

# Las Cajas de Ahorro y el *core capital*

José Manuel Gómez De Miguel\*

1. Las Cajas de Ahorros son, quizás, el principal elemento idiosincrático del sistema bancario español.

En primer lugar se trata de una empresa bancaria que devuelve a la sociedad, en forma de obra benéfico y social, una parte substancial de los beneficios que obtiene, lo que no es habitual en nuestro modelo de estructura productiva.

En segundo lugar, su anclaje territorial y social, junto a su particular atención empresarial a las necesidades financieras de las familias y PYME, han jugado un rol esencial en la bancarización del territorio, la inclusión social y la cohesión del tejido económico de nuestro país, creando así una segunda vía de retorno social.

Además, sin privilegio empresarial o regulatorio alguno, las cajas han alcanzado un tamaño y una importancia fundamentales en nuestro sistema bancario, contribuyendo a que este sea uno de los más eficientes y competitivos<sup>1</sup> del mundo occidental.

2. Y ahora, a principios de 2010, cuando a causa de la crisis financiera se están gestando importantes movimientos corporativos y de cooperación empresarial entre las cajas de ahorro, y cuando son recurrentes las opiniones que destacan las debilidades del sector, puede ser interesante plantearse si los logros alcanzados en el pasado son sostenibles, o al menos, ¿cuáles son algunas de las condiciones necesarias para ello?

A abordar uno de los aspectos que pueden ser más relevantes para responder a esa pregunta, la capacidad de captación de recursos propios, se destina este trabajo.

\* Banco de España. Las opiniones expresadas en este trabajo son de la exclusiva responsabilidad del autor y no son representativas de las del Banco de España.

<sup>1</sup> Nótese que sólo hay una docena de grupos bancarios españoles.

La trayectoria de las cajas hasta hace poco tiempo, y en general durante las últimas décadas, ha resistido cualquier comparación con la de sus competidores, tanto en términos de solvencia y rentabilidad, cuyas ratios agregadas han sido superiores a las de la banca como medida en términos de confianza de la clientela (o de los mercados internacionales, donde las cajas han conseguido reconocimiento y financiación), como muestra su creciente cuota de mercado en muchos segmentos de negocio.

También puede afirmarse que han venido cumpliendo satisfactoriamente la finalidad específica para la que fueron creadas, si se aprecia, por ejemplo

- su capacidad de retorno social directo, con más de 1.600 millones de euros en 2008 y con un fondo acumulado y operativo al servicio de la sociedad valorado (a coste amortizado) en 3.700 millones de euros.
- su red de oficinas, casi de 25.000, y cajeros, que alcanza a cualquier punto del territorio.
- su participación en satisfacer las necesidades financieras de las familias españolas, dominante tanto en crédito como en depósitos

Los anteriores párrafos nos permiten concluir que las cajas, con todas sus debilidades, de las que luego hablaremos<sup>2</sup>, han constituido un modelo de éxito.

<sup>2</sup> En realidad, este trabajo se centra sólo en alguna de sus debilidades y no pretende abordar cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo de las cajas, que recordarse, fue diseñado en 1985, cuando la sociedad española y su estructura institucional era bien distinta a la de hoy.

3. No obstante, lo cierto es que ese modelo se encuentra, en mi opinión, en una encrucijada que puede afectar, por primera vez en su historia reciente, a su supervivencia.

Y es que no cabe duda de que el sector bancario español, y en especial las cajas,<sup>3</sup> se enfrentan a una coyuntura empresarial extremadamente difícil, fruto de la crisis financiera que azotó al mundo desarrollado desde mediados de 2007 y de la crisis económica a la que se enfrenta nuestro país desde algún tiempo después.

Centrándonos en lo que aquí nos interesa, que es la sostenibilidad del modelo en cuanto a su capacidad para obtener recursos propios, destacaríamos, como principales características de esta coyuntura:

— **menores ingresos y mayores dotaciones.**

Varios son los efectos de la recesión que indican una caída significativa y persistente en los ingresos: el mayor peso de los activos no rentables (alta morosidad); el desapalancamiento de familias y empresas; y un escenario que hace prever largo tiempo de tipos de interés bajos (que, lógicamente, afecta más a los activos que a los pasivos, a los que es muy difícil dotar de rentabilidades efectivas negativas). Además, la continuidad de la morosidad hace prever mayores necesidades de provisión.

En este terreno, las cajas parecen peor posicionadas que sus competidores, especialmente por su mayor exposición (y dedicación tradicional) al sector inmobiliario, que es el más afectado por la crisis. Tampoco cuentan para paliar esta desventaja con una potencial diversificación internacional de su negocio.

— **exceso de capacidad y gastos elevados.**

Las cajas, al igual que el resto del sistema, han respondido ampliando su capacidad operativa durante la expansión, tanto en términos cuantitativos (más crédito) como cualitativos (mayor variedad de productos). Ambos elementos de crecimiento empresarial están, en estos momentos, y parece que por algún tiempo, frenados; de una parte por la caída de la actividad económica, y de otro por la pérdida de confianza en la innovación financiera.

Tampoco en este ámbito están las cajas mejor posicionadas que sus competidores. De una parte, su rol especí-

fico les hará difícil reducir la atención a comunidades ahora menos rentables; de otra, el peso de los empleados en sus órganos de gobierno también hará menos flexibles posibles ajustes en los recursos excedentarios.

— **menor acceso a la financiación internacional.**

Sea por las consecuencias de la crisis financiera mundial sobre los mercados, sea por el riesgo país con que está cargando España, o por las incertidumbres que se puedan percibir sobre el futuro del sector, lo cierto es que las cajas tienen más dificultades de acceso al mercado de que disfrutaron en el pasado (incluso con mayores costes). Sin embargo, deben devolver los recursos captados en el pasado, lo que constituye un elemento de presión adicional sobre el negocio.

En definitiva, todo parece indicar que nos encontramos en un escenario, previsiblemente duradero, de menor rentabilidad, en el que la capacidad de las cajas de ahorro de generar reservas va a disminuir significativamente respecto a lo que era la regla en estos últimos años. Los datos que se han publicado sobre los resultados en 2009 avalan esta previsión.

Por lo tanto, el principal componente autónomo de creación de recursos propios de las cajas va a sufrir importantes restricciones.

4. Por otro lado, estamos en un momento en el que la crisis ha mostrado, y los mercados y los reguladores han comprendido, que las entidades bancarias necesitan más capital y de mayor calidad; como consecuencia de ello, ambos han fijado su atención en aquella parte de los recursos propios regulatorios que sirve, de manera efectiva y cierta, para absorber posibles pérdidas y fundar, con solidez, el crecimiento del riesgo. Se trata de lo que conocemos como *core capital* o, en el mejor de los casos, como elementos de *tier 1*<sup>4</sup>, es decir, bien aquellos recursos que absorben inmediatamente las pérdidas corrientes de la entidad, bien aquellos que están disponibles para absorberlas en un momento en que la entidad todavía es capaz de continuar autónomamente con sus negocios (es financieramente viable y conserva la confianza del mercado).

Las propuestas que recientemente ha publicado el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>5</sup>, aunque están

<sup>3</sup> Es cierto que la situación afecta más a unas entidades que a otras, y que también ha tocado a los bancos, pero los datos muestran que, como sector agregado, los riesgos parecen mayores en las cajas.

<sup>4</sup> Los elementos computables como *tier 1*, netos de intangibles y otras deducciones, deben suponer, al menos, el 50 por 100 del capital regulatorio o, lo que es lo mismo, el 4 por 100 de los activos ponderados por riesgo.

<sup>5</sup> El documento consultivo "Strengthening the resilience of the banking sector" ha sido publicado en diciembre de 2009.

sujetas a consulta de los sectores interesados y a un ejercicio de calibración, van claramente en esa dirección:

De una parte, exigen más capital:

- a través de mayores requerimientos de capital en relación con diversos riesgos (mercado, contraparte) y exposiciones (titulizaciones y retitulizaciones);
- por dos vías complementarias del actual coeficiente de solvencia: una ratio de apalancamiento que limitará el importe agregado de los activos y compromisos totales de la entidad, sin tener en cuenta su riesgo, por unidad de capital; y la promoción de colchones de capital, adicionales a los exigidos por otras medidas, a constituir obligatoriamente con los resultados obtenidos en tiempos de bonanza, para ser consumidos en tiempos de crisis.

De otra, sugieren, con medidas muy detalladas, elevar la calidad, consistencia y transparencia del capital. No pretendemos aquí describir de manera exhaustiva esas medidas, pero sí destacar las más relevantes para entender su previsible efecto:

- En primer lugar, se propone una definición de *core capital*, más restrictiva y consistente conceptualmente de la que estaba vigente hasta ahora. El endurecimiento de esta definición procede tanto de su minuendo, a través de una rigurosa identificación de los elementos que lo pueden integrar, es decir, de lo que puede considerarse como capital, como de su sustraendo, donde aumentan las deducciones y filtros que deben realizarse para calcularlo.

Dentro del minuendo sólo se admite, además de las reservas, el *capital ordinario (common equity)*, es decir, aquél que:

- es el último en prelación (el titular de los activos residuales en caso de liquidación);
- no tiene vencimiento ni expectativa alguna de reembolso,
- recibe dividendos discrecionales con beneficios o reservas libres,
- y es reconocido como capital tanto a efectos mercantiles y de insolvencia, como contables, estando sujeta su emisión a la decisión de los titulares del capital ordinario (la asamblea general de accionistas en el caso de las sociedades anónimas).

Por su parte, las deducciones contemplan, en la versión actual, además de elementos tradicionales como los activos inmateriales y el fondo de comercio, elementos nuevos como los intereses minoritarios o los activos fiscales diferidos, o el 100 por 100 (hasta ahora 50 por 100) de las participaciones accionariales en empresas financieras.

- En segundo lugar, es previsible que se haga mucho más estricto el predominio del *core capital* dentro del *tier 1*, de forma que quede ampliamente superado el 51 por 100 actual, al menos en tiempos normales.

Adicionalmente, se propone que el *core capital* sea no sólo predominante dentro del *tier 1*, sino que exista una ratio mínima específica que relacione el *core capital* con los activos ponderados por riesgo.

- En tercer lugar, también se endurecen las características financieras de los restantes valores que pueden formar parte del *tier 1*<sup>6</sup>, confirmando tanto su carácter perpetuo como la posibilidad de que la remuneración pactada sea cancelada a criterio del emisor cuando lo considere necesario para preservar su situación financiera; también se elimina la posibilidad de crear expectativas de amortización anticipada y se exigen, en general, que sean considerados como patrimonio, no sólo a efectos contables, sino también en el test de insolvencia<sup>7</sup>.
- Y todo ello, sin descartarse una elevación, adicional y directa, de los coeficientes.

En definitiva, aunque aún está pendiente la calibración final de la propuesta, y habrá *lobbies* interesados en recortarlos, no parece aventurado concluir que los nuevos requerimientos de capital:

- serán significativamente mayores que los actuales; y
- lo serán aún más para el capital de mayor calidad que es, también, el más caro (y también el que requiere una mayor expectativa de rentabilidad para su colocación).

Por último, y aunque todavía no está presente en la propuesta que hemos comentado, vale la pena llamar la atención sobre la posibilidad de que se permita que parte

<sup>6</sup> En el caso español, estos elementos de *tier 1* son las participaciones preferentes que, como es sabido, se clasifican como pasivos, tanto a efectos contables como mercantiles.

<sup>7</sup> El que exige que los activos sean superiores a los pasivos.

de los nuevos requerimientos sean cubiertos, en vez de con los recursos propios tradicionales, con el llamado capital contingente, es decir, con instrumentos de deuda que puedan convertirse, caso de ser necesario, en capital ordinario.

5. Lo comentado hasta aquí nos confirma que las cajas de ahorro se enfrentan a un grave problema. Recapitulando brevemente diríamos que su capacidad de generar reservas se va a ver, durante un largo período de tiempo, sensiblemente debilitada, y que, por los nuevos requerimientos de capital, necesitarán, de manera permanente, a corto y medio plazo, un flujo de recursos propios mayor, incluso del que ha venido siendo habitual en los últimos años<sup>8</sup>, y que esa necesidad se concentrará, fundamentalmente, en los recursos de mayor calidad.

A mejorar esta situación no parece que puedan contribuir, al menos de manera significativa:

- potenciales recortes en los fondos destinados a la obra social. Y es que la propia reducción de los excedentes disponibles ya producirá una reducción del retorno social directo; ampliar esa previsible caída de las dotaciones a los fondos de la obra benéfico social seguramente mermaría en exceso uno de los roles esenciales de las cajas.
- Tampoco las posibles fusiones o las integraciones vía Sistemas Institucionales de Protección serán una gran ayuda a corto plazo. Incluso en el caso de que se cierren todas las que están ahora en marcha, la experiencia muestra que sus frutos no serán inmediatos, al menos en la generación de reservas, y que la integración de estructuras es lenta y costosa. Por tanto, no será fácil que estas operaciones tengan efectos significativos en la rentabilidad del sector a muy corto plazo.

Cabría pensar que las cajas cuentan con unas ratios de capital suficientemente confortables para absorber sin traumas la mayor parte de ese *shock*. Eso puede ser cierto en algunos casos, pero no es probable que lo sea para las cajas en general ni tampoco para el resto del sistema bancario español.

<sup>8</sup> Es cierto que los reguladores se han comprometido a facilitar una transición suave al nuevo esquema, que sería aplicable en 2013, pero también es previsible que, desde el momento en que se adopten los nuevos estándares, los mercados los tendrán en cuenta como nuevo *benchmark* de solvencia. Además, la mayor transparencia exigible hará que los mercados estén en mejor disposición para identificar el cumplimiento de esos nuevos estándares o, al menos, la trayectoria de la entidad en asegurar su efectivo cumplimiento en un plazo razonable.

Para afrontar esta situación debe notarse que la capacidad de las cajas para captar otras formas de *capital ordinario* equivalentes en calidad a las reservas está actualmente restringido a un instrumento, las cuotas participativas; sin embargo, hasta la fecha, las cuotas no han cumplido ese papel. Además, en las actuales circunstancias cabe imaginar que su colocación en el mercado será dudosa si se atiende a las expectativas de resultados contables del sector.

6. Veamos ahora las posibles causas del “fracaso” de las cuotas participativas.

Creadas hace más de 20 años (en la disposición adicional duodécima de la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito), hace siete (en la Ley 44/2002 de medidas de reforma del sistema financiero) fueron objeto de una profunda reforma para adaptarlas a las previsibles demandas de los mercados y asegurar su rol como elemento de disciplina de mercado.

Si la primera versión de las cuotas, desarrollada por un Decreto de 1990, no consiguió que aflorara ninguna emisión, la segunda, reflejada en un nuevo Decreto de febrero de 2004, sólo ha obtenido una emisión testimonial.

Desde la perspectiva de los emisores se ha dicho que las cuotas no han resultado necesarias por la capacidad de generar reservas y por la existencia de espacio para otros instrumentos de captación de capital regulatorio (las participaciones preferentes y las financiaciones subordinadas) más ventajosos en términos de coste.

Sin embargo, no parece razonable pensar que ese fenómeno pueda explicar el que prácticamente ninguna caja haya utilizado ese instrumento. Más aún, se diría que si resultan relativamente más costosas para los emisores, hasta el punto de que sólo se emitirían en situaciones no deseadas, ello sería una razón para pensar que no son el instrumento idóneo para el fin que fueron creadas.

También se ha dicho que resultan conflictivas para los emisores. Ello obedecería a que las cuotas son un instrumento que compromete el modelo de propiedad de las cajas, pues suponen su “privatización”. Si estas son, en estos momentos, un activo de la sociedad española en su conjunto, en la medida que sus excedentes sólo pueden retornar a ella, y que es básicamente a sus “representantes” (en términos de administraciones locales regionales, depositantes y organizaciones sociales) a quienes se atribuye su administración, con la emisión de cuotas, una parte de esos excedentes y, con ellos, de los activos netos de las cajas, pasarían a ser propiedad de los inversores que las adquieran, al modo en que los activos netos de las sociedades son propiedad de sus socios.

El hecho de que esa privatización sea limitada (las cuotas no conceden derechos de gestión) y parcial (sólo puede privatizarse un tercio del activo neto de la caja) amortigua pero no elimina el conflicto citado, máxime cuando puede verse, con desconfianza, como un primer paso de una estrategia más amplia.

También se ha dicho, aunque la falta de emisiones no ha permitido verificarlo empíricamente, que algunas de las características financieras básicas de las cuotas (ausencia de poder de gestión y falta de compensación por la ausencia de esos derechos políticos; posibilidad de dilución de los derechos económicos de los partícipes; limitaciones a los porcentajes de participación) podrían ser un freno a la demanda, o haber contribuido a la sensación de que el coste de emitir las en esas condiciones sería demasiado alto, lo que a su vez, habría inhibido la emisión.

En definitiva, y sea por sus propias condiciones, sea por la base inversora a la que pueden dirigirse, la realidad parece indicar que las cajas no cuentan con un instrumento de captación de capital ordinario real que pueda resolver los problemas a que antes hemos hecho referencia: la ausencia de una generación suficiente de reservas o la reducción de éstas a causa de pérdidas y la necesidad de mayor capital regulatorio.

Se necesitaría pues una reflexión sobre cuáles serían las soluciones que facilitarían el acceso de las cajas al *capital ordinario* que van a necesitar en un futuro cercano<sup>9</sup>.

Las páginas que siguen se dedican a explorar, desde una perspectiva estrictamente técnica, algunas de las posibles vías que podrían servir a este propósito, siendo consciente de que con esas vías también se puede estar contemplando diversos modelos de desarrollo futuro como luego veremos.

7. Esa reflexión debe adoptar como premisa la definición de *capital ordinario* propuesta por el Comité de Basilea, cuyo documento de consulta indica (ver nota a pie número 19) que los criterios que integran esa definición (y que ya hemos mencionado en el punto 5 anterior) “deben aplicarse a las entidades de crédito no organizadas como sociedades anónimas, sean éstas mutuas, cooperativas o cajas de ahorro, teniendo en cuenta su naturaleza específica y su estructura legal”.

<sup>9</sup> La posible apertura de los requerimientos de solvencia al capital contingente no modifica esta conclusión sino que la refuerza en la medida que se precisarían instrumentos de capital ordinario en los que convertir la deuda que integre ese capital contingente.

En esa misma nota, el Comité precisa el alcance de esa declaración basando la equivalencia de los instrumentos de capital emitidos por esas instituciones bancarias en su capacidad para absorber pérdidas y en que no tengan ninguna característica que pueda debilitar la continuidad de la entidad en una situación de estrés.

Con mayor profundidad aborda esta potencial equivalencia el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CESB) que acaba de hacer público un documento de consulta<sup>10</sup> sobre las características que deben reunir las acciones, o instrumentos equivalentes, para integrar lo que en la UE sería la definición diseñada por Basilea.

No queremos aquí entrar en el detalle de los criterios del documento del CESB pero basta como muestra de ellos indicar que,

frente al principio general que caracteriza a los dueños (accionistas ordinarios) de una estructura capitalista como la sociedad anónima (ver el punto 9 de dicho documento), y según el cual, “los instrumentos (del *capital ordinario*) deben ser, en materia de prelación concursal, idénticos entre si y los más subordinados en la liquidación de la empresa, disponiendo de un derecho proporcional a su participación en el capital (y no un importe fijo vinculado a su importe nominal) sobre los activos residuales de la empresa”.

CESB opone (párrafo 80 del mismo documento) reglas mucho más abiertas para las cooperativas de crédito, bancos mutuales e instituciones análogas, reconociendo que, en éstas, “la distribución de los activos netos residuales en caso de liquidación puede ser diferente según las jurisdicciones nacionales, de forma que, en algunas, esos activos son distribuidos y en otras el tenedor (de participaciones en el capital) recibe, como máximo, el importe nominal que pagó al suscribir. Tal importe máximo es aceptable si se aplica a todos los instrumentos del capital de la empresa es decir, si no es fruto de un privilegio”.

Estas mismas variantes o elementos de flexibilidad se plantean respecto a la posibilidad de reembolso de las aportaciones al capital (para respetar, por ejemplo, el principio de puerta abierta que es típico de las cooperativas) o de establecer topes a su remuneración (aceptables siempre que afecten al conjunto de los elementos del capital ordinario, como ocurre con nuestras cooperativas de crédito).

<sup>10</sup> Consultative Paper on implementation guidelines regarding instruments referred to in Article 57 (a) of Directive 2006/48/EC (CP 33), de 17 de diciembre de 2009.

Las cuotas participativas, en su regulación actual cumplen prácticamente con todos los requisitos de la definición de *capital ordinario*. Sólo hay uno en el que esa afirmación sería discutible, al menos si no se tuvieran en cuenta los elementos de flexibilidad que acabamos de citar. Se trata de la norma que les atribuye, como *pay out* (dividendo) mínimo, el de la dotación anual al Fondo de la Obra Benéfico Social. Ello podría contraponerse a la libertad total que se exige en la retribución de su capital y que se traduce en un principio que señala que “en ninguna circunstancia será obligatorio el pago de un dividendo”.

8. En la reflexión también pueden ayudar los modelos, seguidos por otros modelos de entidades bancarias, con características semejantes al de nuestras cajas de ahorro<sup>11</sup>.

En primer lugar, es frecuente recurrir entre los expertos al modelo seguido por Noruega con sus “Certificados de Capital Primario” que, en lo esencial de sus características económicas, son muy similares a nuestras cuotas (tienen derechos parciales sobre la propiedad de la entidad, en especial a través de una participación predeterminada y proporcional en los resultados anuales con un dividendo totalmente discrecional), si bien incorporan un derecho de representación en los órganos de gobierno de la institución. A su favor juega el que, pese a que no muchas de las cajas noruegas han utilizado esta vía (25 de 121 entidades), si lo han hecho, al parecer, las más activas y competitivas. No obstante, las que no lo han usado siguen teniendo una presencia significativa en el sistema financiero noruego<sup>12</sup>.

Menos frecuente es recordar otros modelos como el de los bancos regionales y las cajas de ahorro alemanas, o el de las cajas de ahorro francesas, ambos con un peso significativo en sus respectivos países.

En la medida que el modelo francés pasó por la transformación de las cajas en estructuras mutuales (en alguna forma cooperativas) poco hay que explicar sobre sus características esenciales, dado que en España conocemos bien esa estructura societaria.

De mayor interés pueden ser ciertos elementos del modelo alemán, en especial la figura de los “silent partnerships”, que han jugado y juegan un papel relevante en la capitalización de aquellas entidades, esencialmente

como vía de apoyo social vinculada a la inversión en renta fija, aunque en condiciones de mercado.

En efecto, esas participaciones sin derecho de voto (eso quiere decir silenciosas), aunque pueden asumir características muy diversas en función del contrato con el que nacen, también suelen reunir ciertos elementos comunes:

- en primer lugar asumen las pérdidas corrientes que puede sufrir la entidad, *pari passu* con su capital ordinario (normalmente procedente del sector público), aunque también tienen derecho a recuperar la parte que hayan destinado a tales pérdidas cuando la entidad acumule de nuevo ganancias;
- en segundo lugar, y aunque son reconocidas como capital en el ámbito mercantil, no son titulares de una parte proporcional del patrimonio residual de la empresa, sino que, por el contrario, sólo tienen derecho al reembolso de su principal (en la medida que no haya sido amortizado con cargo a pérdidas);
- finalmente, su remuneración, aunque es en cierta forma discrecional y requiere de la existencia de resultados (aunque es deducible fiscalmente como gasto), está predeterminada por un rendimiento fijo que, conceptualmente, compensa sus menores derechos económicos y políticos (respecto a las acciones), característica que deberá ser matizada para respetar las premisas establecidas en Basilea para el nuevo *capital ordinario*.

Al igual que se ha comentado respecto a la vía Noruega, parece que este modelo ha permitido, hasta ahora, sostener a una parte del sistema bancario alemán, al que no puede tildarse, al menos en lo que se refiere a sus cajas de ahorro, de especialmente inestable<sup>13</sup>.

9. Partiendo de la premisa citada sobre las características financieras que debe reunir el *capital ordinario* y teniendo en cuenta las experiencias foráneas, es posible imaginar diversas alternativas, no necesariamente excluyentes entre sí, para diseñar eventuales modificaciones en el régimen de las cuotas participativas que traten de hacerlas más exitosas.

En las líneas siguientes escogemos dos de esas posibles alternativas, que, como antes se sugería, seguramente

<sup>11</sup> Un breve recorrido por alguno de estos modelos se encuentra en el artículo de Luis Linde “Las Cajas de Ahorro en los países de nuestro entorno” en el libro Pasado, presente y futuro de las cajas de ahorro (Aranzadi, 2009).

<sup>12</sup> Los datos citados proceden del artículo citado en la nota a pie anterior.

<sup>13</sup> La firma de *rating* “Standard and Poors” mantiene al sistema bancario alemán entre los que ocupan el segundo grupo de países en orden a su estabilidad (entre 9 grupos España está en el tercero)

están vinculadas a modelos diferentes de desarrollo del negocio o a diferentes caminos para preservar las cajas de ahorro ante escenarios diferentes de desarrollo de su actividad.

9.1 Una primera vía consistiría en aumentar el atractivo de las cuotas participativas para potenciales inversores siguiendo, de alguna manera, la vía noruega<sup>14</sup>.

Respecto al modelo actual, ello supondría, básicamente, otorgar derechos políticos en el gobierno de las cajas a estos inversores, proporcionales a su cuota sobre el patrimonio neto, y flexibilizar el resto los límites individuales que restringen su adquisición y tenencia.

Aparte de otras cuestiones de mayor trascendencia política, de las que este trabajo pretende deliberadamente alejarse<sup>15</sup>, los argumentos esenciales a favor de este modelo de acercamiento a las acciones, o mejor, las ventajas que reportaría, serían:

- otorgar ese derecho de representación es un contrapeso imprescindible de la total discrecionalidad del dividendo (el de las cuotas y el aportado a la sociedad vía dotación a la obra social), pues de otra manera los intereses de los cuota partícipes tendrían el riesgo de quedar postergados<sup>16</sup>.
- profundizar en el objetivo que justificó la reforma de 2002: sujetar a las cajas a una mayor disciplina de mercado a través de la cotización de instrumentos puros de renta variable;
- introducir en la gestión los incentivos naturales a todo tenedor de capitales de riesgo, complementando así los propios de los actuales gestores;
- acercar las cuotas a productos mejor conocidos por los inversores, lo cuál las dotaría de mayor liquidez,

<sup>14</sup> Esa es la propuesta personal de alguno de los principales responsables parlamentarios del debate que dio lugar a la última versión de las cuotas participativas, la de la Ley de Reforma Financiera de 2002. Ver el artículo "Propuesta de un modelo de futuro" de Vicente Martínez-Pujalte y Jordi Sevilla, en el libro *Pasado, presente y futuro de las cajas de ahorro* (Aranzadi, 2009). También es una propuesta recurrente en muchos y recientes artículos de opinión.

<sup>15</sup> No forma parte de este trabajo la reflexión sobre si es o no conveniente para la sociedad española la sustitución del modelo, vía por ejemplo la conversión de las cajas en sociedades anónimas o mediante cualquier otra forma que identifique individualmente a todos sus propietarios.

<sup>16</sup> El derecho de voto de los cuotapartícipes, aplicado, con los debidos contrapesos, al terreno del dividendo de las cuotas, permitiría eliminar la norma actual que obliga a que el mismo sea equivalente a la aplicación del resultado a la obra benéfico y social.

ampliando ambos factores la base inversora (especialmente en el ámbito de los inversores institucionales).

- la modificación legal que exige es bastante sencilla y no debilitaría la normalización del producto (todas las cuotas tendrían, como las acciones ordinarias, unas características similares) lo que también facilitaría su negociación.

Además, se argumenta que resulta absurdo privar del derecho de representación en la gestión de la institución a aquellos que arriesgan realmente su dinero mientras que lo reciben los depositantes, que simplemente lo prestan.

Sin embargo esa alternativa tiene también sus contraindicaciones.

La primera es que dotar a las cuotas de derechos políticos acrecentaría su conflicto con el régimen de propiedad tradicional de las cajas y, por tanto, con el propio modelo. Ese conflicto podría, además, manifestarse en los propios órganos de gobierno de la entidad en la medida que alguno de los intereses de estos nuevos gestores (el beneficio a corto plazo o la minimización de la atención a la obra social) podrían chocar con los de los restantes. Todo ello, unido a las expectativas de un régimen no definitivo, constituye una desventaja de esta vía.

Por otro lado y, como es razonable pensar que, para evitar extremar esos conflictos (la completa privatización de las cajas; la existencia de cuotapartícipes demasiado significativos) se mantendrían los límites a la emisión (al menos por debajo de la mitad del patrimonio neto) y alguna forma de límite individual a la tenencia de cuotas, es evidente que también existiría un límite al refuerzo de la capitalización posible por esta vía.

Finalmente, y aunque se trata de un argumento en cierta medida coyuntural tampoco es irrelevante considerar si las cajas estarían ahora en disposición de corresponder a las expectativas de beneficio que demandarían los inversores institucionales, que, además, seguramente reclamarían una prima adicional ante el *inhabitual* modelo de gestión de las cajas.

En todo caso, este modelo de transformación de las cuotas, en la medida que es el único sobre el que no hay dudas de que es bien conocido (es decir, de que no genera desconfianza) es, probablemente, el único sobre el que podría basarse una expansión del negocio que pretendiera obtener, sin restricciones de modelo, la confianza de los prestamistas e inversores internacionales.

9.2 Una segunda vía trataría de maximizar el atractivo para los emisores, minimizando el conflicto de modelo al que el camino anterior les enfrenta, y tomando en cierta forma como referencia las participaciones silenciosas alemanas.

Volviendo al modelo actual, ello significaría modificar los derechos económicos de las cuotas, de forma que no tuvieran un derecho proporcional a una parte del activo neto de la caja, sino sólo una cuota, limitada y decidida en la emisión, sobre los beneficios del ejercicio, cuota que también estaría topada, por ejemplo, con un diferencial (amplio) sobre el rendimiento de la deuda pública a largo plazo<sup>17</sup>. El dividendo sería totalmente discrecional, pero la parte retenida de la cuota podría consolidarse en forma de reservas. En la liquidación, los inversores tendrían una cuota que nunca podría superar el nominal prestado, más la potencial reserva acumulada.

Su grado de participación en las pérdidas corrientes de la caja, y las condiciones (preferencia mayor o menor) para recuperar lo aportado en esas circunstancias, determinarían el alcance máximo de su rendimiento dentro de los topes citados. Si la absorción de pérdidas corrientes requiere el consumo previo de una parte de las reservas (como ocurre con las aportaciones de capital de las cooperativas de crédito) el rendimiento también sería menor.

¿Cuáles son, aparte de la menor conflictividad con el modelo actual<sup>18</sup>, las ventajas de un instrumento de este tipo?

- En primer lugar que no tendría por qué tener límites de tenencia, ni en su importe agregado ni en el individual, lo que favorecería su capitalización y crecimiento.
- El instrumento permitiría una cierta flexibilidad en su diseño, que lo haría más adaptable a las necesidades individuales de cada emisor.
- El producto se dirigiría a un tipo de inversores más cercano a los habituales en los productos de renta fija, con intereses más conservadores (prudentes<sup>19</sup>) y, probablemente, menos susceptibles de contraponerse al de los gestores.

<sup>17</sup> Al modo en que lo están, actualmente, los intereses a las aportaciones de capital de las cooperativas de crédito.

<sup>18</sup> Esa menor conflictividad se traduciría también en que ya no sería estrictamente necesaria una valoración de la caja como la exigida ahora por el RD de 2004.

<sup>19</sup> Recuérdese que una de las críticas habituales a las acciones, desde el punto de vista prudencial, es que permiten ganancias ilimitadas con pérdidas tasadas.

- En la medida que la probabilidad de participación en pérdidas se perciba como remota (lo que podría ser viable si la suscripción se inicia una vez pasado lo peor de esta crisis), el coste del producto sería previsiblemente menor que el de las cuotas que siguieran el modelo anterior.

Además, la mayor adaptación de este instrumento al modelo de propiedad actual de las cajas permitiría reducir la tensión de un debate sobre los derechos políticos de estos inversores<sup>20</sup>. Y es que éstos serían, simplemente, un tipo de *stakeholder* más, es decir, un grupo de interés legitimado como cualquier otro en contribuir a la gestión de la caja.

El que esos derechos políticos estuvieran, como los de los demás grupos de representación, limitados por la Ley individualmente y en su conjunto, no impediría aplicar al instrumento la mayor parte de las ventajas que antes atribuimos, con motivo de esa misma entrega de derechos políticos, al seguimiento de la “vía noruega”. Incluso podría atribuírseles una adicional, y es que, si la cuota de interés de este grupo de representación fuera fija, como ocurre con los demás grupos (por ejemplo el x por 100 de los miembros de la Asamblea y del Consejo), su influencia podría ser significativa desde el principio, aunque la emisión inicial de estos títulos fuera muy corta. Al contrario, unas cuotas de copropietarios tendrían que guardar proporcionalidad con su participación en el patrimonio neto.

Pero esta vía tampoco está exenta de contraindicaciones:

- la singularidad del instrumento y su carácter menos normalizado que el de las cuotas actuales debilitaría su liquidez<sup>21</sup> y con ello, el apetito de los potenciales inversores y el abanico de los interesados, entre los que sería difícil encontrar inversores profesionales o institucionales extranjeros.
- esa misma singularidad y un régimen de emisión más flexible serían elementos que debilitan la disciplina del mercado, al hacer más difícil el análisis y la comparación.
- la práctica renuncia a los inversores bursátiles es muy discutible pues ese mercado es fundamental en la canalización de recursos de capital.

<sup>20</sup> Por esa misma razón, porque no perturban la estructura de propiedad de las cajas, nadie ha criticado el que las cuotas participativas que puede suscribir el FROB tengan derechos políticos.

<sup>21</sup> Aunque esa debilidad podría reequilibrarse, al modo de las cooperativas (es decir, al menos para los “socios”, es decir, los miembros de la sociedad civil), permitiendo la recompra por la propia caja tras un adecuado plazo de preaviso, siempre que la situación financiera de la caja, evaluada por el supervisor, lo permita.



- el rediseño del producto podría ser más exigente, en términos normativos, que el necesario con la vía anterior. De hecho, algunos de sus detalles serían propios, más que de una Ley, de una norma reglamentaria.

En cierta forma, esta vía de participación en la gestión, y la propias características económicas de este tipo de instrumento, lo harían más hábil para canalizar el apoyo de la sociedad civil, y en especial de las administraciones públicas (ayuntamientos y, en algún caso, comunidades autónomas) y organizaciones sociales que ahora tienen representación en sus órganos de gobierno.

Además, el hecho de que la suscripción de este instrumento se materializase entre los sujetos que ahora tienen representación institucional en los órganos de gobierno de la caja vendría a justificar socialmente esa influencia y a incentivarla sobre bases apropiadas: la capacidad de influir en la gestión sería mayor cuanto mayor sea la aportación de *capital ordinario*.

Esta vía puede tal vez ser apropiada para un modelo de negocio que respete el núcleo tradicional de la actividad de las cajas (que para algunas sería un *back to basics* tan de moda), es decir, una actividad basada en el servicio a la sociedad circundante sobre bases de prudencia operativa y con una especialización que permita lograr la eficiencia en ese segmento de negocio (créditos, depósitos, pagos o inversiones en terreno conocido).

Esta vía se dirigiría pues a mantener un modelo basado en la gestión prudente y en el anclaje territorial y social que es su propia naturaleza como entidades de ahorro.

9.3 En todo caso, y esta es una reflexión común para las dos vías propuestas:

- no es evidente que alguno de los objetivos que se persiguen vía concesión de derechos políticos a los que arriesguen su dinero en forma de *capital ordinario* no pudieran conseguirse por caminos distintos (por ejemplo, se habla de volver a reformar el marco institucional para reforzar la profesionalidad e independencia de criterio de sus administradores).
- no se debe sacralizar a la bolsa de valores como una panacea en materia de disciplina de mercado.

La reciente crisis ha dado suficientes pruebas de ello. Además, las cajas ya están sometidas al escrutinio del mercado, tanto por la vía del control directo de su situación financiera (*ratings*, etc) como a través de la cotización de valores (sean o no subordinados) en los mercados, y ello en condiciones similares a las de sus competidores. No obstante, es innegable que aporta la cotización de la propiedad sobre los incentivos para ocuparse de la gestión o para abandonarla.

- En muchos países, en especial en los EEUU y en el Reino Unido, existen mercados amplios y eficientes de acciones sin voto, y ello es así porque se presume que los gestores de las empresas tendrán interés en alinearse con estos accionistas (que les proporcionan capital de riesgo extremadamente útil).

10. En resumen, y mientras la primera parte de este trabajo sí trataba de mostrar la necesidad de las cajas de reforzar sus vías de capitalización, en la segunda no hemos querido posicionarnos en el debate que se puede abrir en torno a la mejor forma de lograrlo, sino explorar vías que puedan ser útiles a tal fin y contribuir a una reflexión que, ya se ha dicho, debe partir de unas premisas rigurosas, las que desde el Comité de Basilea están dibujando sobre las condiciones que debe reunir el *capital ordinario*.

Por todo ello, no se espere en este punto una conclusión sobre el camino que debe seguirse. Al contrario, si alguna conclusión se puede extraer es que el problema planteado puede no tener una única solución y es posible que a distintos tipos de estrategias de negocio se acomoden soluciones diferentes.

Si esa conclusión es incluso discutible, y se deja al mejor criterio del lector, la única que parece más probable es, entonces, la que indica la conveniencia del debate, de un debate técnico entre los expertos en el negocio bancario y de un debate político entre los responsables del diseño de la política financiera del país, debate que, además, encaja con una coyuntura donde el foro también discute sobre si debe volverse al negocio de banca tradicional (*back to basics*), si es bueno el modelo de banca innovadora y de alto riesgo, y si la banca sistémica (la que es demasiado grande o demasiado compleja para caer o para ser salvada) debe soportar cargas que reequilibren su posición competitiva.