sobre exigencias de recursos propios correspondientes a los riesgos derivados de la cartera de valores de negociación, calcularán sus riesgos frente a una misma persona o grupo económico o frente a un grupo de clientes interrelacionados económicamente entre sí, o frente al propio grupo económico en la parte no consolidable, mediante la agregación de los activos patrimoniales y los compromisos y demás cuentas de orden a que se refiere el artículo 3.º anterior, mantenidos frente a los sujetos citados, sin aplicar las ponderaciones ni los coeficientes reductores previstos en este último artículo, salvo en el caso de cuentas de orden relacionadas con tipos de interés y de cambio, a las que sí se aplicarán los citados coeficientes reductores.

5. Los grupos consolidables de Entidades de Crédito y las Entidades de Crédito no pertenecientes a uno de estos grupos que deban aplicar las normas del artículo 4.º de la presente Orden calcularán sus riesgos frente a los sujetos citados en el apartado precedente de acuerdo con el siguiente procedimiento:

a) En primer lugar, cuantificarán los riesgos derivados de la cartera de valores de negociación frente a personas consideradas individualmente, sumando los siguientes elementos:

i) El importe de las posiciones largas que excedan de las cortas en los instrumentos financieros emitidos por dicha persona, pertenecientes a la cartera de valores de negociación de la entidad o grupo consolidable. La posición neta en cada uno de los instrumentos se calculará siguiendo las normas específicas que se establezcan para las posiciones de la cartera de valores de negociación.

ii) Las emisiones y ofertas públicas de venta de valores aseguradas, emitidos por dicha persona y no colocados en firme ni reasegurados por terceros, aplicando los factores de reducción del artículo 4.º 7 de la presente Orden, y

iii) Los otros riesgos ligados a la cartera de valores de negociación a que se refiere el artículo 4.º, 8, mantenidos frente a esa persona, sin que sean de aplicación en este caso las ponderaciones aplicables a la contraparte.

b) A continuación, se agregarán los riesgos que se deriven de la cartera de valores de negociación con los que, frente al mismo sujeto, se deriven del resto de la actividad de la entidad o grupo consolidable, éstos últimos calculados de acuerdo con el apartado 4 precedente.

c) Por último, se cuantificarán los riesgos mantenidos frente a un mismo grupo económico o frente a un grupo de clientes interrelacionados económicamente entre sí, o frente al propio grupo económico en la parte no consolidable, sumando los riesgos de cada una de las personas consideradas individualmente que se integren en el grupo de que se trata, tal como se establece en las letras anteriores.

DISPOSICION TRANSITORIA

Los créditos derivados de operaciones de arrendamiento financiero concertados hasta el 31 de diciembre del 2000 tendrán una ponderación del 50 por 100 a efectos del coeficiente de solvencia de las Entidades de Crédito cuando no les corresponda otra menor, y siempre que giren sobre bienes inmuebles situados en territorio español y destinados a oficinas o locales comerciales polivalentes o sobre edificios completos destinados a uso terciario que no estén vinculados a una actividad industrial específica y no estén concedidos a empresas del grupo de la entidad prestamista.

DISPOSICION FINAL

1. La presente Orden entrará en vigor el día 1 de enero de 1993. No obstante, entrarán en vigor el 1 de enero de 1994.

a) Las ponderaciones establecidas en las letras j) y k) del número II del apartado 1 del artículo 3.º, aplicándose entre tanto a dichos activos la ponderación del 100 por 100.

b) Lo dispuesto en los artículos 4.º y 6.º.

2. Sin perjuicio de las previsiones específicas contenidas en esta Orden, el Banco de España dictará las disposiciones necesarias para su desarrollo y ejecución.

3. Toda norma que se dicte de conformidad con el apartado anterior y que pueda afectar directamente a entidades financieras sujetas a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o de la Dirección General de Seguros se dictará previo informe de estos organismos.

NOTA

(*) Corrección de errores, BOE n.º 28, de 2 de febrero de 1993, pág. 2.740.

Circular 5/1993, de 26 de marzo, a Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos (BOE del 8 de abril).

ENTIDADES DE CREDITO. SOBRE DETERMINACION Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MINIMOS

La presente Circular constituye el desarrollo final, en el ámbito de las Entidades de crédito, de la legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada en las Entidades financieras dictada a partir de la Ley 13/1992, de 1 de junio, y que comprende el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, y la Orden de 30 de diciembre de 1992. Con ello se culmina también el proceso de adaptación de la legislación española de Entidades de crédito a la directivas comunitarias dictadas desde 1989 sobre fondos propios, coeficiente de solvencia y su cumplimiento en base consolidada.

La Circular ha incluido en su texto, literalmente en muchos casos, buena parte de las disposiciones contenidas en los textos reglamentarios dictados en desarrollo de la Ley 13/1992. Con ello se pretende facilitar la consulta y el cumplimiento de las normas aplicables, habida cuenta de su complejidad y detalle, además de integrar en un único texto, de forma consistente, las exigencias contenidas en aquellas normas con las reglas que el Banco de España está facultado para dictar en orden a su cumplimiento.

Junto a la reiteración de los requerimientos ya establecidos en normas previas, la Circular desarrolla algunos aspectos técnicos de dichas disposiciones, dentro de los límites fijados tanto por las propias habilitaciones como por las directivas comunitarias, y en especial adapta sus mandatos a las reglas contables en que finalmente, en muchos casos, debe controlarse su cumplimiento.

El texto actual deja para una ampliación posterior de la Circular el desarrollo de aquellas normas de solvencia cuya entrada en vigor ha sido pospuesta por el Real Decreto 1343/1992: La cobertura de los riesgos de mercado y ciertas limitaciones a los grandes riesgos. No obstante, las Entidades de crédito, en cuanto conocen ya la regulación de los aspectos esenciales de dichos riesgos, deben ir previendo, en sus sistemas de control interno, los elementos necesarios para su cumplimiento, a partir del 1 de enero de 1994.

Por consiguiente, el Banco de España ha dispuesto:

SECCIÓN PRIMERA. INTRODUCCIÓN

Norma primera. *Ámbito de aplicación*

1. Lo dispuesto en esta Circular será de aplicación a los grupos y subgrupos consolidables de Entidades de crédito, así como a las Entidades de crédito individuales, integradas o no en un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito.

También será de aplicación a los grupos consolidables de Entidades financieras distintos de los anteriores cuya supervisión prudencial corresponda al Banco de España, en virtud del título IV del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las Entidades financieras (en lo que sigue, el Real Decreto).

Las referencias que se realizan en esta Circular a los grupos consolidables de Entidades de crédito se extienden a los citados en el párrafo precedente.

Cuando no se establezca un tratamiento diferenciado, en las normas siguientes el término entrecomillado «Entidad» comprende los grupos consolidables de Entidades de crédito, los subgrupos consolidables de las mismas y las Entidades de crédito no pertenecientes a uno de esos grupos.

2. Los requerimientos de recursos propios establecidos en el apartado 1 de la norma cuarta de la presente Circular y los límites a las posiciones en divisas establecidos en la norma decimonovena no serán aplicables a las sucursales en España de Entidades de crédito autorizadas en países de la Comunidad Europea.

Tampoco serán exigibles dichos requerimientos y límites a las sucursales de Entidades de crédito con sede en terceros países cuando, previa decisión del Banco de España, a solicitud motivada de la Entidad, se cumplan las siguientes condiciones:

a) Que dicha Entidad esté sujeta, en su país de origen, a requerimientos equivalentes a los establecidos en la materia por las directivas de la Comunidad Europea.

b) Que la sucursal se integre con el resto de la Entidad a esos efectos.

c) Que la Entidad se comprometa a respaldar en todo momento, y siempre que se lo solicite el Banco de España, las obligaciones de su sucursal, proporcionándole los medios necesarios para atender esas obligaciones en España.

d) Que, en caso de liquidación de la Entidad de crédito, exista igualdad de tratamiento de los acreedores de la sucursal con el resto de los acreedores de la Entidad.

e) Que haya reciprocidad en esta materia respecto de las sucursales de Entidades de crédito españolas en el país de origen.

3. La solicitud que se menciona en el apartado anterior incluirá, al menos, los siguientes extremos:

a) Certificación del compromiso del órgano de administración de la Entidad de respaldar en todo momento a la sucursal.

b) Certificación de la autoridad supervisora correspondiente o, en su defecto, del órgano de administración de la Entidad, del cumplimiento de los requisitos en cuestión. Esta certificación deberá actualizarse una vez al año, a más tardar tres meses después de la aprobación de las cuentas anuales.

4. El límite de las inmovilizaciones materiales establecido en la norma vigésima segunda no se aplicará a las sucursales en España de Entidades de crédito extranjeras.

Norma segunda. *Grupo y subgrupo consolidable de Entidades de crédito*

1. A efectos de lo dispuesto en la presente Circular, tendrán la consideración de Entidades financieras consolidables, por su actividad, las siguientes:

a) Las Entidades de crédito, que comprenderán: Las españolas inscritas en los Registros Especiales del Banco

de España; las autorizadas en otros Estados miembros de la Comunidad Europea que figuren en la lista publicada por la Comisión Europea y los Organismos o Empresas, tanto públicos como privados, que hayan sido autorizados en países distintos de los anteriores, cuya actividad responda a la definición establecida en el artículo 1.º del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Europea, y estén supervisados por las autoridades competentes de dichos países.

b) Las Sociedades y Agencias de Valores, que son las inscritas en los registros especiales a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; las Empresas de inversión, que son aquellas que hayan sido autorizadas en los Estados miembros de la Comunidad Europea, y los Organismos o Empresas, tanto públicos como privados, que hayan sido autorizados en países distintos de los anteriores para prestar habitualmente a terceros, de forma profesional, servicios de inversión sobre valores equivalentes a los que en España constituyen el objeto social exclusivo de las Sociedades o Agencias de Valores.

c) Las Sociedades de inversión mobiliaria.

d) Las Sociedades gestoras de Instituciones de inversión colectiva, así como las Sociedades gestoras de fondos de pensiones, cuyo objeto social exclusivo sea la administración y gestión de los citados fondos.

e) Las Sociedades gestoras de cartera.

f) Las Sociedades de capital riesgo y las gestoras de fondos de capital riesgo.

g) Las Entidades cuya actividad principal sea la tenencia de acciones o participaciones, entendiéndose por tales aquellas en que más de la mitad del activo de la Entidad está compuesto por inversiones permanentes en acciones y otros tipos de valores representativos de participaciones, sea cual sea la actividad, objeto social o Estatuto de las Entidades participadas.

h) Las Entidades, cualquiera sea su denominación o Estatuto, que ejerzan las actividades típicas de las anteriores.

Las Entidades financieras relacionadas en las letras c) a f), ambas inclusive, son las inscritas en sus correspondientes registros especiales a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la Dirección General de Seguros o de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

2. Los grupos consolidables de Entidades de crédito son aquellos formados por dos o más Entidades consolidables por razón de su actividad, en los que concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

a) Que la Entidad dominante sea una Entidad de crédito española.

b) Que la Entidad dominante sea una Entidad española cuya actividad principal consista en tener participaciones en Entidades de crédito, siendo, al menos, una de ellas de nacionalidad española.

Se entenderá que la actividad principal de una Entidad consiste en tener participaciones en Entidades de crédito cuando, siendo una Entidad incluida en la letra g) del

apartado 1 de esta norma, más de la mitad de sus inversiones permanentes en acciones y otros tipos de valores representativos de participaciones sean en Entidades de crédito.

c) Que una persona física, una Entidad extranjera, una Entidad no consolidable española o un grupo de personas físicas o Entidades no consolidables que actúen sistemáticamente en concierto controlen a varias Entidades españolas, todas ellas de crédito.

3. Para determinar si existe una relación de control, se atenderá a los créditos previstos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La no inclusión en el grupo de una Entidad financiera consolidable por su actividad, en la que se posea una participación igual o superior al 20 por 100 del capital o de los derechos de voto, deberá justificarse ante los Servicios de Inspección del Banco de España con, al menos, un mes de antelación a la presentación de los estados consolidados y la declaración de recursos propios. Si el Banco de España considerara insuficientes las razones alegadas, lo hará saber a la Entidad, a efectos de que la incluya en su consolidación.

Las Entidades financieras consolidables por su actividad, respecto de las que no exista una relación de control, tal y como se define en los dos párrafos anteriores, pero en las que una «Entidad» tenga una participación de, al menos, el 20 por 100 del capital o de los derechos de voto, se integrarán contablemente con la «Entidad», mediante consolidación proporcional, cuando estén gestionadas conjuntamente por la «Entidad» con otra u otras personas o Entidades.

4. En los supuestos a) y b) del apartado 2 de esta norma, en el grupo consolidable se integrarán todas las Entidades consolidables, cualquiera que sea su nacionalidad, domicilio, naturaleza jurídica o el país donde desarrollen sus actividades.

Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 6 de esta norma, en el supuesto contemplado en la letra c) del apartado 2 de la misma, el grupo consolidable de Entidades de crédito estará compuesto por:

a) Las Entidades de crédito de nacionalidad española controladas por las personas o Entidades citadas en dicha letra, bien directamente, bien a través de una Entidad cuya actividad principal consista en tener participaciones en Entidades de crédito, o a través de Entidades no consolidables por razón de su actividad.

b) Todas las filiales, nacionales o extranjeras, de dichas Entidades de crédito que sean consolidables por razón de su actividad.

En cualquier caso, las Entidades consolidables se incluirán aun cuando la participación en ellas se ostente a través de filiales no consolidables por su actividad.

5. Asimismo, y aunque no tengan la consideración de Entidades financieras, serán consolidables por su actividad las Sociedades instrumentales cuyo negocio suponga la prolongación del de una o más Entidades financieras consolidables, o consista fundamentalmente en la prestación a dichas Entidades de servicios auxiliares, tales como la tenencia de inmuebles o activos materiales, prestación de servicios informáticos, de tasación, de representación, de mediación u otros similares.

En el caso de una Entidad tenedora de inmuebles, se entiende que su actividad consiste, fundamentalmente, en la prestación de servicios auxiliares a Entidades del grupo consolidable cuando el 50 por 100 o más de su patrimonio inmobiliario, valorado a precios de mercado, esté ocupado o utilizado por dichas Entidades. En el caso del resto de las instrumentales, se entiende que su actividad consiste, fundamentalmente, en prestar servicios auxiliares a Entidades del grupo consolidable cuando el 50 por 100 o más de su facturación, a precios de mercado, la realice con Entidades de dicho grupo.

6. No obstante lo dispuesto en el apartado 4 de esta norma, cuando una Entidad de crédito o un grupo consolidable de Entidades de crédito estén, a su vez, dominados por una Entidad extranjera, con sede en algún país miembro de la Comunidad Europea, cuya actividad principal consista en tener participaciones en Entidades de crédito, sin que ninguna de ellas tenga su misma nacionalidad, la Entidad dominante y sus restantes filiales consolidables, cualquiera que sea su nacionalidad, integrarán un grupo consolidable de Entidades de crédito, a efectos de esta Circular, siempre que se esté en presencia de cualquiera de los siguientes supuestos:

a) Que las Entidades de crédito de nacionalidad española sean las únicas filiales de esa naturaleza en el ámbito comunitario.

b) Que, existiendo Entidades de crédito filiales españolas y de otros países comunitarios, se hubiera alcanzado un acuerdo entre las autoridades competentes españolas y las de esos otros países, incluyendo el país de sede de la Entidad dominante, en virtud del cual se asigne la competencia de supervisión en base consolidada a las autoridades españolas.

c) Que, existiendo Entidades de crédito filiales españolas y de otros países comunitarios, en ausencia del acuerdo al que se hace referencia en la letra b) anterior, la Entidad de crédito del grupo con balance más elevado tuviese nacionalidad española o, si los totales de balance fuesen iguales, fuera española la Entidad de crédito autorizada en primer lugar.

7. Las participaciones a considerar en la definición de un grupo consolidable de Entidades de crédito serán las existentes en la fecha a la que se refieran los estados consolidados, cualquiera que haya sido su permanencia en las carteras de las Entidades del grupo. Igual criterio se aplicará en lo que respecta a los derechos de voto.

8. Tendrá la consideración de subgrupo consolidable de Entidades de crédito el formado por una o más Entidades de crédito y, en su caso, sus filiales consolidables, que se integren en un grupo consolidable de Entidades financieras sometido a la supervisión de una autoridad supervisora española distinta del Banco de España.

Serán, en todo caso, de aplicación a los subgrupos consolidables de Entidades de crédito las reglas sobre el alcance de la consolidación establecidas en los apartados 3, 4 y 7 de esta norma.

9. Las Entidades financieras consolidables integrantes de los grupos o subgrupos consolidables de Entidades de crédito consolidarán entre sí sus estados contables, según lo dispuesto en la sección quinta de la Circular del Banco de España 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad (en lo que sigue Circular 4/1991). Aplicarán el

método de integración global previsto en el apartado 1 de la norma decimonovena de dicha Circular, con las peculiaridades establecidas en su norma vigésima segunda en el caso de los grupos y subgrupos que tengan la estructura prevista en la letra c) del apartado 2 de esta norma. No obstante, se aplicará la consolidación proporcional regulada en el apartado 2 de la norma decimonovena de dicha Circular a las participaciones en Entidades financieras a que se refiere el segundo párrafo del apartado 3 de esta norma.

Norma tercera. Entidad obligada a informar de los grupos y subgrupos de Entidades de crédito

1. La Entidad obligada a informar, aprobar y depositar las cuentas anuales y el informe de gestión de un grupo consolidable de Entidades de crédito, y a realizar las demás funciones establecidas en el número 2 del artículo 8 del Real Decreto, será su Entidad dominante. En el supuesto contemplado en la letra c) del apartado 2 de la norma segunda, el grupo propondrá al Banco de España una Entidad de crédito de las que lo forman como Entidad obligada. Si el Banco de España no se opone en el plazo de un mes, dicha Entidad se entenderá designada. No obstante, el Banco de España podrá designar otra cuando la propuesta no asegure el cumplimiento de las funciones propias de la Entidad obligada o designar directamente a la obligada en ausencia de propuesta.

Del mismo modo se determinará la Entidad obligada de un subgrupo de Entidades de crédito.

2. Además de las funciones mencionadas en el apartado precedente, la Entidad obligada tendrá el deber de presentar los estados establecidos en la norma vigésima sexta, y los demás que establezca esta Circular. Asimismo, atenderá los requerimientos y facilitará las actuaciones inspectoras del Banco de España referentes al grupo, sin perjuicio de las obligaciones de las demás Entidades integrantes del mismo.

Norma cuarta. Requerimientos generales de recursos propios mínimos y límites

1. Las «Entidades» deberán mantener, en todo momento, un volumen suficiente de recursos propios computables, según se definen en la norma séptima de esta Circular, para cubrir la suma de:

a) La exigencia por riesgo de crédito, en función de los activos, compromisos y demás cuentas de orden que presenten ese riesgo, establecida en la sección tercera de esta Circular.

b) La exigencia por riesgo de cambio, en función de la posición global neta en divisas, establecida en la sección cuarta de esta Circular.

c) La exigencia por riesgo de mercado de la cartera de negociación, establecida en la sección quinta de esta Circular.

2. Las «Entidades» deberán, igualmente, cumplir los límites a las inmovilizaciones materiales establecidos en la norma vigésima segunda de esta Circular y los límites a la concentración de riesgos establecidos en su disposición transitoria primera.

Las Entidades de crédito españolas y las sucursales de

Entidades de crédito extranjeras no excluidas en aplicación del apartado 2 de la norma primera, cumplirán también los límites a las posiciones en divisas establecidos en la norma decimonovena.

3. Los límites a las participaciones no financieras, establecidos en la norma décima, y a la concentración de riesgos de la disposición transitoria primera se calcularán en relación con los recursos propios computables establecidos en la sección segunda de esta Circular antes de procederse a las deducciones establecidas en las letras *h)* a *j)* del apartado 1 de la norma novena.

4. En todo caso, las «Entidades» deberán contar, de acuerdo con su nivel de actividad, con procedimientos verificables de identificación y cuantificación de los riesgos de tipo de interés y de liquidez en que incurran, estableciendo internamente límites operativos a los mismos, cuyo cumplimiento vigilarán. El Banco de España supervisará dichos procedimientos y podrá sujetarlos a requisitos mínimos o reglas normalizadas.

Norma quinta. Requerimientos de recursos propios mínimos individuales para Entidades de crédito integradas en un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito

1. El cumplimiento por un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito de los requerimientos establecidos en el apartado 1 de la norma cuarta no eximirá de su cumplimiento individual o subconsolidado a las Entidades de crédito que dependan directamente de las personas o Entidades que controlen un grupo con la estructura prevista en la letra *c)* del apartado 2 de la norma segunda.

La consolidación proporcional de una Entidad de crédito no la exime del cumplimiento individual o subconsolidado de los requerimientos de los apartados 1 y 2 de la norma cuarta.

2. A fin de asegurar la distribución adecuada de los recursos propios computables dentro de un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito, las Entidades de crédito españolas integradas en el mismo como filiales deberán cumplir los requerimientos del apartado 1 de la norma cuarta de forma individual, en los términos previstos en el párrafo siguiente, sin perjuicio del cumplimiento del nivel general por el grupo o subgrupo a que pertenezcan.

Los requerimientos individuales dependerán de la participación del grupo en su capital, de acuerdo con la siguiente tabla:

Participación	Requerimientos individuales en porcentaje de los generales
Un 90 por 100 o más	50
Más de un 50 y menos de un 90 por 100	60
Más de un 20 y hasta un 50 por 100	90
20 por 100 o menos	100

A estos efectos, la Entidad de crédito se considerará no integrada en un grupo consolidable de Entidades de crédito, siendo sus recursos propios computables los establecidos en la sección segunda de esta Circular, que resulten de su balance individual, sin ajustes ni eliminaciones

por relaciones internas al grupo, aunque sin aplicar las deducciones establecidas en las letras *e)*, *f)*, *g)* y *h)* del apartado 1 de la norma novena.

Norma sexta. Requerimientos de recursos propios de los grupos consolidables de Entidades de crédito en que se integren Entidades financieras consolidables sometidas a distintas regulaciones

1. A efectos de la presente norma, son Entidades financieras sometidas por naturaleza a requerimientos de recursos propios de distinta clase de los de las Entidades de crédito: Las Sociedades y Agencias de Valores y las Sociedades gestoras españolas, recogidas en las letras *b)*, *d)*, *e)* y *f)* del apartado 1 de la norma segunda.

2. Los recursos propios computables de un grupo consolidable de Entidades de crédito, definidos de acuerdo con la norma séptima de esta Circular, en el que se integren Entidades financieras de las citadas en el apartado anterior, no podrán ser inferiores a la más alta de las magnitudes siguientes:

a) La necesaria para que el grupo consolidable de entidades de crédito alcance los requerimientos de recursos propios mínimos señalados en el apartado 1 de la norma cuarta.

b) La suma de los siguientes requerimientos:

Los que específicamente sean exigibles, individualmente o de forma subconsolidada, a las Entidades financieras citadas en el apartado 1 de esta norma. A estos efectos, los elementos de los recursos propios que, con arreglo a sus normas específicas, sean computables para alguna de las Entidades individuales o subgrupos de Entidades, y que no lo sean para las de crédito, se deducirán de los requerimientos exigibles a esas Entidades individuales o subgrupos, hasta donde dichos requerimientos alcancen; las deducciones en los recursos propios que deban efectuarse según sus propias normas, pero no según la norma novena de esta Circular, se sumarán a los citados requerimientos.

Los establecidos en el apartado 1 de la norma cuarta, aplicados a las restantes Entidades del grupo, con la particularidad que, para las Sociedades de inversión mobiliaria, se indica en el apartado siguiente.

3. Cuando en un grupo consolidable de los contemplados por el apartado 2 existan una o más Sociedades españolas de inversión mobiliaria o de capital riesgo, a la magnitud mencionada en la letra *b)* del apartado precedente se sumará, cuando sea positiva, la diferencia que exista entre el capital mínimo de constitución de dichas Sociedades y la cuantía que resulte de aplicar a la Sociedad, individualmente, los requerimientos de recursos propios de las Entidades de crédito exigidos en el apartado 1 de la norma cuarta de esta Circular.

4. A efectos de lo dispuesto en la letra *b)* del apartado 2, y para el cálculo de los requerimientos individuales de recursos propios de las Sociedades de inversión mobiliaria previstos en el apartado 3, no se tendrán en cuenta los requerimientos de recursos propios derivados de riesgos que, por corresponder a relaciones internas del grupo, no figuren en los estados consolidados.

Norma séptima. *Definición de recursos propios computables*

Los recursos propios computables de las «Entidades» estarán constituidos por los elementos relacionados en la norma octava, netos de las deducciones contempladas en la norma novena y de los excesos sobre los límites de cómputo a que se refiere la norma undécima.

Norma octava. *Elementos que componen los recursos propios*

1. Los recursos propios de las Entidades de crédito comprenderán los siguientes elementos:

a) El capital social de las Sociedades anónimas, excluida la parte del mismo contemplada en la letra f) siguiente; los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros, así como el fondo social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y las cuotas participativas de asociación emitidas por ésta; las aportaciones al capital social de las Cooperativas de crédito, y el fondo de dotación de las sucursales de Entidades de crédito extranjeras.

En el caso de las Cooperativas de crédito, el capital estará integrado por las aportaciones de los socios y asociado que cumplan los siguientes requisitos:

Su retribución estará condicionada a la existencia de resultados netos positivos o, previa autorización del Banco de España, de reservas de libre disposición suficientes para satisfacerla.

Su duración será indefinida.

Su eventual reembolso quedará sujeto a las condiciones que se deriven del número 4 del artículo séptimo de la Ley 13/1989, de Cooperativas de Crédito.

b) Las reservas efectivas y expresas, incluso el fondo de reserva de cuotaparticipes de las Cajas de Ahorros y de su Confederación.

Son reservas efectivas y expresas las generadas con cargo a beneficios, las resultantes de primas de emisión desembolsadas y las procedentes de reservas de revalorización en las condiciones previstas en la letra d) del apartado 13 de la norma tercera de la Circular 4/1991, o en las disposiciones que las hubiesen regulado.

Hasta que tenga lugar la aplicación de resultados, las Entidades de crédito podrán incorporar a este elemento la parte de los resultados del ejercicio anterior que se prevea aplicar a reservas, siempre que:

Exista una decisión formal de aplicación de resultados del órgano de administración de la Entidad.

Las cuentas en que se reflejen tales resultados hayan sido verificadas de conformidad por los auditores externos de la Entidad.

Se acredite que la parte a incorporar se halla libre de toda carga previsible, en especial por gravámenes impositivos, por dividendos o por dotaciones a la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorros y a los fondos sociales de las Cooperativas de crédito.

Estos resultados podrán incorporarse retroactivamente a los recursos propios de cierre del ejercicio al que correspondan.

c) Las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos que cumplan los requisitos que se

indican en el apartado 3 de esta norma, previa verificación por los Servicios de Inspección del Banco de España de la corrección de su cálculo y de su sometimiento a lo previsto en el párrafo tercero del apartado 1 de la norma tercera de la Circular 4/1991, del Banco de España.

Las reservas de esta naturaleza asociadas a procesos de fusión no se contabilizarán como recursos propios antes de la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, restándose entre tanto de los activos revalorizados a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia.

d) Los fondos afectos al conjunto de riesgos de la Entidad, cuya dotación se haya realizado separadamente dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias o con cargo a beneficios, y su importe figure separadamente en el balance público de la Entidad.

En el caso de las Entidades de crédito, estos fondos son los «fondos para riesgos generales» que figuran contabilizados en el epígrafe 6 bis del pasivo del balance público. De acuerdo con lo dispuesto en la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre Normas de solvencia de las Entidades de crédito, la disposición de estos fondos requerirá previa autorización del Banco de España, incluso cuando se realice para cubrir déficit de cobertura en las provisiones específicas.

Los fondos a que se refiere esta letra deberán cumplir los requisitos a que se refiere el apartado 3 de la presente norma.

e) Los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorros, los de su Confederación y los de educación y promoción de las Cooperativas de crédito, que cumplan los requisitos a que se refiere el apartado 3 de esta norma y tengan carácter permanente. Se entiende que tienen dicho carácter los que se hallen materializados en inmuebles.

f) La parte del capital social correspondiente a las acciones sin voto reguladas en la sección quinta del capítulo IV de la Ley de Sociedades Anónimas.

g) Las financiaciones subordinadas recibidas por la Entidad de crédito. Se entiende por financiaciones subordinadas aquellas que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes.

Estas financiaciones deberán cumplir las siguientes condiciones:

Su plazo original no será inferior a cinco años; si no hubiera sido fijada la fecha de su vencimiento, deberá estar estipulado para su retirada un preaviso de, al menos, cinco años. Tanto en uno como en otro caso, desde el momento en que su plazo remanente sea de cinco años, y durante dichos cinco años reducirán su cómputo como recursos propios a razón de un 20 por 100 anual, hasta que su plazo remanente sea inferior a un año, momento en el que dejarán de computarse como tales.

Cuando la entidad emisora haya generado pérdidas en su cuenta anual de pérdidas y ganancias, o en el período inferior que fijen los folletos o contratos de emisión, se diferirá el pago de intereses en el período siguiente, al menos, en un importe no inferior al valor absoluto de dichas pérdidas. Los intereses diferidos podrán abonarse cuando existan beneficios en un ejercicio o período posterior, hasta el importe de éstos.

No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que el deudor pueda proceder al reembolso anticipado sin con ello no se ve afectada la solvencia de la Entidad, previa autorización del Banco de España.

No podrán ser aportadas, o adquiridas posteriormente, por la «Entidad» o por otras Entidades o personas con apoyo financiero de la «Entidad»; no obstante, podrán ser convertibles en acciones, aportaciones o participaciones de la Entidad emisora, o de Entidades del grupo consolidable, y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión.

En los contratos y folletos de emisión quedará patente la condición de financiación subordinada para los acreedores, y la posibilidad de diferimiento de intereses mencionada anteriormente.

Las financiaciones subordinadas podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera.

h) Las financiaciones de duración indeterminada que, además de las condiciones exigidas a las financiaciones subordinadas en la letra *g)*, establezcan que la deuda y los intereses pendientes de pago podrán aplicarse a absorber las pérdidas de la Entidad, sin necesidad de proceder a su disolución, aun cuando sea después de haberse agotado el capital ordinario.

2. Los elementos recogidos en las letras *a)*, *f)*, *g)* y *h)* se computarán en la parte que se halle efectivamente desembolsada.

3. Las reservas, fondos y provisiones a que se refieren las letras *c)*, *d)* y *e)* del apartado 1 de esta norma deberán cumplir los siguientes requisitos:

a) Ser libremente utilizables por la Entidad para cubrir los riesgos inherentes al ejercicio de la actividad bancaria, incluso antes de que se hayan determinado las eventuales pérdidas o minusvalías.

En el caso de los fondos contemplados en la letra *e)* del apartado 1 de esta norma, no cabrá computarlos como recursos propios cuando su regulación determine que, en caso de liquidación de la Entidad, los bienes en que se hallen materializados deban separarse del resto del activo y destinarse a sus fines específicos.

b) Reflejarse en la contabilidad de la Entidad, habiendo sido verificado su importe por los auditores externos de la misma y comunicada dicha verificación a los Servicios de Inspección del Banco de España.

c) Estar libres de impuestos o reducirse en la cuantía de los que previsiblemente les sean imputables.

4. En los recursos propios computables de un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito se integrarán, además de los elementos indicados en el apartado 1 de esta norma que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables, los siguientes elementos del balance consolidado:

a) Las participaciones representativas de los intereses minoritarios de las Sociedades del grupo consolidable que reúnan las condiciones previstas en los apartados siguientes de esta norma, en la parte que se halle efectivamente desembolsada.

b) Las reservas en Sociedades consolidadas. En el

caso de que en el activo del balance consolidado figuren pérdidas en Sociedades consolidadas, éstas se deducirán de las reservas consolidadas.

Las reservas y las pérdidas en Sociedades consolidadas incluirán, conforme establece la Circular 4/1991, del Banco de España, las procedentes de la integración global o proporcional de las Entidades consolidables, las derivadas de la puesta en equivalencia de las filiales no consolidables o de las Empresas asociadas y las que resulten de diferencias de conversión.

5. A efectos de los límites establecidos en la norma undécima, y sin perjuicio de la facultad del Banco de España a que se refiere el número 4 del artículo 22 del Real Decreto, las participaciones representativas de los intereses minoritarios se distribuirán entre los elementos *b)*, *f)* y *g)* del apartado 1 de esta norma, según se indica a continuación:

a) El elemento *b)* del apartado 1 de esta norma comprenderá, salvo en la parte que corresponda a reserva de revalorización, las participaciones representativas de acciones ordinarias y las materializadas en acciones preferentes emitidas por filiales extranjeras que reúnen las siguientes condiciones de emisión:

Estarán disponibles para la cobertura de riesgos y pérdidas de la Entidad emisora en las mismas condiciones que sus acciones ordinarias.

Su duración será indeterminada, sin perjuicio de que el emisor pueda proceder a su reducción o amortización anticipada si con ello no se ve afectada la solvencia de Entidad emisora, previa autorización del Banco de España.

En caso de déficit de los recursos propios de la Entidad emisora o de su grupo consolidable, los dividendos deberán soportar las limitaciones que se establezcan, de acuerdo con lo previsto en la norma vigésima cuarta.

No otorgarán derechos acumulativos al cobro de dividendos, lo que implica que no devengarán ni generarán dividendo alguno en caso de que la Entidad emisora presente pérdidas en sus resultados anuales, o en el período inferior que establezca el folleto o contrato de emisión, y mientras tal situación se mantenga.

b) El elemento *f)* del apartado 1 de esta norma comprenderá:

La parte que corresponda a reservas de revalorización de las participaciones representativas de las acciones mencionadas en la letra *a)* precedente.

Las participaciones representativas de las acciones sin voto emitidas por las filiales españolas.

Las participaciones representativas de las acciones preferentes emitidas por filiales extranjeras, no incluidas en la letra *a)* precedente, que estén disponibles para absorber pérdidas de la Entidad emisora, sin necesidad de proceder a su disolución, aun cuando sea después de haberse agotado el capital ordinario y, al mismo tiempo:

No otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos, en los términos previstos en el cuarto guión de la letra precedente, y su plazo original de emisión no sea inferior al previsto en el primer guión de la letra *g)* del apartado 1, relativo a las financiaciones subordinadas; o

tengan duración indeterminada, y prevean el diferimiento del pago de los dividendos en los términos previstos para los intereses de las financiaciones subordinadas en el segundo guión de la letra *g*) del apartado 1.

c) El elemento *g*) comprenderá las restantes acciones preferentes emitidas por filiales extranjeras, siempre que reúnan requisitos equivalentes a los establecidos para las financiaciones subordinadas en la letra *g*) del apartado 1 de esta norma.

6. De acuerdo con lo dispuesto en el apartado 4 del artículo 22 del Real Decreto, la computabilidad como recursos propios del grupo de las acciones sin voto o preferentes, y de las financiaciones subordinadas, emitidas por Entidades filiales, sean o no instrumentales, estará condicionada a:

a) Su efectiva vinculación, en la medida en que proceda, según el tipo de instrumento de que se trate, a la cobertura de las pérdidas o minusvalías de la Entidad matriz del grupo o, si así lo autoriza expresamente el Banco de España, a las de una Entidad de crédito española o de una Sociedad o Agencia de Valores del grupo consolidable.

b) El cumplimiento de las restantes condiciones establecidas para su computabilidad en los apartados precedentes de esta norma, no sólo en relación a la Entidad emisora, sino también respecto a la Entidad del grupo mencionada en la letra precedente.

7. En el caso de que la Entidad emisora sea una Entidad de crédito o una Entidad financiera sometida por su naturaleza a requerimientos específicos de recursos propios, se eximirá del cumplimiento de las condiciones a que se refieren las dos letras del apartado precedente cuando:

a) La financiación sea computable como recursos propios de la propia Entidad, según las normas específicas del país donde haya sido autorizada.

b) Ni la matriz, ni ninguna otra Entidad del grupo distinta de la emisora, hayan garantizado el reembolso de la financiación.

c) No den lugar a excesos significativos de recursos propios sobre las necesidades del emisor.

8. Los contratos o folletos de emisión de las financiaciones subordinadas y de las acciones preferentes emitidas por filiales extranjeras serán verificados por la Oficina de Instituciones Financieras del Banco de España, a fin de calificar su computabilidad como recursos propios y su asignación a los elementos de los mismos que corresponda.

En el caso de que la Entidad emisora sea una Entidad de crédito o una Entidad financiera autorizada en otro país,⁴ se aportará a la documentación de la emisión la calificación o asignación que, a los efectos citados en el apartado precedente, pueda haber realizado la autoridad supervisora de dicho país.

La Oficina de Instituciones Financieras del Banco de España verificará, igualmente, los contratos de depósito o financiación que se establezcan entre la Entidad filial emisora de las acciones preferentes o financiaciones subordinadas y la matriz o Entidades destinatarias finales de los fondos captados en dichas emisiones, para asegurar el

cumplimiento de las condiciones establecidas en los apartados 6 y 7 precedentes.

Norma novena. *Deducciones de los recursos propios*

1. De los elementos de recursos propios recogidos en la norma precedente se deducirán:

a) Los resultados negativos de ejercicios anteriores y del ejercicio corriente, así como los activos inmateriales integrados en su patrimonio, incluyendo, en su caso, el fondo de comercio de consolidación.

b) Las acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la Entidad de crédito o del grupo, que se hallen en poder de aquélla o en el de cualquier Entidad consolidable, incluso los poseídos a través de personas que actúen por cuenta de cualquiera de ellas y los que hayan sido objeto de cualquier operación o compromiso que perjudique su eficacia para cubrir pérdidas de la Entidad o del grupo, en particular, los comprados a plazo y los vendidos a terceros con opción de devolución abierta a una Entidad del grupo, o con compromiso de recompra a plazo por una Entidad del grupo.

c) Las financiaciones a terceros cuyo objeto sea la adquisición de acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la Entidad que las haya otorgado o de otras Entidades de su grupo consolidable. Esta deducción no alcanzará a las financiaciones otorgadas al personal de la Entidad o de otras Entidades del grupo consolidable, siempre que su importe no supere los cinco millones de pesetas por acreditado.

d) Las acciones, aportaciones u otros valores computables como recursos propios de la Entidad de crédito, o de otras Entidades consolidables, poseídas por Entidades no consolidables del mismo grupo económico, hasta el límite que alcancen, directa o indirectamente, las participaciones, apoyos dinerarios o avales crediticios otorgados a las Entidades tenedoras por la Entidad de crédito o por cualquiera de las Entidades del grupo consolidable.

Se exceptúan de esta deducción las acciones, aportaciones y otros valores computables como recursos propios de una filial radicada en España, poseídos por su matriz extranjera o por cualquier Entidad del grupo consolidable de la matriz, siempre que la filial esté sometida en origen a la supervisión en base consolidada de su matriz o del grupo a que ésta pertenezca, y dicha matriz y grupo lo estén a requerimientos de recursos propios equivalentes a los exigidos por la presente Circular.

e) Las participaciones en Entidades financieras consolidables por su actividad, pero no integradas en el grupo consolidable, cuando la participación sea superior al 10 por 100 del capital de la participada.

f) Las financiaciones subordinadas u otros valores computables como recursos propios emitidos por las Entidades participadas a que se refiere la letra precedente y adquiridos por la Entidad o grupo que ostente las participaciones.

g) Las participaciones iguales o inferiores al 10 por 100 del capital de Entidades financieras consolidables por su actividad, pero no integradas en el grupo consolidable, y las financiaciones subordinadas emitidas por Entidades de ese carácter, participadas o no, y adquiridas por

la Entidad o grupo que ostente las participaciones, en la parte en que la suma de todas ellas exceda del 10 por 100 de los recursos propios de la «Entidad», calculados después de llevar a cabo las deducciones a que se refieren las letras a), b), c) y d) de este apartado.

h) El exceso de las participaciones en Entidades de carácter no financiero a que se refieren el artículo décimo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, el artículo 24 del Real Decreto y la norma siguiente de esta Circular.

i) Los déficit existentes en las provisiones o fondos específicos de dotación obligatoria respecto de los exigidos según las normas contables, salvo que estén autorizados en virtud de un calendario de cobertura general o específico. Dicha deducción se efectuará sin perjuicio de la obligación de cobertura de los déficit. En todo caso, se deducirá el importe registrado en «Otras periodificaciones» que corresponda al ejercicio de la opción contenida en el apartado 6, a), de la norma vigésima séptima de la Circular 4/1991.

j) Otros activos o riesgos que la Entidad decida deducir.

2. Las deducciones recogidas en el apartado precedente se efectuarán, en su caso, por su valor en los libros de la Entidad tenedora.

3. Cuando, en un grupo consolidable de Entidades financieras cuya supervisión prudencial corresponda al Banco de España, la Entidad dominante tenga como actividad principal la tenencia de acciones y participaciones y más de la mitad de su cartera de inversiones financieras permanentes esté constituida por acciones o participaciones en Entidades no financieras ni instrumentales de la actividad financiera, se deducirá de los recursos propios computables del grupo la cuantía que resulte de aplicar a los recursos propios de la Entidad dominante la proporción que supongan dichas acciones o participaciones sobre el total de sus inversiones financieras permanentes en capital. A estos efectos, los recursos propios de la Entidad dominante serán los resultantes de restar, a los elementos de su balance citados en el apartado 1 de la norma octava, las deducciones recogidas en las letras a) a d) del apartado 1 de esta norma que se refieran a las cuentas y activos de la propia Entidad dominante.

Norma décima. Participaciones cualificadas en Entidades de carácter no financiero

1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo décimo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, se deducirá de los recursos propios de las «Entidades» la mayor de las siguientes cuantías:

a) El importe total de sus participaciones cualificadas en Empresas que no tengan el carácter de Entidades financieras consolidables por su actividad o aseguradoras, en la parte en que dicho importe total exceda del 60 por 100 de los recursos propios de la «Entidad» que ostente las participaciones.

b) El importe de la participación cualificada en una sola Empresa o de la suma de las participaciones cualificadas en Empresas pertenecientes a un mismo grupo económico, siempre que las Empresas no tengan carácter de Entidades financieras consolidables por su actividad o aseguradoras, en la parte de cada participación o suma

de participaciones que exceda del 15 por 100 de los recursos propios de la «Entidad» que ostente las participaciones. A estos efectos, las Empresas del propio grupo se tratarán de forma individual.

2. A efectos de lo dispuesto en el apartado precedente, se entenderá que una «Entidad» ostenta una participación cualificada cuando, en relación con la Empresa participada:

a) Posea, al menos, el 10 por 100 de su capital o de sus derechos de voto, incluyendo lo poseído a través de personas que actúen por cuenta de la «Entidad», y aquello de lo que se disponga concertadamente con cualquier otra persona mediante un acuerdo escrito que vincule a las partes a seguir una estrategia común y duradera en la gestión de la participación; o bien

b) pueda ejercer una influencia notable en su gestión. Se entenderá que existe esta posibilidad cuando, al menos, un 20 por 100 de los Consejeros de la Empresa participada puedan ser designados, o lo hayan sido efectivamente, por la «Entidad» que ostente la participación.

3. Se excluyen de las deducciones establecidas en el apartado 1 de esta norma:

a) Las participaciones cualificadas que no revistan el carácter de inmovilizaciones financieras; en todo caso, tienen el carácter de inmovilización financiera las participaciones cualificadas que hayan permanecido más de seis meses en la cartera del grupo y las que presenten alguna traba o vinculación que impida su libre disposición.

b) Las participaciones adquiridas a causa de operaciones de asistencia financiera a Empresas en crisis, siempre que:

La operación afecte a una Empresa en la que previamente la «Entidad», u otras Entidades de su grupo económico, tuvieran una participación no inferior al 5 por 100 del capital; estuvieran implicadas de forma permanente en su gestión, o fueran acreedores con una participación en el total de los pasivos exigibles de la Empresa superior al 25 por 100.

La Empresa haya sido declarada en quiebra o suspensión de pagos, o experimente problemas de solvencia graves y permanentes.

No existan posibilidades alternativas de garantizar los intereses de la «Entidad» en la Empresa en crisis.

Cuando la operación de asistencia financiera se produzca en una Empresa sobre la que previamente se ostentara una participación cualificada, la exclusión sólo afectará, en su caso, a las participaciones adquiridas a consecuencia de la operación.

La exclusión requerirá autorización del Banco de España, el cual fijará su plazo máximo atendiendo al programa de saneamiento de la Empresa, sin exceder en ningún caso los cuatro años.

c) Las participaciones cualificadas que procedan del aseguramiento de una emisión de valores, durante el plazo máximo de un año a partir de la adquisición de los valores.

d) Las participaciones poseídas en nombre propio, pero por cuenta de terceros, siempre que haya un contrato escrito de mandato y no exista una participación cualificada en la misma Empresa por parte de la «Entidad» o, en su caso, de otras Empresas de su grupo económico.

Norma undécima. *Límites en el cómputo de los recursos propios*

1. A efectos de lo dispuesto en la presente Circular:

a) Los recursos propios básicos de una Entidad de crédito estarán constituidos por la suma de los elementos recogidos en las letras a), b) y d) del apartado 1 de la norma octava, menos el importe del concepto a) del apartado 1 de la norma novena y de las partidas incluidas en los conceptos b), c) y d) de este último apartado relativas a aquellos elementos.

b) Los recursos propios básicos de un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito incluirán, con su signo, los elementos citados en el párrafo precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables, las participaciones representativas de los intereses minoritarios que puedan incluirse entre los elementos contemplados en la letra b) del apartado 1 de la norma octava y las reservas en Sociedades consolidadas, salvo en la parte que corresponda a reservas de revalorización.

c) Los recursos propios de segunda categoría de una Entidad de crédito estarán constituidos por los elementos contenidos en las letras c), e), f), g) y h) del apartado 1 de la norma octava, netos de sus deducciones.

d) Los recursos propios de segunda categoría de un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito vendrán constituidos por los elementos enumerados en el párrafo precedente que resulten de la consolidación de los correspondientes estados contables y por las participaciones representativas de los intereses minoritarios que deban incluirse en los elementos citados en las letras f) y g) del apartado 1 de la norma octava.

2. No serán computables como recursos propios de las «Entidades».

a) El exceso de los elementos incluidos en la letra g) del apartado 1 de la norma octava, sobre el 50 por 100 de los recursos propios básicos de la «Entidad».

b) El exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el 100 por 100 de los recursos propios básicos de la «Entidad», en la parte en que dicho exceso no haya sido eliminado con arreglo a lo establecido en la letra a) del presente apartado.

3. Las «Entidades» podrán computar como recursos propios, transitoria y excepcionalmente, los elementos en exceso de los límites establecidos en el apartado 2 de esta norma, previa autorización expresa del Banco de España. En la solicitud de autorización, las «Entidades» indicarán la cuantía y el plazo para el que la proponen, y las medidas previstas para regularizar la situación. El Banco de España podrá fijar cuantías o plazos inferiores a los propuestos.

SECCIÓN TERCERA. RIESGOS DE CRÉDITO

Norma duodécima. *Requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito*

1. Las «Entidades» deberán mantener, en todo momento, un coeficiente de solvencia no inferior al 8 por 100. Dicho coeficiente se calculará sobre las cuentas pa-

trimoniales, los compromisos y demás cuentas de orden que presenten riesgo de crédito, ponderados atendiendo a la naturaleza de la contraparte y a las garantías y características de los activos o riesgos. Los factores de ponderación serán los que, para cada grupo de riesgo, es establecen en las normas siguientes de esta Sección. Los activos u otros riesgos que se deduzcan de los recursos propios no se incluirán en el cálculo del coeficiente de solvencia.

Norma decimotercera. *Grupos de riesgo y ponderaciones de los activos*

1. Los activos de las «Entidades» se clasificarán en los siguientes grupos de riesgo:

I. Grupo con ponderación nula.

a) Activos que representen créditos frente a la Administración del Estado y el Banco de España; frente a las Administraciones centrales y Bancos centrales de los Estados pertenecientes a la Comunidad Europea, de los países miembros de pleno derecho de la OCDE y de aquellos que hayan concertado acuerdos especiales de préstamo con el Fondo Monetario Internacional, en el marco de los Acuerdos Generales de Empréstitos.

b) Activos que representen créditos frente a la Comunidad Europea.

c) Activos que representen créditos frente a los Organismos autónomos del Estado, Administraciones de la Seguridad Social, y Entes públicos del Estado, relacionados bajo dichas denominaciones genéricas en el anexo XII de la Circular 4/1991.

d) Activos que representen créditos expresamente garantizados por los Bancos centrales, Administraciones centrales y Organismos autónomos y entes públicos mencionados en las letras a) y c) precedentes; entre estos activos se incluirán los asegurados, por cuenta del Estado, por la «Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, Sociedad Anónima».

e) Deuda pública emitida por las Comunidades Autónomas, cuando las emisiones estén autorizadas por el Estado.

f) Activos que representen créditos frente a las Administraciones centrales y Bancos centrales de los países no contemplados en la letra a) anterior, siempre que estén nominados y financiados en la moneda nacional del prestatario, y activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas Administraciones o Bancos, siempre que estén nominados, financiados y garantizados en la moneda nacional común del garante y del prestatario.

Estos activos soportarán una ponderación del 100 por 100 cuando el país a que pertenezca la Administración central o el Banco central correspondiente esté clasificado en los grupos 4, 5 ó 6 del apartado 11 de la norma décima de la Circular 4/1991, y la causa de tal clasificación sea la posibilidad de que sean ineficaces las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago por razones de soberanía.

g) Activos que representen créditos con garantía pignoratícia de valores emitidos por las Administraciones y Entidades mencionadas en las letras a) y b) precedentes,

o de los valores citados en la letra e), en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de los valores dados en garantía.

h) Activos que representen créditos garantizados con depósitos en efectivo en la Entidad de crédito prestamista, o con certificados de depósito o instrumentos similares emitidos por dicha Entidad y depositados en ella.

i) Billetes y monedas. Los emitidos por los países no contemplados en la letra a) precedente sólo recibirán esta ponderación si están financiados con pasivos denominados en su moneda local.

II. Grupo con ponderación del 20 por 100.

a) Activos que representen créditos frente al Banco Europeo de Inversiones o sobre los Bancos multilaterales de desarrollo.

Tendrán la consideración de Bancos multilaterales de desarrollo los siguientes: Banco Internacional para la Reconstrucción y Fomento y la Corporación Financiera Internacional, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo, Banco Africano de Desarrollo, Fondo de Reinstalación del Consejo de Europa, Nordic Investment Bank, Banco de Desarrollo del Caribe y Banco para la Reconstrucción y Desarrollo Europeo.

b) Activos, no incluidos en la letra e) del número I anterior, que representen créditos frente a las Comunidades Autónomas y frente a las Corporaciones Locales españolas.

c) Activos que representen créditos frente a las Administraciones regionales y locales de los restantes países mencionados en la letra a) del número I precedente.

d) Activos que representen créditos frente a los Organismos autónomos y Entes públicos, dependientes de las Comunidades Autónomas, relacionados en el anexo XII de la Circular 4/1991, y frente a los Organismos o Entes públicos de naturaleza administrativa dependientes de las Corporaciones Locales españolas, siempre que carezcan de fines lucrativos y desarrollen actividades administrativas propias de dichas corporaciones.

e) Activos que representen créditos expresamente garantizados por las Entidades financieras, las Administraciones territoriales y los Organismos autónomos y Entes públicos mencionados en las letras a), b), c) y d) precedentes.

f) Activos que representen créditos con garantía pignoratícia de valores emitidos por las Entidades financieras y las administraciones territoriales mencionadas en las letras a), b) y c) precedentes, salvo los contemplados en la letra e) del número I, en la parte en que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de los valores dados en garantía.

g) Activos que representen créditos frente a Entidades de crédito españolas o autorizadas en otro de los países mencionados en la letra a) del número I precedente, salvo deudas subordinadas y financiaciones similares, y activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas Entidades de crédito.

h) Activos que representen créditos cuya duración inicial sea inferior o igual a un año frente a Entidades de crédito domiciliadas en países distintos de los mencionados

en la letra a) del número I precedente, salvo deudas subordinadas o financiaciones similares, y activos que representen créditos cuya duración inicial sea inferior o igual a un año expresamente garantizados por dichas Entidades de crédito.

i) Activos que representen créditos garantizados por depósitos en efectivo en Entidades de crédito españolas o autorizadas en otro de los países mencionados en la letra a) del número I precedente, o por certificados de depósito o instrumentos similares emitidos por dichas Entidades de crédito y depositados en la Entidad prestamista, en la parte que el riesgo vivo sea igual o inferior al 90 por 100 del valor efectivo de dichos certificados.

j) Cheques librados o conformados por otras Entidades de crédito, y saldos activos frente a cámaras o sistemas de compensación bancarios, cuando la cámara o las Entidades de crédito asociadas aseguren el buen fin de dichos saldos.

k) Activos que representen créditos frente a Sociedades y Agencias de Valores, o sobre Empresas de inversión de los restantes países mencionados en la letra a) del número I precedente, salvo deudas subordinadas y financiaciones similares, y activos que representen créditos expresamente garantizados por dichas Entidades.

l) Activos que representen créditos frente al Servicio de liquidación y Compensación de Valores, y a otros sistemas de compensación y liquidación u Organismos rectores de mercados secundarios oficiales u organismos reconocidos en alguno de los países mencionados en la letra a) del número I precedente, siempre que cuenten con mecanismos de garantía suficientes para cubrir los riesgos frente a ellos.

III. Grupo con ponderación del 50 por 100.

a) Créditos íntegramente garantizados con hipotecas sobre viviendas que ocupe o vaya a ocupar el prestatario, o que éste vaya a ceder en arrendamiento, y participaciones hipotecarias sobre tales créditos que reúnan las condiciones exigidas por el número 3 del artículo 62 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, de Regulación del mercado hipotecario.

A estos efectos, los créditos se considerarán íntegramente garantizados cuando las hipotecas cumplan los requisitos exigidos por la legislación del mercado hipotecario para servir de garantía a los valores emitidos en su marco, o cuando, teniendo como garantía viviendas terminadas, el riesgo vivo sea inferior al 80 por 100 del valor de tasación de las mismas.

b) Valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulización Hipotecaria previstos en la Ley 19/1992, de 7 de julio, siempre que hayan sido declarados expresamente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores como valores de calidad crediticia suficiente a estos efectos.

IV. Grupo con ponderación del 100 por 100.

a) Activos que representen créditos no mencionados anteriormente en esta norma.

b) Acciones y participaciones, acciones sin voto o preferentes de cualquier clase, y financiaciones similares.

c) Inmovilizado material, cualquiera que sea su origen y finalidad, derechos sobre bienes tomados en arrenda-

miento financiero y cualquier otra clase de activo integrado en el patrimonio de la Entidad, excepto los saldos compensatorios mencionados en el apartado 2 de esta norma, y los activos deducidos de los recursos propios.

Entre otros activos no citados expresamente, se integrarán en este grupo de riesgo:

Los saldos activos frente a las cámaras de compensación bancarias españolas o sistemas de compensación bancarios cuando la cámara o las Entidades de crédito asociadas no aseguren el buen fin de dichos saldos.

Las primas pagadas por la adquisición de opciones, de compra o de venta, sea cual sea el activo subyacente de la operación.

2. Se considerarán saldos activos compensatorios, y no quedarán sujetos a las ponderaciones establecidas en el apartado 1 anterior, los siguientes:

- a) Efectos recibidos por aplicación.
- b) Valores propios de renta fija.
- c) Dividendos activos a cuenta.
- d) Hacienda Pública por saldos fiscales recuperables.
- e) Intereses anticipados de recursos tomados a descuento.
- f) Devengos de productos no vencidos en activos tomados a descuento, contabilizados en las cuentas de periodificación del activo del balance patrimonial.
- g) Gastos financieros diferidos y de emisión de empréstitos.
- h) Gastos de mantenimiento de la obra social de las Cajas de Ahorros y Cooperativas de crédito, dentro de los límites establecidos por los correspondientes fondos.

3. Los activos representativos de créditos comprenderán todos los importes dispuestos, u otros saldos deudores, por las diferentes clases de créditos o préstamos concedidos a la clientela, incluso los préstamos de valores, así como los valores de renta fija contemplados en el apartado 1 de la norma vigésima séptima de la Circular 4/1991.

4. Los activos cuya valoración contable incorpore intereses o productos anticipados no los excluirán al aplicar las ponderaciones establecidas en el apartado 1; no obstante, los que tengan vencimiento residual superior a un año podrán valorarse, a dichos efectos, por el efectivo desembolsado más los intereses devengados.

5. Los activos de la «Entidad» afectos a apoyos crediticios prestados a clientes, incluidos los depósitos de tesorería cedidos a otras Entidades de crédito, se ponderarán atendiendo a la naturaleza de aquéllos, si estuvieran incluidos en un grupo de riesgo de mayor ponderación que los activos.

6. Los activos financieros adquiridos temporalmente se ponderarán, hasta donde alcance su valor de mercado, según la naturaleza del emisor del activo, salvo cuando la ponderación de la contraparte sea menor, en cuyo caso se aplicará esta ponderación; el exceso sobre aquel valor se ponderará según la naturaleza de la contraparte.

7. Los activos con factor de ponderación del 20 por

100, que deban calificarse como dudosos con arreglo a lo establecido en la norma décima de la Circular 4/1991, se ponderarán con un porcentaje del 100 por 100, sea cual sea su contraparte.

8. Las cuentas mutuas frente a otras Entidades de crédito se ponderarán descontando de su saldo los efectos aplicados contabilizados en la correspondiente cuenta compensatoria del pasivo del balance.

9. Los cheques a cargo de otras Entidades de crédito, librados por la clientela, se ponderarán atendiendo a la naturaleza del librador, o con un porcentaje del 100 por 100 si éste fuera desconocido.

10. Los efectos tomados a descuento se ponderarán atendiendo a la naturaleza del cedente, salvo que contasen con un obligado cambiario sujeto a menor ponderación, en cuyo caso se podrá atender a la naturaleza del mismo.

11. Las operaciones de factoraje se ponderarán según el grupo de riesgo en que se incluya el deudor, es decir, el cliente del cedente, salvo que exista recurso contra el cedente, en cuyo caso se podrá atender al de éste, si tuviera una ponderación menor.

12. Los créditos derivados de operaciones de arrendamiento financiero se ponderarán según la naturaleza de la contraparte, sin perjuicio de las garantías adicionales con que cuenta la operación. El bien cedido no será objeto de ponderación.

13. Los préstamos de valores se ponderarán de acuerdo con lo establecido en el apartado 1 de la presente norma, atendiendo a la naturaleza del deudor de la operación, o, en su caso, a la del emisor del activo sobre el que gire la misma, si éste estuviese clasificado en un grupo de mayor riesgo, con aplicación de lo dispuesto en la Circular 4/1991 para las cesiones temporales realizadas a precios inferiores a los de mercado.

14. Los devengos de productos no vencidos en operaciones no tomadas a descuento, contabilizados en cuentas de periodificación, estarán sometidos a la misma ponderación que corresponda a los riesgos de los que deriven los rendimientos periodificados. Cuando no pueda determinarse la operación de procedencia o la contraparte de la misma, se aplicará una ponderación del 100 por 100.

Las restantes cuentas activas de periodificación no consideradas como saldos compensatorios se ponderarán al 100 por 100.

15. Los inmuebles y los demás bienes o derechos que sean aplicación de la obra social de las Cajas de Ahorros y las Cooperativas de crédito, se integrarán en los grupos de riesgo que correspondan, netos de los fondos de esa naturaleza que no se integren en los recursos propios de la Entidad y que no compensen sus gastos de mantenimiento.

Norma decimocuarta. *Ponderación de las cuentas de orden: Pasivos contingentes*

1. Los compromisos y demás pasivos y riesgos de crédito contingentes, que se indican en los números siguientes, serán objeto de una doble ponderación. En primer lugar, cada partida se multiplicará por los coeficientes

que se establecen en el apartado 2, en función del grado de riesgo que presente, según su naturaleza, la clase de operaciones en ella recogida. En segundo lugar, al importe así obtenido le serán de aplicación las ponderaciones atribuidas, según la norma decimotercera, a las contrapartes correspondientes.

2. Coeficientes según el grado de riesgo:

I. Coeficiente nulo.

a) Disponibles, en el sentido de la letra b) del apartado 3 de la norma trigésima cuarta de la Circular 4/1991, con duración inicial igual o inferior a un año, o a plazos superiores si la Entidad puede cancelarlos unilateral y libremente en cualquier momento.

No se incluirán en este grupo los disponibles que correspondan a préstamos para la construcción de todo tipo de obras, salvo cuando la Entidad pueda cancelarlos unilateral y libremente en cualquier momento.

b) Promesas de aval formalizadas y cartas de garantía exigibles a que se refiere la letra a) del apartado 2 de la norma trigésima cuarta de la Circular 4/1991, en las que el aval o la garantía reúnan las condiciones indicadas en el primer párrafo de la letra precedente.

II. Con coeficiente del 20 por 100.

Créditos documentarios en los que el embarque de la mercancía actúe como garantía de la operación.

III. Con coeficiente del 50 por 100.

a) Líneas de crédito de apoyo a la emisión de valores.

b) Disponibles no incluidos en otro número de este apartado.

c) Resto de créditos documentarios.

d) Cesiones temporales con pacto de retrocesión opcional, y opciones de venta emitidas sobre valores, salvo cuando se hubiera estipulado su liquidación por diferencias.

e) Cartas de crédito irrevocables que no respondan a créditos dinerarios.

f) Avaluos por construcción de viviendas, contratación de obras, servicios o suministros y concurrencia a subastas y obligaciones ante Aduanas, Hacienda, Tribunales y otros Organismos públicos, y los restantes no incluidos en otro número de este apartado.

IV. Con coeficiente del 100 por 100.

a) Avaluos por créditos dinerarios.

b) Aceptaciones y efectos redescontados o endosados bajo la responsabilidad de la Entidad.

c) Compromisos de compra a plazo de activos financieros, siempre que el adquirente no pueda imponer la liquidación por diferencias.

d) Desembolsos pendientes de valores poseídos por la Entidad.

e) Cartas de crédito irrevocables por créditos dinerarios.

f) Depósitos cedidos a futuro.

g) Compromisos en ofertas públicas para la adquisición de acciones por la propia Entidad u otras Empresas de su grupo.

3. En los compromisos de compra a plazo de activos financieros, en las cesiones temporales con pacto de retrocesión opcional y en las opciones de venta emitidas sobre valores, la ponderación de la contraparte será sustituida por la que corresponda al emisor de los valores.

4. En la ponderación, según la contraparte, de los efectos redescontados o endosados bajo responsabilidad de la Entidad, se atenderá al obligado cambiario precedente cuya ponderación sea menor.

Norma decimoquinta. *Ponderación de las cuentas de orden relacionadas con tipos de cambio y de interés e instrumentos similares*

1. Las cuentas de orden relacionadas con tipos de interés y de cambio citadas en el apartado 2 siguiente serán objeto de la doble ponderación que se indica a continuación, para dar cobertura a su riesgo de contraparte.

a) En primer lugar, al principal de cada instrumento, según se define en la Circular 4/1991, se aplicarán los porcentajes que se expresan a continuación, en función del vencimiento original del compromiso:

<i>Vencimiento original</i>	<i>Contratos sobre tipos de interés</i>	<i>Contratos sobre tipos de cambio</i>
Un año o menos	0,5	2
Más de un año y menos de dos	1	5
Por cada año adicional	1	3

b) En segundo lugar, los importes corregidos así obtenidos se multiplicarán por las ponderaciones de la contraparte previstas en la norma decimotercera, salvo la ponderación del 100 por 100, que se reducirá al 50 por 100.

2. Las operaciones relacionadas con tipos de interés incluirán: las permutas financieras sobre tipos de interés (en una misma divisa), los acuerdos sobre tipos de interés futuro (FRA), los futuros financieros sobre tipos de interés, las opciones compradas sobre valores y tipos de interés, y operaciones de análoga naturaleza.

Las operaciones relacionadas con tipos de cambio de divisas incluirán, salvo cuando su vencimiento inicial fuera igual o inferior a catorce días naturales: las permutas financieras sobre tipos de interés en divisas distintas, las compraventas de divisas no vencidas, las opciones compradas sobre divisas, y operaciones de análoga naturaleza.

3. Se excluirán las operaciones relacionadas en el apartado 2, cuando se negocien en mercados organizados que sujeten a límites diarios las compras en descubierto.

4. En el caso de aquellas operaciones ligadas entre sí por un contrato bilateral, en virtud del cual las obligaciones recíprocas de realizar pagos en una fecha determinada estén automáticamente ligadas a otras obligaciones similares, entre las mismas partes y en las mismas fechas, el principal será el neto resultante de la compensación establecida por dicho contrato.

Norma decimosexta. *Normas comunes a los riesgos sujetos a ponderación*

1. Las ponderaciones atribuibles a los riesgos con garantías personales en función del garante, sólo alcanzarán a la parte del riesgo expresamente asegurada por él.

Las garantías de carácter personal deberán implicar, necesariamente, la responsabilidad directa y solidaria del garante ante la Entidad, una vez producido el incumplimiento, por cualquier causa, del obligado principal al pago.

2. La aplicación de ponderaciones reducidas a los riesgos con garantía pignoratícia exigirá que los valores aportados en garantía estén depositados en la Entidad prestamista, o en otra Entidad de crédito de su grupo, o inmovilizados a su favor, si estuvieran representados por anotaciones en cuenta.

3. Para el cálculo del coeficiente de solvencia los activos y cuentas de orden se computarán por su valor contable neto de los correspondientes fondos específicos. En particular:

a) Las diferencias negativas de primera consolidación, a que se refiere la letra c) del apartado 3 de la norma vigésima primera de la Circular 4/1991, resultantes de integración global o proporcional, se deducirán de los activos incluidos en el grupo de riesgo con ponderación del 100 por 100.

b) Las diferencias negativas de primera consolidación resultantes de la puesta en equivalencia a que se refiere el apartado 7 de la norma vigésima primera de la Circular 4/1991, se deducirán de las participaciones correspondientes.

c) Los fondos de insolvencia calculados sobre riesgos totales de acuerdo con lo establecido en el apartado 6 de la norma undécima de la Circular 4/1991, se deducirán proporcionalmente de los riesgos que hubieran servido de base para su cálculo.

d) Las provisiones asignadas a las operaciones recogidas en la norma decimoquinta se deducirán, hasta donde alcance, del importe corregido de tales riesgos calculados de acuerdo con lo establecido en la letra a) del apartado 1 de dicha norma.

e) La deducción de las acciones, aportaciones u otros valores computables establecida en la letra d) del apartado 1 de la norma novena compensará las participaciones, apoyos dinerarios o avals crediticios otorgados a las Entidades tenedoras de aquéllas.

f) Los déficit en los fondos específicos deducidos de los recursos propios con arreglo a la letra j) del apartado 1 de la norma novena compensarán los activos de riesgo a cuya falta de provisión respondan.

g) La parte de los recursos propios que se hubiera deducido de los de los grupos consolidables de Entidades financieras, conforme al apartado 3 de la norma novena, compensará las participaciones en Entidades no financieras de la Entidad dominante del grupo.

SECCIÓN CUARTA. RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

Norma decimoséptima. *Definición y cálculo de la posición neta en una divisa*

I. De una Entidad individual.

1. A los efectos de esta Circular, se denomina posición neta en una divisa a la diferencia, en un momento determinado, entre la suma de sus activos patrimoniales, incluidos sus productos ciertos, y de sus compromisos de compra, y la suma de sus pasivos patrimoniales, incluidos sus costes ciertos, y de sus compromisos de venta, denominados todos ellos en dicha divisa. Ambos sumandos comprenden los elementos que se detallan en el siguiente apartado de esta norma.

La posición neta en una divisa se denomina larga cuando la diferencia citada en el párrafo precedente tiene signo positivo, y corta cuando tiene signo negativo.

2. La posición neta, larga o corta, en una divisa, de una Entidad individual comprenderá:

a) Todos los saldos activos y pasivos, incluidas las cuentas de periodificación, que de acuerdo con la Circular 4/1991, se contabilizan en esa divisa, recogidos en el balance patrimonial. A estos efectos, las cuentas representativas del patrimonio neto de la Entidad se considerarán cifradas en la moneda del balance de la Entidad.

b) Las compraventas de divisas no vencidas.

c) El valor de mercado, medido por el «delta» neto, del total de la cartera de opciones en divisas o en instrumentos negociables cifrados en divisas.

d) El neto de los productos y costes no vencidos pendientes de devengar, que esté cubierto a plazo.

3. La posición en la moneda del balance de la Entidad se calculará con la contrapartida del conjunto de sus posiciones netas en divisas.

4. Las posiciones netas en unidades de cuenta compuestas podrán tratarse como una divisa o distribuirse, proporcionalmente a su composición, entre las divisas que las forman. No obstante el ecu se tratará como una moneda.

5. Las posiciones netas en divisas se convertirán a pesetas, aplicando los tipos de cambio de contado de la fecha a que se refieran. Antes de realizar este cálculo, en su caso, las participaciones de la Entidad en sus filiales se valorarán, en la divisa de éstas, por puesta en equivalencia. A estos efectos, los tipos de cambio de contado aplicables serán los utilizados para la conversión de los saldos de balance, de acuerdo con la Circular 4/1991.

II. De un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito.

6. A efectos de esta Circular, se denominan posiciones netas compensables aquellas que, por cumplir las condiciones establecidas en el siguiente apartado, puedan compensar otras de signo opuesto en esa divisa, mantenidas por otra u otras Entidades incluida en el grupo o subgrupo.

7. Tienen carácter compensable las posiciones netas, largas o cortas, en una divisa mantenidas por Entidades de crédito españolas, Sociedades y Agencias de Valores,

y Entidades de crédito y Empresas de inversión autorizadas en otros países de la Comunidad Europea, salvo cuando la Entidad tenga limitaciones legales, estatutarias, o de otro tipo, que imposibiliten el otorgamiento de apoyos crediticios o de firma a cualquiera de las restantes Entidades del grupo consolidable con posiciones compensables.

A los mismos efectos, se consideran compensables las posiciones netas mantenidas por Entidades de crédito o Empresas de inversión domiciliadas en otros países, cuando dichas Entidades, además de la posibilidad de apoyo financiero prevista en el párrafo precedente, cumplan las siguientes condiciones, que podrá verificar el Banco de España:

a) Estén obligadas a cumplir, a nivel individual o sub-consolidado, requisitos de recursos propios equivalentes a los contenidos en esta Circular.

b) La legislación nacional aplicable a las mismas no impida transferir fondos al exterior, sea o no a Entidades del grupo.

8. En los grupos o subgrupos consolidables de Entidades de crédito, el cálculo de las posiciones netas, largas o cortas, en cada divisa, del grupo o subgrupo, se hará del siguiente modo:

a) Se calculará para cada una de las Entidades individuales integrantes del grupo, la posición neta en cada una de las divisas en que ésta opere, de acuerdo con lo establecido en el número 1 de esta norma, agrupándose, separadamente, las posiciones netas largas y cortas, compensables en cada divisa, y las no compensables.

b) Se calcularán las posiciones netas, largas o cortas, en cada divisa, del conjunto de Entidades del grupo con posiciones netas compensables, como la diferencia entre la agregación de las posiciones netas, largas y la agregación de las posiciones netas cortas, en esa divisa de dichas Entidades.

c) Se calcularán las posiciones netas, largas y cortas, en cada divisa, del conjunto de Entidades del grupo con posiciones no compensables, como suma, por un lado, de todas las posiciones netas largas y, por otro, de todas las posiciones netas cortas, en cada divisa, de dichas Entidades.

d) Las posiciones netas, largas y cortas, en cada divisa, del grupo o subgrupo, se obtendrán como suma, respectivamente, de las posiciones netas, largas o cortas, en esa divisa, de los conjuntos de Entidades a que se refieren las letras b) y c) precedentes.

Norma decimoctava. *Requerimientos de recursos propios por riesgo de cambio*

1. A efectos de esta Circular, se denomina posición global neta en divisas al mayor de los dos importes siguientes: el total del contravalor en pesetas de las posiciones netas largas y el total del contravalor en pesetas de las posiciones netas cortas en divisas, excluida la de pesetas, definidas de acuerdo con la norma decimoséptima.

2. Las «Entidades» deberán cubrir con recursos propios el 8 por 100 de su posición global neta en divisas para cubrir el riesgo de tipo de cambio que asuman.

En los estados que deben rendirse de acuerdo con lo dispuesto en la norma vigésima sexta, la posición neta sobre la que deberá calcularse este requerimiento será la más alta entre la mantenida como media del semestre anterior y la del día a que se refiere la declaración.

Norma decimonovena. *Límites de riesgos por posiciones en divisas*

1. El Banco de España asignará a cada Entidad de crédito española y a cada sucursal de Entidad de crédito extranjera no excluida de acuerdo con el apartado 2 de la norma primera, teniendo en cuenta su actividad, experiencia y capacidad técnica en el ámbito de las operaciones en moneda extranjera, así como el grado de cobertura de sus requerimientos de recursos propios, límites máximos expresados en porcentaje de los recursos propios computables, a:

a) Su posición neta, larga o corta, en cada divisa, incluso en pesetas, según se define en la norma decimoséptima.

b) La suma de las posiciones netas, largas o cortas, mantenidas en las distintas divisas, incluso en pesetas.

2. El Banco de España revisará semestralmente los límites concedidos, pudiendo modificarlos, asimismo, siempre que la situación y circunstancias de la Entidad así lo aconsejen.

Las Entidades de crédito se ajustarán a los últimos límites asignados mientras no reciban comunicación escrita de su revisión.

3. Los límites a los que se refiere el apartado 1 de esta norma deberán cumplirse en todo momento y, en cualquier caso, al cierre de las operaciones de cada día.

4. Los recursos propios computables utilizados como base de los límites durante un mes serán los del último día del segundo mes anterior.

SECCIÓN QUINTA. RIESGOS DE LA CARTERA DE VALORES DE NEGOCIACIÓN

Norma vigésima. *Requerimientos de recursos propios por riesgo de la cartera de negociación*

1. En tanto no entre en vigor lo establecido en el artículo 4.º de la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las Entidades de crédito, los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito de los activos incluidos en la cartera de valores de negociación, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 3 de la norma vigésima séptima de la Circular 4/1991, se sujetarán a lo establecido en la sección tercera de esta Circular.

SECCIÓN SEXTA. OTROS REQUERIMIENTOS APLICABLES A LOS RIESGOS

Norma vigésima primera. *Vigilancia de la concentración de riesgos*

Sin perjuicio de lo establecido en la disposición transitoria primera, las «Entidades» dispondrán de procedimientos

tos administrativos y contables eficaces, y de mecanismos internos de control adecuados que permitan el seguimiento y la vigilancia de los riesgos con una Entidad o grupo económico, aunque no alcancen el límite máximo a que se refiere dicha disposición transitoria. Las «Entidades» vigilarán, asimismo, las concentraciones de riesgo en las diferentes ramas de actividad económica.

Norma vigésima segunda. *Límite de las inmovilizaciones materiales*

1. Una «Entidad» no podrá mantener unas inmovilizaciones materiales netas cuyo importe supere el 70 por 100 de sus recursos propios computables.

2. Las inmovilizaciones materiales incluirán:

a) Los inmuebles, en el sentido del apartado 1 de la norma vigésima novena de la Circular 4/1991, incluso los adquiridos a crédito y los recuperados de arrendamientos financieros.

b) El mobiliario, las instalaciones y los vehículos.

c) Los derechos sobre bienes tomados en arrendamiento financiero a que se refiere el apartado 4 de la norma vigésima novena de la Circular 4/1991 citada.

d) Las inmovilizaciones utilizadas por las «Entidades», cuando sean propiedad de una Entidad no consolidable de su grupo económico. La inclusión se realizará hasta donde alcancen las participaciones, apoyos dinerarios o avales crediticios que las Entidades consolidables del grupo tengan o hayan concedido a las Entidades propietarias de los bienes, siempre que no hayan sido tenidos en cuenta en la deducción de los recursos propios prevista en el primer párrafo de la letra d) del apartado 1 de la norma novena.

3. Las inmovilizaciones materiales no incluirán:

a) Las adquiridas en pago de deudas, y las recuperadas de cesiones en arrendamiento financiero, durante un período que no exceda de tres años a partir del momento de su adquisición, y siempre que no se hubieran incorporado a los activos de uso propio.

b) Los inmuebles que materialicen los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorros y de su Confederación, y los de educación y promoción de las Cooperativas de crédito, que constituyan recursos propios computables de la «Entidad».

4. Las «Entidades» podrán solicitar del Banco de España autorización para realizar inmovilizaciones materiales que superen el límite fijado en la presente norma. A esos efectos, dirigirán a los Servicios de Inspección del Banco de España una solicitud previa, en la que harán constar las razones y el plazo durante el que previsiblemente se rebasará el límite. A la vista de estas consideraciones, el Banco de España podrá otorgar o denegar la autorización y fijará el plazo máximo para retornar al cumplimiento del límite.

SECCIÓN SÉPTIMA. OTRAS NORMAS

Norma vigésima tercera. *Adopción de medidas para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia*

1. Cuando una «Entidad», o una de las Entidades de crédito filiales a que se refiere el apartado 2 de la norma

quinta, presente un déficit de recursos propios computables, respecto a los mínimos requeridos en la presente Circular, la Entidad obligada del grupo o subgrupo consolidable, o la Entidad incumplidora, según sea el caso, informará de ello, con carácter inmediato, a los Servicios de Inspección del Banco de España.

Dentro del mes siguiente al incumplimiento, la Entidad correspondiente presentará un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento, salvo si la situación se hubiera corregido en ese período. En el caso de que la Entidad incumplidora pertenezca a un grupo o subgrupo consolidable de Entidades de crédito, el programa deberá estar refrendado por la Entidad obligada del mismo.

La información y el programa a que se refieren los párrafos anteriores se entenderán sin perjuicio del envío de la información periódica a que se refiere la norma vigésima sexta.

2. El programa deberá hacer referencia, al menos, a los siguientes aspectos: identificación de las causas determinantes del incumplimiento o del exceso; plan para retornar al cumplimiento, que podrá incluir la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados, la desinversión en activos concretos, o medidas para el aumento del nivel de recursos propios, y plazos previsibles para retornar al cumplimiento.

Si lo considera adecuado, el Banco de España aprobará dicho programa. No obstante, podrá fijar medidas adicionales a las propuestas, con el fin de asegurar el retorno a los niveles exigibles. El programa presentado se entenderá aprobado si a los tres meses de su presentación no hubiera recaído sobre él resolución expresa.

3. Idéntica actuación se seguirá cuando se rebasen los límites establecidos en la norma vigésima segunda, incluso cuando ello se produzca a consecuencia de actuaciones o revalorizaciones autorizadas en el inmovilizado, o por reducción sobrevenida de los recursos propios computables.

Norma vigésima cuarta. *Aplicación de resultados en caso de incumplimiento de las normas de solvencia*

1. Cuando una «Entidad» presente un déficit de recursos propios computables superior al 20 por 100 de los mínimos requeridos, en virtud de lo dispuesto en la presente Circular, todas y cada una de las Entidades del grupo o subgrupo consolidable, o la Entidad individual, deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos.

2. Cuando el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos sea igual o inferior al 20 por 100, la «Entidad» someterá una propuesta de distribución de sus resultados y de los de cada una de las Entidades pertenecientes al grupo o subgrupo consolidable a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo a destinar a reservas, atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles. Ese porcentaje no podrá ser inferior al 50 por 100 de los beneficios o excedentes netos.

La autorización del Banco de España se entenderá otorgada si, transcurrido un mes desde su solicitud, no hubiera recaído resolución expresa. En ese caso, el porcentaje a

destinar a reservas será el propuesto por la Entidad, con un mínimo del 50 por 100.

3. Las limitaciones al reparto de dividendos a que se refieren los apartados 1 y 2 no alcanzarán a las filiales en las que las Entidades incluidas en el grupo consolidable posean al menos el 90 por 100 de los derechos de voto y del capital, siempre que, en el caso de Entidades de crédito, satisfagan individualmente los requerimientos generales de recursos propios establecidos en el apartado 1 de la norma cuarta.

4. Cuando una de las Entidades de crédito filiales a que se refiere el apartado 2 de la norma quinta presente un déficit de recursos propios computables, sin que lo presente el grupo o subgrupo consolidable a que pertenezca, las limitaciones al reparto de dividendos establecidas en los apartados 1 y 2 se aplicarán únicamente a los resultados de la Entidad.

5. El destino a reservas de la totalidad o parte de los beneficios obtenidos, a que se refieren los apartados 1 y 2, se entiende sin perjuicio de las posibles inversiones o mantenimiento de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorros, que con carácter excepcional pudiera autorizar el Ministro de Economía y Hacienda, de acuerdo con lo establecido en el apartado 5 del artículo undécimo de la Ley 13/1992, de 1 de junio.

Norma vigésima quinta. Autorización y comunicación de los créditos concedidos a cargos de administración de las Entidades de crédito

1. Antes de conceder los créditos, avales y demás operaciones a que se refiere el artículo 5.1 de la Ley 31/1968, de 27 de julio, sobre incompatibilidades y limitaciones de los Presidentes, Consejeros y altos cargos ejecutivos de la banca privada, y el apartado 2 del artículo 16 de la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las Cajas de Ahorros, los Bancos y las Cajas de Ahorros cuando proceda, de acuerdo con la última disposición citada, deberán solicitar la correspondiente autorización al Banco de España.

Transcurridos quince días desde la presentación de la solicitud sin que el Banco de España hubiere adoptado resolución al respecto, podrán considerar expresamente autorizada la operación. En todo caso, dicha facilidad crediticia deberá adoptarse formalmente por el Consejo de Administración de la Entidad sin la participación del Consejero interesado.

El procedimiento y criterios citados se aplicarán igualmente respecto a la autorización de las operaciones de las Entidades que participen en el mercado hipotecario contempladas en el artículo 83 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, que desarrolla determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.

2. Las facilidades crediticias de toda índole concedidas por las Entidades de crédito a cargos de administración de la propia Entidad, o de otras Entidades, consolidables o no, de su grupo económico, así como a sus cónyuges, ascendientes o descendientes, y a las Sociedades en que dichas personas participen mayoritariamente en el capital, bien de forma aislada o conjunta, o en las que desempeñen

los cargos de Presidente, Consejero, Administrador, Gerente, Director general o asimilado, se comunicarán a los Servicios de Inspección del Banco de España cuando su importe acumulado supere los cuatro millones de pesetas, indicando si las mismas han sido concedidas previo acuerdo expreso del Consejo de Administración de la Entidad prestamista y la fecha de dicho acuerdo. Trimestralmente se enviará un estado de situación de los saldos pendientes.

3. A los efectos señalados en los apartados precedentes, se entenderá que ostentan cargos de administración las personas a que se refiere el número 4 del artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las Entidades de crédito.

Norma vigésima sexta. Información a rendir

1. Las «Entidades», y, en su caso, las Entidades de crédito filiales a que se refiere el apartado 2 de la norma quinta, vendrán obligadas a declarar sus recursos propios computables, la composición de sus activos, compromisos de riesgo, posiciones en moneda extranjera e inmovilizado, así como el nivel mínimo requerido de recursos propios, todo ello en los estados cuyos modelos se recogen en el anexo I a la presente Circular, y que son:

Estado	Denominación
R.1	Cumplimiento de los requerimientos de recursos propios mínimos de las Entidades de crédito.
R.2	Recursos propios computables.
R.3	Requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito y contraparte.
R.4	Requerimientos de recursos propios por riesgo de tipo de cambio.
R.5	Límite al inmovilizado.

Los estados se remitirán semestralmente a la Oficina de Instituciones Financieras del Banco de España, debidamente cumplimentados con arreglo a las instrucciones que incorporan, antes del 1 de marzo y del 1 de septiembre, respectivamente. No obstante, el Banco de España podrá requerir a Entidades concretas, en atención a sus circunstancias particulares, la remisión trimestral de los estados.

Los estados, salvo el R-4, que, además, reflejará las posiciones en media semestral, se referirán al día final del semestre natural a que correspondan.

2. Las «Entidades» elaborarán los estados referidos, conciliándolos, cuando proceda, con el modelo de balance consolidado establecido en la Circular 4/1991. Cuando se trate de declaraciones correspondientes a Entidades de crédito individuales, la elaboración de los estados se realizará a partir de su balance reservado.

3. En el caso de que en el grupo o subgrupo se incluyan Entidades financieras consolidables sometidas por naturaleza a requerimientos distintos de recursos propios, según se definen en el apartado 1 de la norma sexta, se remitirá también copia de las declaraciones equivalentes enviadas a sus respectivas autoridades supervisoras.

4. Las «Entidades» declararán, también semestralmente, los riesgos con una persona o grupo económico que excedan del 10 por 100 de los recursos propios computables de la «Entidad», según el modelo que se recoge como anexo II.

5. Las Entidades de crédito informarán mensualmente de las posiciones en divisas que mantengan al final del mes natural a que correspondan, y a las posiciones medias y extremas del mes, según el modelo que se recoge como anexo III.

6. Las Sociedades mediadoras en el mercado de dinero deberán cumplimentar semestralmente, además de los estados incluidos en el anexo I, el recogido como anexo IV.

7. Las «Entidades» informarán inmediatamente a los Servicios de Inspección del Banco de España de todos los casos en que sus contrapartes en pactos de recompra o en operaciones de préstamo de valores o de toma de valores en préstamo incumplan sus obligaciones.

Norma vigésima séptima. *Entrada en vigor*

La presente Circular entrará en vigor a los veinte días de su completa publicación en el «Boletín Oficial del Estado». No obstante, las ponderaciones establecidas en las letras *j*) y *k*) del número II del apartado 1 de la norma decimotercera, entrarán en vigor el 1 de enero de 1994, aplicándose entretanto una ponderación del 100 por 100; asimismo, entrará en vigor el 1 de enero de 1994 el apartado 7 de la norma vigésima sexta.

DISPOSICION ADICIONAL

Las solicitudes presentadas con arreglo a lo previsto en los apartados 2 y 3 de la norma primera y las demás que corresponda resolver al Banco de España, de acuerdo con lo establecido en la presente Circular, se entenderán desestimadas cuando transcurran tres meses desde su presentación sin que se haya adoptado la oportuna resolución, salvo que se indique otra cosa en las normas precedentes de esta Circular y sin perjuicio de la obligación del Banco de España de dictar resolución expresa.

DISPOSICION FINAL

Derogaciones.—Quedan derogadas:

La Circular del Banco de España 1/1987, de 7 de enero, a las Entidades delegadas, sobre riesgos de cambio.

La Circular del Banco de España 5/1987, de 13 de marzo, a las Entidades delegadas, sobre toma y colocación de fondos en moneda extranjera.

La Circular del Banco de España 19/1989, de 13 de diciembre, a las Entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—En tanto no entre en vigor lo establecido en el artículo 30 del Real Decreto y en el artículo 4 de la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las Entidades de crédito, y de conformidad con lo establecido en el artículo 10 del Real Decreto 1370/1985, de 1 de agosto, sobre recursos propios de las Entidades de depósito, el conjunto de los riesgos de las «Entidades» con una misma persona o grupo económico, incluso el propio grupo en la parte no consolidable, no podrá exceder del 40 por 100 de los recursos propios a que se refiere

el apartado 3 de la norma cuarta. A estos efectos, tendrá la consideración de grupo económico el definido en el artículo 5 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre.

El límite establecido en el párrafo precedente no será de aplicación a las sucursales de Entidades de crédito extranjeras y filiales de Bancos extranjeros creadas al amparo del Real Decreto 1388/1978, de 23 de junio.

De dicho límite se excluirán, además de los riesgos expresamente mencionados en el artículo 10 del Real Decreto 1370/1985 citado, los riesgos deducidos de los recursos propios, los mantenidos frente a las Administraciones centrales y Bancos centrales de los Estados pertenecientes a la Comunidad Europea y frente a la Comunidad Europea como tal, los saldos activos compensatorios mencionados en el apartado 2 de la norma decimotercera, los compromisos sujetos, con arreglo al apartado 2 de la norma decimocuarta, a coeficiente nulo, y las cuentas de orden a que se refiere la norma decimoquinta.

A efectos de la aplicación de dicho límite, se seguirán los criterios previstos para los activos de riesgo en la sección tercera de esta Circular.

Segunda.—Hasta la entrada en vigor del artículo 27 del Real Decreto, las Sociedades mediadoras en el mercado de dinero deberán cubrir, además de los requisitos establecidos en el apartado 1 de la norma cuarta, el riesgo de interés en deudas de Estado y otras deudas admitidas a negociación en el Mercado de Deuda Pública en anotaciones, aplicando a dichas inversiones las ponderaciones específicas que se recogen en el anexo IV de esta Circular, después de deducir de las mismas los arbitrajes y operaciones casadas.

Tercera.—Los créditos derivados de operaciones de arrendamiento financiero concertadas hasta el 31 de diciembre del 2000 tendrán, hasta su extinción, una ponderación del 50 por 100 a efectos del coeficiente de solvencia de las Entidades de crédito, cuando no les corresponda una menor, y siempre que no estén concedidos a Empresas del grupo de la Entidad prestamista y giren sobre bienes inmuebles situados en territorio español y destinados a oficinas o locales comerciales polivalentes, o sobre edificios completos destinados a uso terciario que no estén vinculados a una actividad industrial específica.

Cuarta.—Las «Entidades» que el día 1 de enero de 1993 superen los porcentajes fijados en el apartado 1 de la norma décima, dispondrán, a partir de esa fecha, de un plazo de diez años para ajustarse a su cumplimiento, durante el cual no se aplicará la deducción a que se refiere la letra *h*) del apartado 1 de la norma novena. Dichas Entidades comunicarán a los Servicios de Inspección del Banco de España, en el plazo de un mes a contar desde la entrada en vigor de la presente Circular, las participaciones que excedan, a la fecha citada, de los límites allí señalados.

Quinta.—Las «Entidades» que el día 1 de enero de 1993, superen el límite establecido en la norma vigésima segunda dispondrán, a partir de esa fecha, de un plazo de siete años para ajustarse a esa limitación, y deberán comunicarlo a los Servicios de Inspección del Banco de España, en el plazo de tres meses a contar desde la entrada en vigor de la presente Circular, indicando el calendario de adaptación al referido límite. Una vez aprobado el correspondiente programa de adaptación de acuerdo con lo establecido en la norma vigésima tercera, las «Entidades» no podrán presentar posiciones superiores a las previstas en el mismo.

Sexta.—Las sucursales en España de Entidades de crédito domiciliadas en alguno de los países no comunitarios adheridos al Acuerdo sobre «Medidas de convergencia internacional de recursos propios computables mínimos» del Comité de Basilea sobre Regulación Bancaria y Prácticas de Supervisión, que soliciten el reconocimiento por el Banco de España de la equivalencia de sus requisitos nacionales de recursos propios, de conformidad con lo establecido en el apartado 2 de la norma primera, aplicarán a sus riesgos en moneda extranjera un coeficiente reductor del 50 por 100, a efectos de los requerimientos de recursos propios establecidos en las secciones tercera y cuarta de la presente Circular en tanto se aprecia dicha equivalencia, y, en todo caso, durante 1993.

Séptima.—Los grupos consolidables de Entidades de crédito del tipo previsto en la letra c) del apartado 2 de la norma segunda, que tengan actualmente designada una Entidad obligada, podrán seguir manteniéndola sin necesidad de realizar la propuesta a que se refiere el apartado 1 de la norma tercera.

Octava.—Las Entidades de crédito que, a la fecha de entrada en vigor de la presente Circular, incumpliesen los requerimientos individuales de recursos propios que les fueren exigibles de acuerdo con lo establecido en el apar-

tado 2 de la norma quinta, dispondrán de un plazo que finalizará el 30 de junio de 1994, para adaptarse a dichos requerimientos.

Novena.—A efectos del cumplimiento de los límites a las posiciones en divisas establecidos en la norma decimonovena y hasta el 30 de junio de 1993, las Entidades podrán seguir aplicando la definición de posición neta que estuvieran utilizando a la entrada en vigor de esta Circular. A partir de esa fecha aplicarán la definición contenida en la norma decimoséptima.

Décima.—Hasta el 31 de diciembre de 1993, las Cooperativas de crédito podrán incluir entre sus recursos propios las aportaciones a capital y la parte del fondo de educación y promoción que, computadas en la declaración correspondiente al 31 de diciembre de 1992, no pudieran ahora ser incluidas entre dichos recursos por no cumplir los requisitos establecidos al efecto en la letra a) del apartado 1 y en la letra a) del apartado 3, de la norma octava de esta Circular. Dicho cómputo transitorio no exime a las Cooperativas de crédito del cumplimiento de las normas imperativas de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito, y del Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de dicha Ley, ni prejuzga en modo alguno la adaptación estatutaria que, respecto a sus normas, les sea exigible.

ESTADO R.1
CUMPLIMIENTO DE LOS REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Miliones de pesetas

1. **Requerimientos de la entidad o grupo consolidable con arreglo a la presente circular (NORMA 4.1)**
 - 1.1. Por riesgo de crédito y contraparte (según el Estado R.3)
 - 1.2. Por riesgo de tipo de cambio (según el Estado R.4)

2. **Suma de los requerimientos exigibles a los grupos consolidables sujetos a la NORMA SEXTA**

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS DE LAS ENTIDADES DEL GRUPO				
Entidades	1 Específicos (a)	2 Ajuste (b)	3 Ajuste (c)	4 1-2-3 Ajustados
2.1. Sociedades y Agencias de Valores				
2.2. Otras entidades con req. distintos (Norma 6.2.b.1.ª guión)				
2.3. Entidades citadas en la Norma 6.3				
2.4. Resto grupo (Norma 6.2.b.2ª guión)				
SUMA				

(a) Individuales o subconsolidados en el caso de las entidades incluidas en las Iías 2.1 y 2.2.
 (b) Ajustes por operaciones internas del grupo mencionadas en el apartado 4 de la NORMA SEXTA.
 (c) Ajustes por diferencias en los recursos propios computables y en las deducciones, mencionado en el primer guión de la letra b) del apartado 2 de la NORMA SEXTA.

3. **Requerimientos mínimos (el mayor de 1 y 2)**
4. **Recursos propios computables de la entidad o del grupo consolidable con arreglo a la presente circular (según el Estado R.2)**
5. **Superávit o déficit (4 - 3)**

RECURSOS PROPIOS COMPUTABLES

Miliones de pesetas

1. **Recursos propios básicos**
 - 1.1. Capital social y recursos asimilados (a)
 - 1.2. Reservas electivas y expresas de las que: minoritarios (b) (c) resultados del ejercicio (sólo diciembre) Fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad Reservas en sociedades consolidadas (c)
 - 1.3. Subtotal I (1.1 a 1.4)
 - 1.4. Subtotal I (1.1 a 1.4)
- A deducir:**
- 1.5. Resultados negativos de ejercicios anteriores
 - 1.6. Resultados negativos del ejercicio
 - 1.7. Activos inmateriales
 - 1.8. Recursos incluidos en (1) en poder de la "Entidad"
 - 1.9. Financiaciones a terceros para adquisición de recursos incluidos en (1)
 - 1.10. Recursos incluidos en (1) en poder de entidades no consolidables del grupo
 - 1.11. Pérdidas en sociedades consolidadas (c) Subtotal II (1.5 a 1.11)

2. **Recursos propios de segunda categoría**

- 2.1. Reservas de revalorización de activos
- 2.2. Fondos de la obra social
- 2.3. Capital social correspondiente a acciones sin voto del que: minoritarios (b) (c)
- 2.4. Financiaciones de duración indeterminada
- 2.5. Financiaciones subordinadas y asimiladas de las que: minoritarios (b) (c)

A deducir:

- 2.6. Recursos incluidos en 2.3 y 2.4 en poder del grupo, y financiaciones a terceros para adquirirlas
- 2.7. Recursos incluidos en 2.5 en poder del grupo, y financiaciones a terceros para adquirirlas

3. **Limitaciones a los recursos propios de segunda categoría**

- 3.1. Exceso de (2.5-2.7) sobre el 50 % de (1)
- 3.2. Exceso de (2) sobre (1) menos 3.1

4. **Otras deducciones de recursos propios**

- 4.1. Participaciones y otros valores computables como recursos propios de entidades financieras no consolidadas en cuyo capital la "Entidad" participa en más del 10 %
- 4.2. Exceso de participaciones y otros valores computables como recursos propios de entidades financieras no consolidadas distintas de las recogidas en (4.1) sobre el 10 % de los recursos propios de la "Entidad"
- 4.3. Exceso de participaciones en entidades no financieras la mayor de (4.3.1) o (4.3.2)
 - 4.3.1. Exceso de las participaciones cualificadas sobre el 60 % de los recursos propios
 - 4.3.2. Suma de los excesos de las participaciones cualificadas sobre el 15 % de los recursos propios
- 4.4. Déficit en provisiones o fondos de dotación
- 4.5. Otros activos o riesgos deducidos (letra j) del apartado 1. y 3 de la NORMA NOVENA) (según relación anexa)

5. **Total recursos propios computables (1) + (2) - (3) - (4)**

PRO MEMORIA 1:
 Recursos propios base del cálculo de la deducción (4.2): (1) + (2) - (3)

PRO MEMORIA 2:
 Recursos propios base del cálculo de la deducción (4.3) y de los límites de concentración: (1) + (2) - (3) - (4.2)

(a) Fondo de dotación, cuotas participativas, etc.
 (b) De acuerdo con la distribución contenida en el apartado 5 de la NORMA OCTAVA.
 (c) Sólo grupos o subgrupos consolidables de entidades de crédito.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE

Millones de pesetas

ACTIVO	Saldo de balance	Fondos específicos	Deducciones de recursos propios	Saldos compensatorios (a)	Saldo ajustado	Ponderaciones (%)				Total ponderado	
						0	20	50	100		
1. Caja y depósitos en bancos centrales											
2. Entidades de crédito											
3. Crédito a AAPP											
4. Crédito a otros sectores residentes del que: con garantía hipotecaria											
5. Crédito a no residentes											
6. Cartera de renta fija											
7. Activos dudosos											
8. Cartera de renta variable											
9. Inmovilizado											
10. Fondo de Comercio de consolidación											
11. Activos inmateriales											
12. Valores propios y accionistas											
13. Cuentas diversas											
14. Cuentas de periodificación											
15. Pérdidas											
Total											
PRO MEMORIA. Activos frente a:											
Entidades de crédito no residentes											
Zona A (b)											
Zona B (c)											
Bancos multilaterales de desarrollo											
Comunidades Autónomas											
Corporaciones Locales											
Administraciones Públicas no residentes											
Zona A											
Zona B											

(a) Saldos compensatorios recogidos en el apartado 2 de la NORMA DECIMOTERCERA y la corrección de valoración recogida en el apartado 4.

(b) Países citados en el apartado 1.1.a) de la NORMA DECIMOTERCERA.

(c) Países no contemplados en la norma mencionada.

ESTADO R.3 (cont. 1)

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE

Millones de pesetas

	Saldos de balance	Fondos específicos	Saldos compensatorios (a)	Factor de corrección (%)				Ponderaciones (%)				Total ponderado		
				0	20	50	100	0	20	50	100			
COMPROMISOS Y CUENTAS DE ORDEN NO RELACIONADAS CON TIPOS DE CAMBIO O DE INTERÉS														
PASIVOS CONTINGENTES														
1. Avales y otras cauciones prestadas														
2. Créditos documentarios														
3. Efectos redescontados														
4. Otros pasivos contingentes (b)														
COMPROMISOS Y RIESGOS CONTINGENTES														
5. Disponibles por terceros														
6. Opciones de venta emitidas														
7. Compromisos de colocación y suscripción de valores														
8. Otros compromisos y riesgos contingentes mencionados en el apartado 2 de la NORMA DECIMOCUARTA, de los que: Valores suscritos pendientes de desembolso Cesiones temporales con opción de recompra														
OPERACIONES DE FUTURO														
9. Compromisos de compra a plazo de activos financieros														
Total														

(a) En el caso de riesgos deducidos, se incluirán en esta columna.

(b) Sin incluir la partida 1.4 de Cuentas de Orden del balance reservado: Activos afectos a obligaciones de terceros.

ESTADO R.3 (cont. 2)

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE

Millones de pesetas

Cuentas de orden relacionadas con tipos de cambio o de interés	Saldos de balance	Saldos compensatorios	Factor de corrección (%)			Saldo ajustado	Fondos específicos	Ponderaciones (%)			Total ponderado
			<=1	>1 A. =<2 A.	>2 A.			0	20	50	
OPERACIONES SOBRE TIPOS DE INTERÉS				0,5	1	(a)					
1. Futuros financieros sobre tipos de interés											
2. Otras operaciones sobre tipos de interés											
Permutas financieras en una sola divisa											
Convenios de tipo de interés futuro (FRA)											
Opciones compradas											
Otras											
A) Total						(a)					
OPERACIONES SOBRE TIPOS DE CAMBIO											
1. Compraventas de divisas no vencidas de las que: futuros de divisas											
2. Opciones compradas sobre divisas											
3. Permutas financieras sobre tipos de interés en divisas distintas											
4. Otras											
B) Total											
C) Total = A + B											

RIESGOS TOTALES PONDERADOS

RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS NECESARIOS POR RIESGO DE CRÉDITO Y CONTRAPARTE. Porcentaje aplicable IMPORTE

(a) Porcentajes a aplicar en función del vencimiento original (apartado 1 de la NORMA DECIMOQUINTA).

ESTADO R.4

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

Millones de pesetas

DIVISAS	Tipo de cambio de contado aplicado 1	Posiciones netas compensables		Posiciones netas no compensables (a)		Posiciones netas de riesgo de cambio		
		Larga 2	Corta 3	Larga 4	Corta 5	Larga 6=2+4	Corta 7=3+5	
Franco francés								
Libra esterlina								
Dólar USA								
Dólar canadiense								
...								
Ecus								
Otras divisas								
TOTAL POSICIONES								
POSICIÓN GLOBAL NETA (la mayor de las de riesgo totales) (b):								
POSICIÓN GLOBAL NETA DEL ÚLTIMO DÍA DEL SEMESTRE (la mayor de las de riesgo totales):								
RECURSOS PROPIOS EXIGIBLES (posición global neta x porcentaje aplicable) (c):								

(a) Las entidades de crédito individuales y los grupos y subgrupos de entidades de crédito donde no existan posiciones no compensables no harán figurar ningún dato en las columnas 4 y 5 de este estado.

(b) Las posiciones recogidas hasta la presente línea inclusive reflejarán la correspondiente media semestral.

(c) La posición global neta a la que se aplica el porcentaje será la más alta de las dos anteriores.

LIMITE AL INMOVILIZADO

Miliones de pesetas

1. **Inmovilizaciones materiales**
 - 1.1. Inmovilizado contabilizado en el epígrafe 9 del Estado M-1 o C-1
 - 1.2. Inmovilizaciones a que se refiere el apartado 2 d) de la NORMA VIGESIMA SEGUNDA
 - 1.3. Inmovilizaciones contabilizadas en el epígrafe 10 del Estado M-1 o C-1 (solo cajas de ahorros y cooperativas de crédito)
2. **Deducciones**
 - 2.1. Inmovilizaciones adquiridas en pago de deudas o recuperadas de arrendamiento financiero que cumplan lo previsto en el apartado 3 a) de la NORMA VIGESIMA SEGUNDA
 - 2.2. Inmuebles de la obra social que materialicen fondos propios de las cajas de ahorros y cooperativas de crédito
3. **Inmovilizaciones materiales sujetas a limitación (1-2)**
4. **Setenta por ciento de los recursos propios (según el Estado R.2)**
5. **Exceso (3-4)**

ANEXO II

GRANDES RIESGOS

Título o grupo (a)	Total por grupo	Porcentaje si recursos propios (b)

(a) Se indicarán el deterioro, clase o grupo de riesgo.
 (b) Los recursos propios calculados en el apartado 3 de la NORMA CUARTA.

POSICIONES EN MONEDA EXTRANJERA Y PESETAS

En millones de pesetas y en % de los recursos propios computables

DIVISAS	Posición a fin de mes				Posiciones medias del mes (a)				Posiciones extremas durante el mes					
	larga		corta		largas		cortas		largas		cortas			
	mill	%	mill	%	mill	%	mill	%	mill	%	mill	%		
Divisas cotizadas en el mercado de Madrid														
Franco francés														
Libra esterlina														
Dólar USA														
Otras divisas														
...														
Ecus														
Otras divisas														
...														
Peseta														
Suma (b)														

Pro memoria: Recursos propios computables

(a) Se calcularán y presentarán, independientemente las medias de las posiciones largas y de las posiciones cortas del mes, durante los días que hayan tenido una u otras.
 (b) Esta suma, en las columnas de posición a fin de mes, y de posiciones medias en el mes, coincide con la posición global de ese día y de ese mes.

ANEXO IV

RIESGO DE INTERÉS EN DEUDA DEL ESTADO Y OTRAS DEUDAS ANOTADAS Y NECESIDADES DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS (SOLO SIMMD)

	Miliones de pesetas				
	Valor efectivo (1)	Arbitrajes y operaciones catadas (2)	Inversión ajustada (3)	Ponderación (Factores) (4)	Magnitud ajustada (5)=(3)x(4)
1. Caja y Banco de España				1	
2. Intermediarios financieros					
2.1. Hasta noventa días				1	
2.2. De tres a seis meses				2	
2.3. De más de seis meses				3	
3. Pagarés y letras del Tesoro					
3.1. Hasta un año				1	
3.2. De más de un año				2	
4. Otra deuda del sector público a medio y largo plazo					
4.1. Hasta noventa días				1	
4.2. De tres a dieciocho meses				2	
4.3. De más de dieciocho meses				3	
TOTAL					
Total magnitud ajustada (total columna 5) = a ₁					
Recursos propios mínimos = a ₂ = a ₁ x 0,08 (a)					

(a) Esta exigencia deberá aplicarse a la que resulta del Estado R.3, al cumplimentar dicho Estado.

COLABORADORES

BARALLAT LOPEZ, Luis. Nació en Oviedo en 1953. Ingeniero Naval (1975), con premio fin de carrera. Es además Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense (1980) y M.B.A. por la Universidad de Stanford (1978), donde cursó estudios becado por la Fundación Fulbright. Ha desarrollado su carrera profesional en el Departamento Industrial del Banco Urquijo, en el Área de Banca Corporativa del Dresdner Bank y en la Oficina de Londres del Boston Consulting Group. Actualmente es Subdirector General Adjunto, responsable del Área de Gestión Financiera, del Banco Central Hispano.

BARALLAT LOPEZ, Víctor. Nació en Oviedo en 1956. Ingeniero de Minas (1978). Es además Master en Business Administration por la Wharton School (Universidad de Filadelfia), donde cursó estudios becado por la Fundación Fulbright. Ha desarrollado su carrera profesional en Alcan Aluminium (Montreal), como Assistant Treasurer, y en Chase Manhattan Bank (Nueva York, Madrid y Londres) en las áreas de Banca Corporativa y Tesorería. Actualmente es Director de Gestión Financiera en Argentina.

BERGES LOBERA, Angel. Es doctor (Ph.D.) en Finanzas por la Purdue University (EE.UU.) y autor de numerosas publicaciones en revistas científicas españolas e internacionales. En 1987 ocupó la Vicepresidencia, y en 1988 la Presidencia, de la European Finance Association, siendo el único español que ha ocupado dicho cargo. Actualmente es Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad Autónoma de Madrid (Instituto Universitario de Administración de Empresas), y Director General de Analistas Financieros Internacionales.

CASTELLO MUÑOZ, Enrique. Nació en Torrent (Valencia) en 1944. Es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Diplomado en Estadística e Investigación Operativa por la Universidad de Madrid. Catedrático de Economía de la Empresa en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense y Director de la Escuela de Estudios Cooperativos desde 1984 a 1990. Jefe de Investigación Comercial y Publicidad de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y miembro del Comité de *Marketing* y Comunicación de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros y del Instituto Internacional de Cajas de Ahorros. Es autor de trabajos científico-técnicos en relación con la Economía de la Empresa y el *Marketing* Financiero.

FERNANDEZ, Zulima. Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales. Es Catedrática de Organización de Empresas de la Universidad Carlos III de Madrid. Autora de varios libros y artículos sobre gestión de empresa pública, organización y dirección estratégica de corporaciones y grupos de empresas.

FREIXAS, Xavier. Es Catedrático de Economía Financiera en la Universidad Pompeu Fabra de Barcelona. Es Licenciado en Ciencias Económicas y en Ciencias Exactas por la Universidad de Toulouse, y Doctor en Ciencias Económicas por dicha Universidad. Con anterioridad, ha sido Subdirector de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada y Catedrático en las Universidades de Toulouse y de Montpellier. Sus artículos han sido publicados en revistas tanto nacionales como internacionales (*Econometría, Journal of Economic Theory, Review of Economic Studies*).

GUINDOS JURADO, Luis de. Nació en Madrid en 1960. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros), obteniendo en 1981 el premio extraordinario de estudios de la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense de Madrid. Técnico Comercial y Economista del Estado (en excedencia). Entre 1984 y 1987 fue, en el Ministerio de Economía y Hacienda, Secretario de la Revista *I.C.E.*, vocal asesor para temas comunitarios del Secretario de Estado de Economía y Jefe del Gabinete Técnico del Secretario General de Comercio. Actualmente es Consejero Delegado de AB Asesores Gestión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, de Carteras y de Pensiones del grupo AB Asesores.

INURRIETA BERUETE, Alejandro. Nació en Biarritz hace 29 años. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense en 1989. Cursó el Master de Hacienda Pública y Programación Económica del Instituto de Estudios Fiscales en 1990. Desde esa fecha y hasta la actualidad es Ayudante de Investigación en la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA). En esta institución ha colaborado en la elaboración de diversos documentos de trabajo en el campo financiero.

MONTLLOR I SERRATS, Joan. Catedrático de Economía Financiera de la Universidad Autónoma de Barcelona, de cuya Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ha sido Decano. Secretario de la Comisión de Principios de Valoración de Empresas de AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas).

PEREIRA RODRIGUEZ, Jorge Juan. Nació en La Coruña en el año 1945. Profesor Mercantil y Licenciado en Ciencias Económicas. En 1971 ingresó por oposición, con el número uno, en el actual Cuerpo de Inspectores de Finanzas del Estado, del que hoy se encuentra excedente. Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED. En la actualidad es Jefe de Análisis Financiero de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y formó parte de la Comisión para la Evaluación del Fraude Fiscal en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

SORIA LAMBAN, Pilar. Es Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid (U.A.M.), habiendo realizado estudios previos en la Universidad de Zaragoza y en Purdue University (EE.UU.). Actualmente es profesora asociada de Economía de la Empresa en la U.A.M., y coordinadora del Programa de Doctorado en Banca y Bolsa.

TARRAZON RODON, M.ª Antonia. Licenciada y Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universi-

dad Autónoma de Barcelona. Profesora del Departamento de Economía de la Empresa. Docencia e investigación en finanzas de empresa.

VALERO LOPEZ, Francisco José. Nació en Madrid en 1953. Doctor (1978) y Licenciado (1975) en Ciencias Económicas y Empresariales, en ambos casos con la calificación de premio extraordinario. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid desde 1983, habiendo sido profesor de la misma desde 1975, a excepción de algunos meses de 1982, en los que fue profesor agregado numerario de Economía de

la Empresa (Financiación e Inversiones) en la Universidad de La Laguna. Ha sido jefe de proyecto en el Departamento de Investigación Operativa de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA) entre 1975 y 1985. Director de Estudios de Analistas Financieros Internacionales, S. A., desde su fundación en 1987, donde coordina una amplia actividad investigadora y asesora sobre diversos temas, entre los que destacan la innovación financiera, los sistemas financiero europeo y español, la evolución de los mercados financieros internacionales, y las estrategias de las entidades financieras. Es autor de numerosas publicaciones sobre administración de empresas y finanzas.