

El futuro de la capitalización de las cajas de ahorros

Santiago Carbó Valverde

José Manuel Mansilla Fernández

*Francisco Rodríguez Fernández**

1. Introducción

A medida que el sector bancario español afronta, de manera cada vez más intensa, su reestructuración, se hace más evidente la relevancia que la solvencia tiene en este contexto, tanto como uno de los pilares fundamentales que ha de asegurar la viabilidad de las entidades financieras, como la principal respuesta a unos cambios regulatorios que ponen en la mejora de la calidad y cantidad de recursos propios particular énfasis. Cómo fortalecer la capitalización de las entidades de depósito reviste, por lo tanto, un especial interés en el contexto actual de la crisis, en particular en aquellos países donde existen entidades financieras que no son sociedades por acciones —como es el caso de las cajas de ahorros en España— y han de recurrir a otras vías para aumentar su solvencia. Las cajas de ahorros son entidades privadas de naturaleza fundacional. En este sentido, la mayor parte de los recursos propios procede de las dotaciones de reservas generadas a partir de sus resultados, ya que no pueden emitir capital. No obstante, en los últimos años, las cajas —y, en general, el conjunto de entidades de depósito— han ido configurando diversas estrategias para reforzar sus fondos propios, entre las que destacan la emisión de participaciones preferentes. Sin embargo, las limitaciones existentes para la emisión de preferentes y las propuestas internacionales (aún en debate) para que estos títulos dejen de computar como capital de primera categoría o *Tier I*, han puesto de manifiesto la necesidad de mirar hacia otro tipo de instrumentos para reforzar la solvencia entre los cuales las cuotas participativas pueden ganar peso,

como se mostrará en este artículo. En todo caso, todo apunta a que estas transformaciones en las cajas de ahorros irán más allá de un cambio en el tipo de recursos que se emplearán para reforzar la capitalización y podrán, por distintas vías, dar paso a la entrada de capital privado.

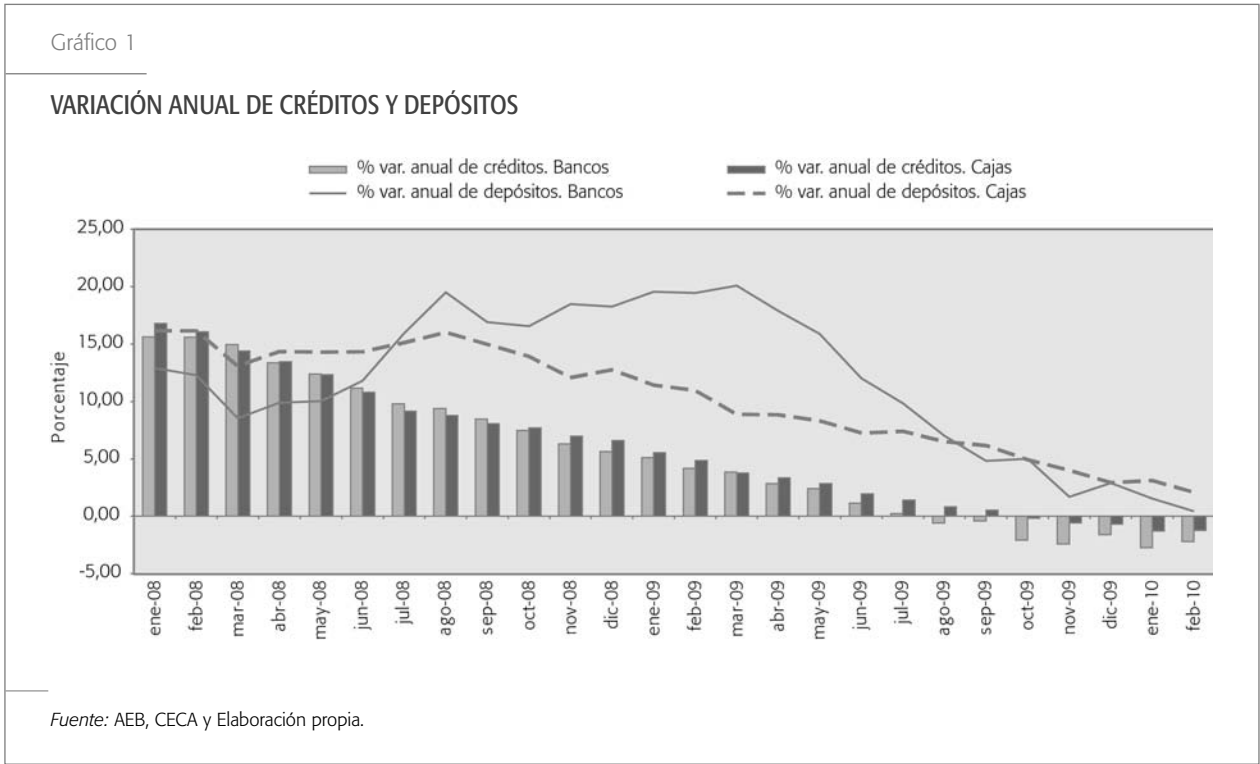
En este artículo se pasa revista a estas alternativas de capitalización de las cajas de ahorros, con especial atención a las cuotas participativas y otros mecanismos, aun tentativos, para la entrada de capital privado. El artículo se estructura en tres apartados siguiendo a esta introducción. El segundo ofrece la evolución reciente del negocio bancario y la solvencia, el papel emergente de las cuotas participativas y la legislación vigente, del mismo modo que ofrece un análisis comparado con la experiencia noruega de la importancia y peso relativo de las cuotas participativas en los fondos propios de las cajas de ahorros. El tercer apartado explora las nuevas posibilidades para la entrada de capital privado en las cajas y las reformas legislativas que ello supondrá. El apartado cuatro recoge las principales conclusiones de este artículo.

2. Los niveles de solvencia de bancos y cajas de ahorros durante la crisis: el papel de las cuotas participativas

2.1. Evolución reciente del negocio y la solvencia

El sector bancario español está afrontando en 2010 retos muy exigentes derivados, entre otros factores, de la caída de la actividad y el empleo y la incertidumbre gene-

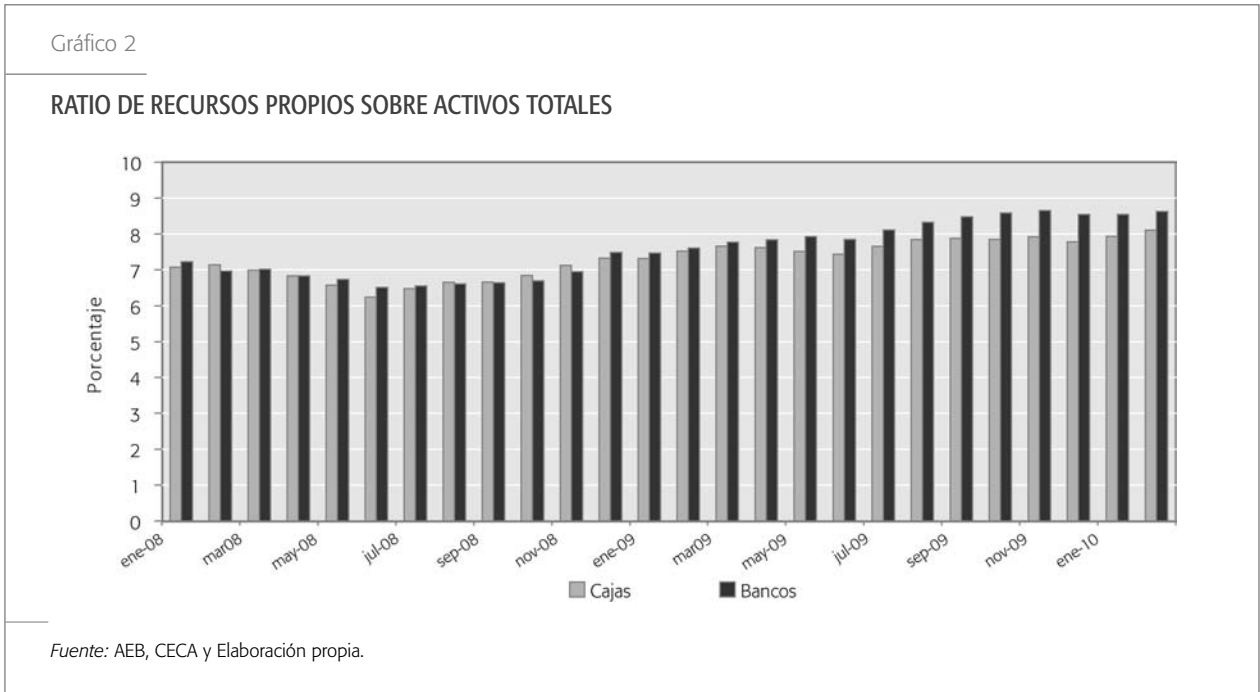
* Universidad de Granada y Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).



rada en los mercados de capitales. La evolución reciente del negocio de intermediación revela estas exigencias. Así, por ejemplo, existen dificultades significativas para captar depósitos. Como muestra el gráfico 1, las tasas de variación interanual de estos pasivos vienen disminuyendo desde febrero de 2009 hasta llegar a un mínimo en febrero de 2010 del 2,06 por ciento en las cajas de ahorros y del 0,42 por ciento en los bancos. Del mismo modo, los

datos revelan que, a partir de agosto de 2009, se ha producido una contracción del crédito otorgado y en febrero de 2010 (último dato disponible) la variación interanual en los bancos alcanzó el -2,2 por ciento, mientras que para las cajas fue algo más moderada (-1,24 por ciento).

Esta contracción del negocio se está haciendo sentir en las cuentas de resultados y, junto con la morosidad y el



deterioro de activos, dificulta la generación de beneficios que permitan dotaciones significativas de reservas para elevar la capitalización. En todo caso, el sector bancario está haciendo, en general, un esfuerzo por mantener y elevar los niveles de solvencia en este difícil entorno. El gráfico 2 muestra la evolución de los fondos propios con respecto a los activos totales para los bancos y cajas de ahorros españoles desde enero de 2008 hasta febrero de 2010. En el caso de las cajas de ahorros, se observa un incremento desde el 7,08 por ciento en enero de 2008 hasta el 8,11 por ciento en febrero de 2010. En cuanto a los bancos, el aumento ha sido desde el 7,23 por ciento hasta el 8,63 por ciento para el mismo período. Asimismo, atendiendo a los datos aportados por las entidades de forma individual en sus informes de Relevancia Prudencial, la media de la ratio BIS para las cajas de ahorros en 2008 era del 12,3 por ciento y en 2009 se elevó al 13,1 por ciento. De forma similar, los diez primeros bancos presentaban una ratio BIS del 13,2 por ciento en 2008 y del 14,2 en 2009.

2.2. El papel emergente de las cuotas participativas y la legislación vigente

Aun cuando el conjunto del sector bancario presenta niveles de solvencia elevados y la mayor parte de las entidades financieras españolas no cuentan con problemas de viabilidad a medio plazo, el rigor con el que se manifiesta la crisis y la previsión de la llegada, con el horizonte en 2012, de una regulación de solvencia considerablemente más exigente, ha puesto de manifiesto la necesidad de afrontar nuevas perspectivas en lo referente a los recursos propios de las cajas de ahorros. Como se ha comentado anteriormente, las cuotas participativas aparecen en este contexto como una de las principales alternativas por varios motivos. En primer lugar, las cuotas participativas computan como recursos propios de la máxima categoría (*core capital*) y la nueva regulación de solvencia no parece que vaya a alterar este estatus. Por otro lado, y aun cuando aún no es oficial, las diferentes reformas que se quieren emprender en la legislación vigente de las cajas contemplan la introducción de derechos políticos para los cuota-partícipes, lo que, sin duda, redundaría en su atractivo para los inversores. Por otro lado, al ser instrumentos de capital equiparables a las acciones en los bancos, las cuotas suponen una vía para la entrada de capital en las cajas que se sometería a una mayor “disciplina del mercado”.

En España, el ordenamiento jurídico vigente sitúa a las cuotas participativas como instrumentos de financiación con carácter de valor negociable, articulados mediante contrato de emisión dispuesto por las cajas de ahorros emisoras. Este tipo de instrumento se corresponde con un diseño híbrido que combina las características de los títu-

los valores de renta variable —como su retribución en función del beneficio de la caja de ahorros emisora—, con elementos propios de la renta fija, como la carencia de derechos políticos, un aspecto que, como se ha señalado, se quiere modificar. En España, la posibilidad de emitir cuotas participativas ya estaba contemplada en la Ley 13/1985, y posteriormente en la Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, que da una nueva redacción a la primera y señala que “tendrán la consideración de cuotas participativas de las cajas de ahorro los valores nominativos, carentes de todo derecho político, representativos de aportaciones dinerarias de duración indefinida que puedan ser aplicadas por la emisora a la compensación de pérdidas, tanto en la liquidación de la entidad como en el caso de saneamiento general de la misma”.

En cualquier caso, las cuotas participativas cuentan por primera vez con un régimen específico en el Real Decreto 664/1990. Este decreto se preocupa especialmente de trazar el régimen de retribución de las cuotas, basándolo en “la aplicación a las mismas de un porcentaje de los excedentes de libre disposición que guarde delación con el porcentaje que los fondos generados por las propias cuotas representan respecto al conjunto de los recursos propios de las cajas de ahorros”. Se añade a ello la previsión de un fondo de estabilización, que, “a imagen de las reservas de libre disposición, podrán las cajas constituir para evitar fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas, regulándose (...) la influencia que sobre el régimen de distribución de los excedentes y de retribución de las cuotas deban tener la existencia de pérdidas o de déficit de recursos propios”.

Sin embargo, aquellos desarrollos legislativos no tuvieron mayores efectos prácticos en la medida en que ninguna caja emitió cuotas participativas en los años posteriores. Con objeto de dotar aún de mayor desarrollo a estos instrumentos de capital la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, dota de una nueva regulación a las cuotas participativas. Con esta normativa se clarifica que la emisión de cuotas participativas implica la constitución de los siguientes fondos:

- Fondo de Participación: igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas que se emiten.
- Fondo de Reservas de los cuota-partícipes: integrado por el porcentaje del excedente de libre disposición correspondiente a las cuotas participativas que no fue destinado ni al Fondo de Estabilización ni satisfecho efectivamente a los cuota-partícipes.
- Fondo de Estabilización: que tiene como finalidad evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución

de las cuotas participativas. La dotación de este Fondo, así como la aplicación de los recursos del mismo a la retribución de las cuotas participativas deberá acordarse por la asamblea general. La constitución del Fondo de Estabilización será optativa.

El Fondo de Participación, el Fondo de Reservas de los cuotaparticipes —que tienen la consideración de recursos propios— y, en caso de existir, el Fondo de Estabilización se aplicarán a la compensación de pérdidas en la misma proporción y orden en que lo sean los fondos fundacionales y las reservas.

Las cuotas participativas confieren a sus titulares derechos económicos como la participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja en la proporción que el volumen de cuotas en circulación suponga sobre el patrimonio de la caja más el volumen de cuotas en circulación, la obtención de su valor liquidativo en el caso de liquidación o la percepción de una retribución de carácter variable con cargo a la parte del excedente de libre disposición que les corresponda o, en su caso, al Fondo de Estabilización. Podrá crearse un sindicato de cuotaparticipes, cuyo presidente podrá asistir a las asambleas generales de la caja con voz y sin voto.

Por otro lado, de acuerdo a esta norma, las cuotas participativas no podrán emitirse por un valor inferior a su nominal. Su emisión deberá efectuarse con prima cuando sea necesario para evitar la dilución de los derechos preexistentes sobre el patrimonio y los excedentes futuros. La prima se asignará a las reservas generales de la caja y al fondo de reserva de los cuotaparticipes en la proporción que determine el acuerdo de emisión.

Otro aspecto importante de la legislación vigente es que el volumen de cuotas participativas en circulación no podrá superar el 50 por 100 del patrimonio de la caja y ninguna persona, natural o jurídica, o grupo económico, podrá ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5 por 100 de las cuotas totales vigentes. Eso sí, como ha contemplado el FROB, lo anterior se entenderá sin perjuicio de la posibilidad de que el Fondo de Garantía de Depósitos u otras entidades del sector de cajas de ahorros, previamente autorizadas por el Banco de España, puedan superar el límite del 5 por 100 de cuotas participativas emitidas por una caja de ahorros en situaciones de excepcional gravedad que pongan en peligro la efectividad de sus recursos propios, así como la estabilidad, liquidez y solvencia de la entidad emisora.

En definitiva, el objetivo de las cuotas participativas ha sido crear un instrumento de soporte para situar a las cajas de ahorros en igualdad de condiciones frente a la banca en

términos de obtención de fondos propios. La crisis financiera constituye un test sobre la idoneidad de este instrumento. En este sentido, como muestra de la reciente evolución regulatoria de las cuotas participativas es la reciente normativa aprobada del FROB (Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio) se recuerda que, previa autorización del Banco de España, se podría superar el límite del cinco por ciento de las cuotas emitidas por una caja de ahorros en situaciones de especial gravedad, así como tampoco será de aplicación el límite relativo a la concentración de cuotas participativas en circulación del cincuenta por ciento del patrimonio de la caja.

Aunque la figura legal de las cuotas participativas arranca en 1985, actualmente tan sólo la Confederación de Cajas de Ahorros y la Caja de Ahorros del Mediterráneo cuentan con cuotas participativas en sus respectivos balances, con la única experiencia de emisión de la segunda en julio de 2008, cuando iniciaron su cotización estos títulos.

2.3. La referencia de la experiencia noruega

Aunque las cuotas participativas cuentan con escasos ejemplos internacionales que sirvan como referente, la experiencia noruega puede ser muy ilustrativa. La emisión de cuotas participativas cuenta con un amplio bagaje en Noruega desde la publicación de la *Savings Banks Act* de 1987, que permitió a las cajas de ahorros noruegas la emisión de certificados de capital primario (CCP en adelante), instrumentos similares a las cuotas participativas españolas, y que han alcanzado niveles de éxito notables. La emisión de estos certificados, de libre negociación en bolsa, requiere la autorización de al menos dos terceras partes de los votos del Comité de Representantes. Estos productos financieros, en general, no pueden redimirse y no son amortizables.

El funcionamiento de los CCP se aproxima al de las acciones con derecho a voto parcialmente restringido, ya que los titulares sólo tienen derecho a voto para elegir como máximo un 40 por 100 de la asamblea general (y un 20 por 100 como mínimo). Así, los CCP confieren a sus titulares una influencia limitada sobre el comité de representantes. No obstante, bajo modificaciones estatutarias, el comité de representantes puede establecer que una mayoría, formada por dos terceras partes de los representantes elegidos por los titulares de los CCP, tome partido en la resolución de determinados procesos (como las propias reducciones y ampliaciones de capital vinculadas a la emisión de CCP).

En relación a la propiedad sobre el capital y los recursos propios de la entidad, los titulares de los CCP limitan su propiedad a la aportación de capital mediante la suscrip-

ción de dichos certificados, al “fondo de primas” (de haber sido emitidos con prima) y al “fondo de igualación” (de haber sido constituido para garantizar retribuciones de los CCP en futuros ejercicios). Bajo estas condiciones, en caso de liquidación de una caja de ahorros, los titulares de los CCP tendrán derecho al desembolso del capital proveniente de los CCP y a la reserva de la prima, siempre que todos los acreedores hayan recibido completamente sus pagos correspondientes.

Por otro lado, en cuanto a la participación en beneficios, la retribución total percibida por los CCP no puede representar una proporción sobre beneficios superior a su participación respecto al total de recursos propios. Al menos un 75 por 100 de los beneficios restantes, tras la deducción de la retribución de los CCP, debe ser destinado a reservas, quedando limitado al 25 por 100 el máximo destinado a Obra Social. En este sentido, la introducción de los CCP, al establecer una distribución equitativa de los dividendos, asegura la existencia de una “fracción propietaria” —ratio de capital CCP sobre patrimonio neto total— constante.

Por su parte, la posibilidad de conversión en sociedades de responsabilidad limitada —de capital materializado íntegramente en acciones— aprobada en 2002, da lugar a un “desdoblamiento” entre una nueva entidad (que puede mantener su identidad de caja de ahorros) y una fundación que garantiza la estabilidad propietaria a largo plazo. Estas consideraciones implican, en términos prácticos, que las

cajas de ahorros noruegas cuentan con la posibilidad de adoptar diferentes formas jurídicas. En la actualidad las *sparrebanks* noruegas pueden optar por tres vías: la forma tradicional, la forma tradicional con emisión de CCP y la de sociedad con responsabilidad limitada.

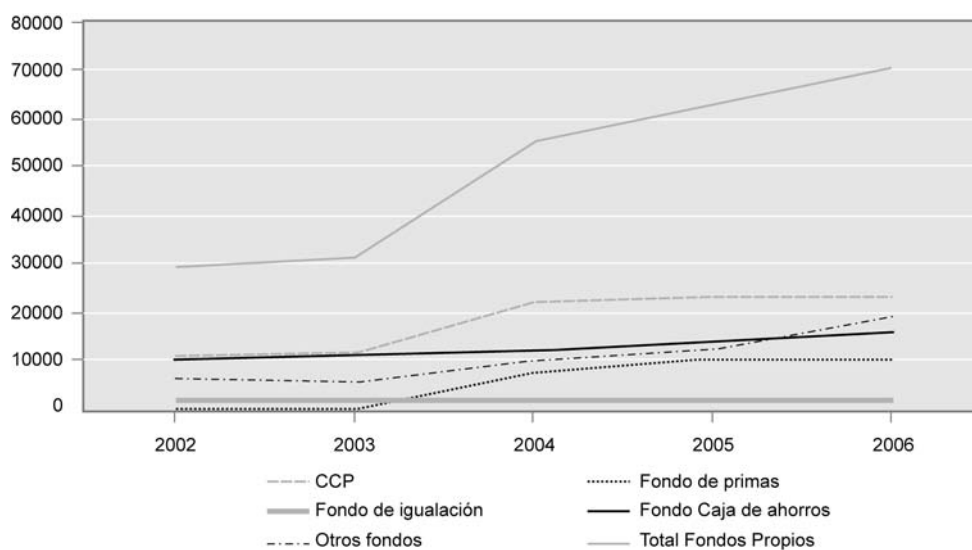
Hasta marzo de 2010, 25 cajas de ahorros noruegas de un total de 119 habían emitido CCP (21 de las cuales se encuentran admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de Oslo). En cualquier caso, su representatividad es elevada en cuota de mercado. En particular, la cuota de mercado de las cajas de ahorros que habían emitido CCP —según activos totales— en el total del sector bancario noruego es del 16 por 100 mientras que la de las cajas no emisoras es del 9 por 100.

La emisión de CCP ha resultado ser de gran utilidad para las cajas de ahorros de este país a lo largo de la última década. Por un lado, el capital adquirido vía emisión de CCP, es considerado como capital *Tier 1*. Entre 2002 y 2006 (último dato público y homogéneo disponible), el incremento en la emisión de CCP —que crecieron aproximadamente un 100 por 100 en este periodo— ha favorecido el aumento en el nivel de fondos propios totales, que pasaron de 29.986 millones de coronas en 2002 a 71.240 millones de coronas en 2006 (gráfico 3).

Por otro lado, la proporción de recursos propios aportados por los titulares de CCP en las cajas emisoras de

Gráfico 3

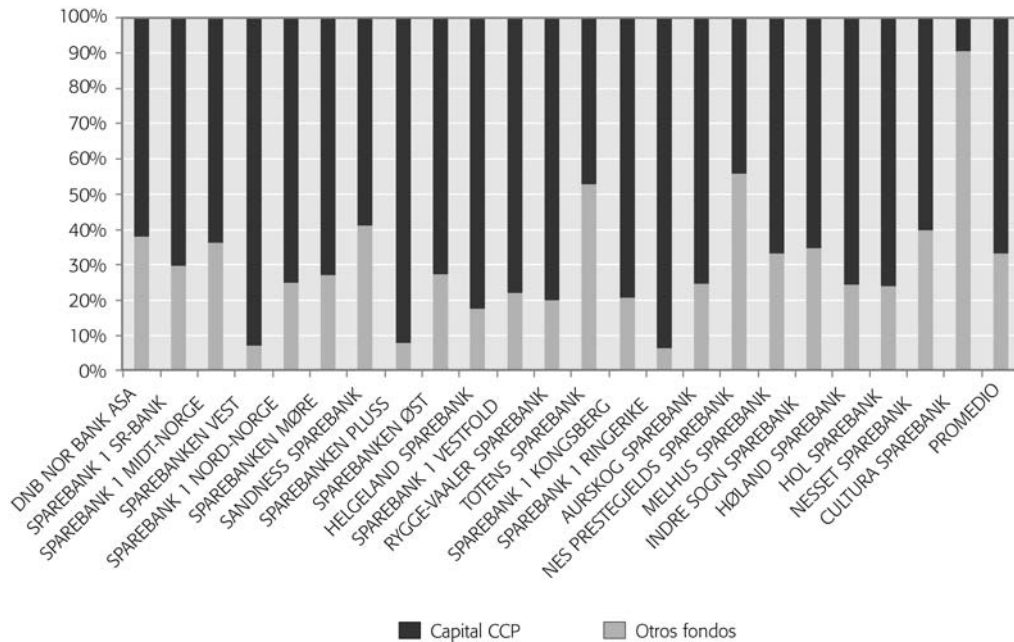
EVOLUCIÓN DE LOS RECURSOS PROPIOS. CAJAS DE AHORROS NORUEGAS – CCP (2002-2006)



Fuente: Asociación de Cajas Noruegas (Sparebankforeningen) y elaboración propia.

Gráfico 4

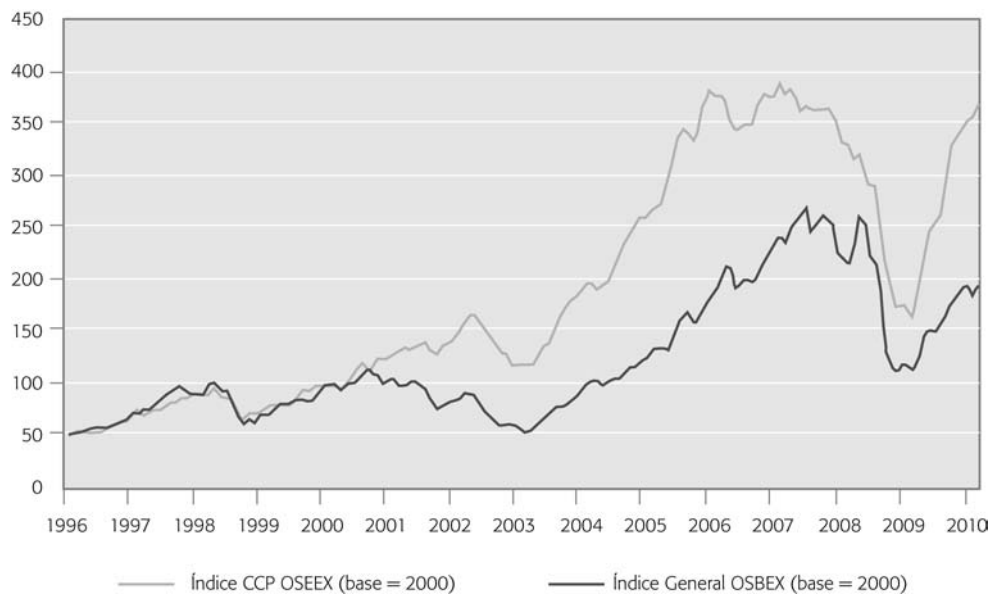
PROPORCIÓN DE RECURSOS PROPIOS APORTADOS POR CCP (31.12.2006)



Fuente: Asociación de Cajas Noruegas (Sparebankforeningen) y elaboración propia.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES OSEBX GENERAL DE LA BOLSA Y OSEEX DE CCP (1996-2010)



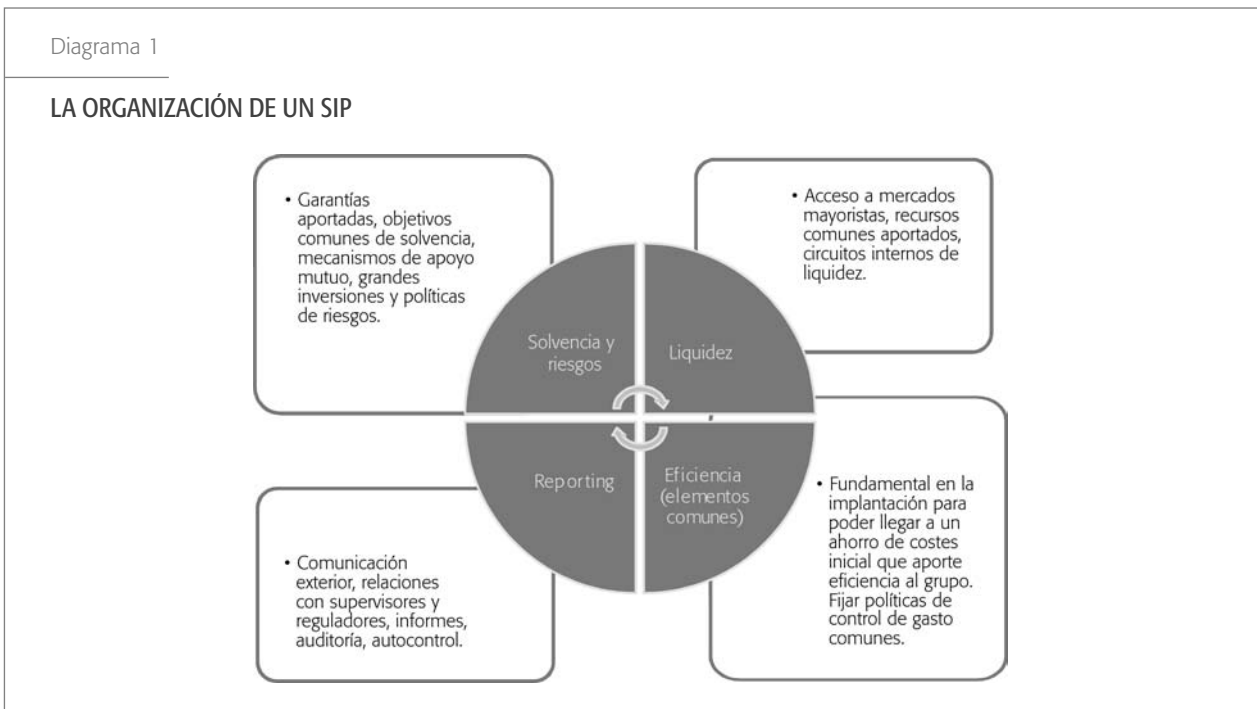
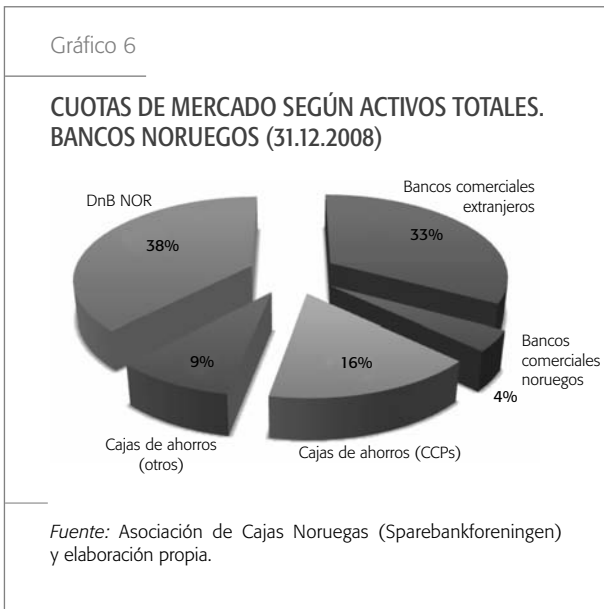
Fuente: Oslo Bors, Datastream y elaboración propia.

estos productos financieros varía notablemente entre entidades en 2006, de un 5 por 100 a un 90 por 100, siendo el promedio el 33 por 100 y observándose una senda creciente en los últimos años (gráfico 4). Asimismo, su cotización en bolsa ha tenido generalmente un rendimiento positivo. Si bien el valor de cotización de los CCP ha sufrido los efectos de la crisis financiera internacional en 2008 y 2009, estos han experimentado una considerable recuperación, manteniendo una tendencia positiva por encima del índice general de bolsa (gráfico 5). Asimismo, la emisión de CCP ha favorecido la posición de las cajas de ahorros noruegas emisoras (gráfico 6).

3. Más allá de las cuotas participativas

3.1. El papel de los sistemas institucionales de protección (SIP)

Aun cuando las cuotas participativas constituyen un buen ejemplo de las alternativas con que cuentan las cajas de ahorros en España para incrementar su solvencia, son sólo una parte de un debate y una transformación que parece tomarse, cada vez, más amplia. Así, por ejemplo, en el entorno del proceso de reestructuración bancaria en España se están prodigando, entre otros, acuerdos de integración a través de los llamados sistemas institucionales de protección o SIP. El SIP es un mecanismo de apoyo y defensa mutuo entre las entidades integrantes, cuyo objetivo primordial es el de garantizar la liquidez y solvencia de todos sus miembros, permitiendo a su vez a cada miembro mantener su identidad y personalidad jurídica. No se trata de una fusión, ya que las entidades integrantes continúan con su forma jurídica y su capacidad de decisión, así como su independencia económica. El SIP establece garantías recíprocas para todas las entidades y les permite disponer de un *rating* común que facilita la mejora de la valoración de las agencias de calificación y su acceso a los mercados de capitales y contar con sistemas de gestión del riesgo y de control interno más sofisticados. La gestión de estas actividades compete a un órgano central individual e independiente de cualquier miembro, encargado de la coordinación de todas las entidades. Como muestra el diagrama 1, la concreción de



un SIP implica la asunción de garantías cruzadas en solvencia y liquidez y una política única de riesgo. Asimismo, supone un *reporting* contable único. Con el SIP se persigue, en principio, una mayor dimensión para acceder a los mercados, una mejora generalizada de la solvencia y la liquidez, aumentar la eficiencia, elevar el *rating* y afrontar una diversificación territorial y productiva.

¿En qué medida puede un SIP repercutir sobre la capitalización de las cajas? El Real Decreto-Ley 6/2010 de medidas para impulsar la recuperación económica y el empleo, aprobado por el Consejo de Ministros el 9 de abril de 2010 incluye las directrices que deberán seguir las entidades financieras que quieran llevar a cabo un SIP. Entre las mismas se señala que el compromiso mutuo de solvencia deberá incluir, como mínimo, el 40 por 100 de los recursos propios” y que “el acuerdo entre las entidades de crédito deberá incluir una cláusula de permanencia de, como mínimo, diez años”, y tiene que existir “una entidad de crédito central que determine las estrategias de negocio, los niveles y medidas de control interno y de gestión de riesgos”. Tiene que ser una entidad que sea una de ellas o que sea participada por todas ellas. No se hacen en esta regulación mayores especificaciones, sino decir que deberán estar adscritas, adheridas, al Fondo de Garantía de Depósitos que corresponda a las entidades de crédito que se integren en el SIP. Precisamente esta sociedad central es lo que está siendo objeto de debate y, las propuestas actuales en la práctica y las principales interpretaciones apun-

tan a que la sociedad central se configurará como una sociedad por acciones, lo que supone una vía clara de entrada de capital en un órgano fundamental de gestión del riesgo y las inversiones de las cajas implicadas.

3.2. La revisión de la legislación vigente de las cajas de ahorros

Asimismo, los líderes políticos han hecho explícito el compromiso de acelerar la reforma de la legislación vigente de las cajas de ahorros y, entre otros aspectos, se contendrá la revisión de la consideración de las cuotas participativas y la inclusión en las mismas de derechos políticos. Está aún por ver si será una opción (como en el caso noruego) o una obligación. También queda por determinarse qué porcentaje de los recursos totales de las cajas podrán representar estas cuotas, existiendo propuestas que van desde el 40 por 100 hasta el 49 por 100, de modo que esta entrada de capital privado no pudiera contar con mayoría en los órganos de gobierno de las cajas, ante la eventualidad de incorporación de derechos de voto a las cuotas. En todo caso, se trata de otro aspecto que está por determinarse aún.

Por otro lado, como se comentó anteriormente, el FROB considera, en los supuestos de intervención de cajas con problemas evidentes de viabilidad, el uso de cuotas participativas como mecanismos de recapitalización, lo que

Diagrama 2

MECANISMOS POSIBLES DE ENTRADA DE CAPITAL PRIVADO EN LAS CAJAS DE AHORROS



puede suponer también otra vía para el incremento de la participación de estos títulos.

Finalmente, el Fondo Monetario Internacional se ha sumado también a este debate, al recoger algunos aspectos relativos a la solvencia del sector bancario español, en general, y de las cajas de ahorros, en particular, en las conclusiones de su reciente misión en España, presentadas el 24 de mayo de 2010. En este informe se señala que “los bancos españoles muestran, en general capital y colchones de reservas robustos, apoyados en un marco supervisor fuerte. Pero los riesgos se mantienen elevados y desigualmente distribuidos entre instituciones, centrados sobre todo en las cajas de ahorros”. Y, sobre todo, resulta especialmente significativa la referencia a las cajas cuando se indica que “el marco legal de las Cajas de Ahorros tiene que ser adaptado al nuevo contexto económico. El desempeño es muy variable según las cajas y el sector tiene un importante papel, pero la actual estructura legal no es adecuada para las futuras necesidades de la economía española (...) y el sector sigue cerrado a los inversores externos y la capacidad de las cajas de aumentar capital externo se mantiene limitada. La prioridad legislativa y política tiene que ser (...) impulsar su capacidad para aumentar capital y ofrecer la oportunidad a las cajas de convertirse en sociedades tenedoras de acciones y, de hecho, obligar a ello a las cajas de importancia sistémica”. Tal vez sea esta última, la evaluación que más lejos ha llevado la posible entrada de capital privado en las cajas, si bien resulta poco explícita y requeriría de un mayor detalle de sus implicaciones para su evaluación.

El diagrama 2 resume estos frentes a través de los cuales la entrada de capital privado en las cajas puede realizarse, bien a través de cuotas participativas, bien a partir de un marco más amplio que, en cualquier caso, parece que se clarificará en los próximos meses.

4. Conclusiones

Este artículo analiza las principales perspectivas de las cajas de ahorros en cuanto a nuevos mecanismos de capitalización. En el artículo se evidencia que aunque el conjunto del sector bancario y las propias cajas parecen mantener niveles de solvencia adecuados en el difícil contexto económico-financiero actual, existe una percepción generalizada de la necesidad de reforzar los mecanismos por los cuales las cajas pueden incrementar su solvencia y, sobre todo, aquellos que supongan la entrada de capital privado. En este artículo se analizan estos mecanismos, con especial protagonismo para las cuotas participativas, con un análisis del caso noruego como principal referen-

cia comparativa. En todo caso, se señala que las cuotas participativas son tan sólo uno de los principales ejemplos de un cambio que se torna cada vez más significativo para la entrada de capital privado en las cajas de ahorros. Del análisis realizado en este artículo se obtienen, de forma general, las siguientes conclusiones y reflexiones:

- Las cuotas participativas cuentan ya con un marco legal desarrollado en España si bien cuestiones tales como la carencia de derechos políticos parecen limitar su potencial expansión en nuestro país y ese es principalmente uno de los aspectos que parece que cambiará en breve para dotar de mayor atractivo y profundidad a estos títulos.
- El caso noruego ha evidenciado que las cuotas participativas pueden dinamizar la expansión de las cajas de ahorros y su captación de recursos de capital. La evidencia empírica sugiere que las cajas que han emitido estas cuotas en Noruega —donde la introducción de derechos políticos es voluntaria— se han encontrado entre las de mayor crecimiento, expansión y rendimiento.
- La reforma internacional de la normativa de solvencia parece que mantendrá las cuotas participativas como capital de máxima categoría (*core capital*), lo que puede suponer un acicate adicional para la apuesta por estos títulos.
- En España se debaten con especial intensidad algunas vías por las cuales las cajas de ahorros podrían dar entrada a capital por acciones o equiparable más allá de las cuotas participativas. Una de ellas se refiere a la creación de sociedades centrales en los sistemas institucionales de protección (SIP) que configuran muchos de los procesos de integración actualmente en desarrollo o negociación. Estas sociedades podrían configurarse como entidades bancarias con naturaleza propia que, por lo tanto, contarán con capital por acciones.
- La ampliación de las opciones de capitalización será más necesaria para aquellas cajas que, en el exigente entorno de la crisis se propongan, además, abordar un negocio diversificado y sofisticado, y actuar en diferentes ámbitos territoriales y operativos.
- Está pendiente de determinar hasta qué punto esta apuesta por la entrada de capital privado podría suponer un cambio en el estatus jurídico de las cajas, en el sentido propuesto por el FMI recientemente. Resulta algo precipitado evaluar esta cuestión si bien es conveniente señalar que casos como el de la re-

forma de las cajas de ahorros en Italia (el llamado *scorporo*) contaron con problemas significativos en su concreción práctica (dificultad de salida al mercado de capitales, fallos de estructura y previsión sobre la recapitalización de las entidades,...) y han supuesto la desaparición progresiva de la naturaleza social de las cajas en aquel país.

- En todo caso, parece necesario que las cajas amplíen sus posibilidades de capitalización más allá de

sus opciones actuales en un mapa financiero en el que contarán con un nuevo protagonismo, transformado, con mayor consolidación, y con nuevas posibilidades de crecimiento y expansión.

- Sea cual sea el resultado de este proceso de reestructuración y reforma regulatoria, las cajas se convertirán en algo distinto a lo que han sido hasta ahora, y aún están por determinar algunas de las consecuencias sociales y económicas de ese cambio.