

Salida a bolsa de las cajas de ahorros. Aproximación general, análisis de entidades y primera valoración absoluta y relativa

Félix M. López Esteban*

El análisis de la salida a los mercados de valores (bolsa) de las cajas de ahorros se enmarca dentro del profundo proceso de reestructuración del sistema bancario español iniciado a raíz de la crisis de 2007. Es por ello, por lo que se considera absolutamente necesario mencionar los objetivos de dicho proceso de reestructuración, ya que ayudarán a entender el porqué de este paso de unas entidades centenarias y sin una experiencia previa en dichos mercados de valores. Tras ello, analizaremos las tres primeras entidades que han dado dicho salto, CaixaBank, Bankia y Banca Cívica, para posteriormente hacer un primer análisis de su evolución en estos primeros meses, tanto en términos absolutos como relativos, todo ello dentro de un contexto de fortísima volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros, a raíz de la crisis de deuda soberana que azota a Europa, y que comentaremos en el apartado de conclusiones.

1. Reestructuración del sistema financiero español

El estallido de la crisis *subprime* en Estados Unidos en 2007 será recordado como el inicio de la mayor crisis financiera que ha vivido Occidente en los últimos ochenta años. Este momento marca el punto de inflexión tras años en los que hemos asistido al mayor crecimiento económico que ha vivido Occidente, y España en particular, en las últimas décadas. Para muchos, es el final de una época basada en el endeudamiento, el apalancamiento y la complejidad de los instrumentos financieros diseñados y vendidos por la gran mayoría de bancos de inversión. Para

otros, es el inicio de una época con unas nuevas reglas del juego para el ámbito financiero, de un nuevo mercado más pequeño y menos apalancado, donde la vuelta a lo básico será el objetivo a seguir y la transparencia el caballo ganador a medio plazo.

Es de tal magnitud el cambio propiciado por los acontecimientos de estos últimos cuatro años, que deberá pasar, en mi opinión, más de una década para tener una visión global del impacto que este *tsunami* ha tenido en el sector financiero español e internacional.

La salida a bolsa de las cajas de ahorros se enmarca dentro de este proceso de reestructuración financiera que, como hemos comentado previamente, se está desarrollando en el sistema financiero español. Todos sabemos que el negocio bancario se basa en la confianza y el crédito, dos caras de la misma moneda. Si falta alguno de ellos por parte de clientes y entidades, el modelo se rompe. Es por ello que los objetivos fundamentales de dicha reestructuración tienen que tener el único fin de normalizar la situación. Según el propio Banco de España, estos objetivos serían:

1. Redimensionar el sistema financiero mediante un proceso de integración de entidades con planes de reducción de capacidad.
2. Favorecer la entrada de inversores privados con diversos tipos de incentivos.
3. Sanear las entidades, antes de recapitalizarlas, mediante dotación de provisiones y saneamiento con cargo a reservas en las fusiones.

* Socio Director ATLAS CAPITAL GESTIÓN S.G.I.I.C., S.A.

4. Mejorar la gobernanza de las entidades.

5. Reducir el coste para el contribuyente mediante el impulso de procesos de integración y la aportación de capital privado.

6. Tranquilizar a los mercados financieros incrementando los requerimientos de solvencia y una mayor transparencia con la publicación de la exposición crediticia y la inclusión de todo el sector en las pruebas de estrés realizadas en la Unión Europea.

La salida a bolsa de las cajas de ahorros posibilita el cumplimiento de dichos objetivos en varios aspectos:

1. Ha favorecido la integración de entidades. Dos de las tres cajas de ahorro cotizadas han sufrido procesos de integración importantes. Bankia ha supuesto la integración en una sola entidad de Caja Madrid, Bancaja, Caja Insular de Canarias, Caja de Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia y Caja Rioja. Por su parte, Banca Cívica supone la integración de Caja Navarra, Caja Canarias, Caja de Burgos y CajaSol, que había incorporado previamente a Caja Guadalajara. Estos dos procesos han sido los más significativos en la reducción del número de cajas de ahorros, pasando de 45 antes del proceso de reestructuración a 15 entidades a 30 de septiembre de 2011, fecha límite en el cumplimiento de los requerimientos de recapitalización conforme al RD-L 2/2011.

2. Ha permitido la entrada en el capital de una amplia gama de inversores privados, tanto particulares como institucionales. No hay que olvidar que las exigencias de los inversores institucionales son altas y que si no se satisfacen a medio y largo plazo, el apoyo actual y futuro se irá reduciendo, dañando la base accionarial y, consecuentemente, la confianza del mercado.

3. Se ha reducido el coste para los contribuyentes.

4. En el corto plazo se ha tranquilizado a los mercados financieros. Sin duda, este es un primer paso. El sector financiero europeo ha vivido en el verano de 2011 uno de los períodos más convulsos de los últimos cuatro años. España no ha sido una excepción, pero el comportamiento relativo de las entidades españolas ha sido ciertamente más positivo que el de las francesas, italianas y alemanas.

5. Ha mejorado la transparencia en la relación con los inversores. Como gestor de inversiones en los últimos tres meses, he recibido gran diversidad de informes de análisis de sociedades españolas y extranjeras de las entidades recientemente incorporadas al mercado. El

contenido de los mismos no es más que la opinión individual de unos analistas, pero lo realmente importante es la cobertura tanto nacional como internacional que está teniendo este proceso y, en concreto, en las entidades cotizadas. Hace unos años era muy difícil encontrar análisis (*research*) sobre las cajas, hoy más de una veintena de empresas de análisis siguen a las nuevas entidades cotizadas.

2. CaixaBank, Bankia y Banca Cívica

Estas tres entidades han sido las pioneras en saltar al mercado de valores. A la hora de analizar su proceso de salida a bolsa, realizaremos un análisis individual de sus objetivos, y en la comparación posterior que realicemos, tanto en ratios fundamentales como en comportamiento bursátil absoluto y relativo frente a competidores nacionales y extranjeros, utilizaremos los datos disponibles a 30 de septiembre.

2.1. CaixaBank

La transferencia de activos de La Caixa a Critería Caixa Corp, se convirtió en realidad en la primera salida a bolsa de una caja de ahorros. La nueva denominación de la entidad, Caixabank, asumió la mayoría de activos de su matriz, principalmente el negocio bancario, quedándose la matriz con algunos activos inmobiliarios problemáticos. De la operación resultante tenemos que el 81,1% del capital sigue en manos de la Caixa y el resto, un 18,9%, es el capital flotante.

La nueva entidad comenzó a cotizar en el mes de julio y contaba con una ratio de capital principal superior al 11%, muy por encima de la media del sector.

Al no existir procesos previos de integración con otras entidades de relevancia, la entidad cotizada presentaba unas características similares a La Caixa, es decir, una entidad con una base fuerte de capital, con un negocio minorista muy diversificado a nivel geográfico, una fuerte presencia en los mercados mayoristas de deuda, con una posición cómoda de financiación (*funding*) para los próximos años y una cartera industrial significativa a nivel doméstico e internacional.

2.2. Bankia

La venta por parte de Banco Financiero y de ahorros (BFA), -denominación de la fusión de las siete cajas de

ahorros-, del 30% de Bankia se convirtió, por tamaño y peso dentro del sistema financiero español, en una de las noticias claves del pasado mes de julio.

La sociedad se presentaba a los mercados financieros como una de las principales entidades financieras de nuestro país, con una cuota de mercado superior al 9% en España y de más de un 15% de media en las zonas originarias de sus siete fundadores.

Del análisis previo a su debut bursátil podemos destacar una serie de fortalezas y debilidades en el futuro de la entidad:

A. Fortalezas:

i. Una franquicia minorista importante, más de 3.800 oficinas a cierre de 2010, con presencia geográfica nacional y negocio bancario tradicional muy desarrollado. No hay que olvidar que la entidad tiene más de once millones de clientes.

ii. Capacidad de incremento de las comisiones por cliente debido a la alta variedad de los mismos.

iii. Alta probabilidad de reducción de costes en los próximos cinco años por procesos de integración de diversas áreas y sinergias operativas entre las distintas entidades fusionadas.

iv. Exposición en línea con el resto de entidades financieras al sector inmobiliario después de la no inclusión en la entidad de determinados activos problemáticos, que se quedaron en BFA.

B. Debilidades:

i. Elevada dependencia del negocio doméstico y, consiguientemente, de la situación económica de España en los próximos años.

ii. Mayor dependencia de la financiación mayorista que sus competidores, por tener ratios de créditos sobre depósitos de alrededor del 160%, frente a una media del 145% del resto de entidades.

La salida a bolsa se efectuó el pasado 20 de julio, situando el precio de las acciones en 3,75€, un 15% menos que el mínimo de la banda orientativa que se había reflejado en el folleto de colocación. Según fuentes de la entidad, la demanda minorista superó el 104% de la oferta, mientras que la demanda del tramo institucional fue superior al 110%. El importe total de la operación ascendió a 3.000 millones de euros. Con esta valoración,

la entidad se colocó en el mercado con un descuento del 60% de su valor en libros.

A cierre de septiembre de 2011, y con datos de Banco de España, la entidad posee una ratio de capital principal del 9,2%, lo que la sitúa en la parte alta del rango establecido por la entidad reguladora.

2.3. Banca Cívica

Banca Cívica fue la primera SIP, -Sistema Institucional de Protección-, en constituirse en junio de 2010 y una de las primeras en anunciar públicamente el proceso de salida a bolsa. Con esta decisión, la entidad podría acudir a los mercados de capitales no sólo para emitir deuda sino también capital y poder reforzar sus recursos propios.

Con la salida a bolsa la entidad aumentó sus ratios de capital principal, situándolos según el Banco de España en un 9,2% a finales de septiembre. Como bien sabemos, la exigencia regulatoria lo sitúa en el 8%, ya que más de un 20% de los derechos de voto están distribuidos entre inversores privados.

Al igual que hicimos con Bankia, del análisis previo a su debut bursátil podemos destacar una serie de fortalezas y debilidades en el futuro de la entidad.

C. Fortalezas:

i. Cuotas de mercados muy elevadas, superiores al 30%, en las zonas originarias de negocio.

ii. Un balance más saneado tras el cargo de casi 1.900 millones de euros contra reservas por los ajustes de valor razonable derivados de la combinación de negocios.

iii. Elevada capacidad teórica de generación de sinergias en los próximos cinco años que puedan llegar a suponer el 20% de los costes actuales.

iv. Un modelo único bancario donde se ofrece a los clientes la posibilidad de elegir el proyecto social al que destinar una parte de los beneficios que genera cada cliente.

D. Debilidades:

i. Una significativa exposición al sector inmobiliario, tanto por parte de la cartera crediticia como de activos ejecutados.

ii. Una menor diversificación geográfica que sus competidores nacionales, lo que supone una mayor dependencia de sus áreas actuales de actuación.

La entidad salió a bolsa el pasado 21 de julio a un precio de 2,7€ por acción, en la parte más baja de la banda orientativa y no vinculante de precios que recogía el folleto de la salida a bolsa. Esta valoración suponía un descuento del 60% del valor en libros de la entidad. Se captó un total de 600 millones de euros mediante la ampliación de capital del equivalente al 44,6% del capital social ampliable al 47,5% en caso de ejercicio del *green shoe* por parte de la entidad coordinadora global, Credit Suisse. La estimación de la demanda de la operación fue de unos 1.100 millones de euros, tanto de inversores minoristas, 58% del total, como del tramo institucional, 42%.

3. Balance inicial de las nuevas entidades cotizadas. Ratios fundamentales y evolución

Cualquier comparación que se realice entre distintas entidades está sujeto a una infinidad de matices en función del punto de vista que queramos darle. No trataremos en este artículo de realizar valoraciones de gestión, sino de analizar una serie de ratios fundamentales objetivas para poner en común estas entidades con el conjunto de la banca española, el grupo de entidades bancarias cuyo negocio se desarrolla principalmente en España y con la media de la banca europea, entendida como los integrantes en el índice sectorial bancario del Stoxx 600.

Desde el punto de vista de la evolución del mercado de valores es pronto para sacar conclusiones claras, ya que un periodo de tres meses en la bolsa no es suficientemente significativo. Es por ello, que, con independencia de su evolución absoluta, merece especial atención la evolución comparativa o relativa frente a los índices. Para el presente estudio hemos seleccionado los índices Ibex 35 y el sectorial de bancos del Stoxx 600, Stoxx Europe 600 Banks Price en euros.

Para hacer el estudio más homogéneo, la fecha de inicio es el 21 de julio, en la que debutó la última de las cajas de ahorros analizadas, y la de finalización el 30 de septiembre. Son apenas algo más de dos meses pero, como veremos, han sido los dos meses con más volatilidad en los mercados europeos y, en especial, en el sector bancario europeo.

3.1. Ratios fundamentales

Como puede observarse en el cuadro 1, en términos de Precio/Beneficio, Bankia es la entidad que cotiza a unos múltiplos más elevados. Banca Cívica, por su parte, tiene la ratio más baja de las tres situándose por debajo de la media española y europea.

En cuanto a su cotización sobre valor en libros, tanto Bankia como Banca Cívica cotizan con los valores más bajos, no sólo del mercado español sino también del europeo.

Cuadro 1

PRINCIPALES MAGNITUDES FUNDAMENTALES

	CaixaBank	Bankia	Banca Cívica	Banca española	Banca doméstica española	Media europea
Precio actual (€)	3,32	3,66	2,2	–	–	–
Capitalización. Mill €	12.750	6.350	1.092	–	–	–
Precio / Beneficio	9,9	25,7	4,4	8,4	13	7,4
Precio / Valor en libros	0,6	0,4	0,3	0,6	0,5	0,7
ROE (%)	5,8	1,9	5,5	12,9	5,2	10,5
Rent. dividendo (%)	4,6	1,9	6,8	7,8	5,4	4,6
Capitalización / RWA	0,09	0,04	0,03	0,08	0,06	–
Capitalización / Ingresos	2,12	1,51	0,85	1,34	1,72	–

Notas: RWA: Activos ponderados por riesgo.

Todos los datos se refieren a 2011.

Los datos de Precio Actual y Capitalización están a fecha de 30 de Septiembre.

En cuanto al ROE, Bankia destaca por su bajo nivel, mientras que las otras dos se sitúan en niveles medios frente a sus competidores españoles y europeos.

Por último, mencionar la posición de Banca Cívica en cuanto a rentabilidad por dividendo, muy por encima de sus dos competidoras y del resto de los domésticos y europeos.

Cabe destacar en este análisis que los datos de Bankia, al ser del ejercicio 2011, están bajo la influencia de los ajustes realizados previo a su fusión. Si las proyecciones las realizáramos sobre el ejercicio 2012 o 2013 estarían más acordes a sus competidores en términos de PER, ROE y rentabilidad por dividendo.

3.2. Evolución absoluta

Desde el pasado 21 de julio observamos un comportamiento dispar entre los distintos títulos analizados. Destaca la pequeña caída del 1,5% de los títulos de Bankia, mientras que los títulos de Banca Cívica lo hacen un 19% y los de CaixaBak ceden algo más del 21%. En este mismo período de tiempo, el Ibex 35 recorta un 15% y el sectorial de bancos un 26,5%.

Insistimos en el hecho de que durante los meses de agosto y septiembre se han recrudecido las tensiones en los mercados financieros europeos, con especial incidencia en los bancos italianos y franceses, donde hemos visto caídas muy significativas. Como ejemplo, en este mismo período de tiempo acciones como las de BNP han cedido un 38,5%, Societé Generale algo más del 47% y, dentro de los bancos italianos, Intesa Sanpaolo ha caído un 34%.

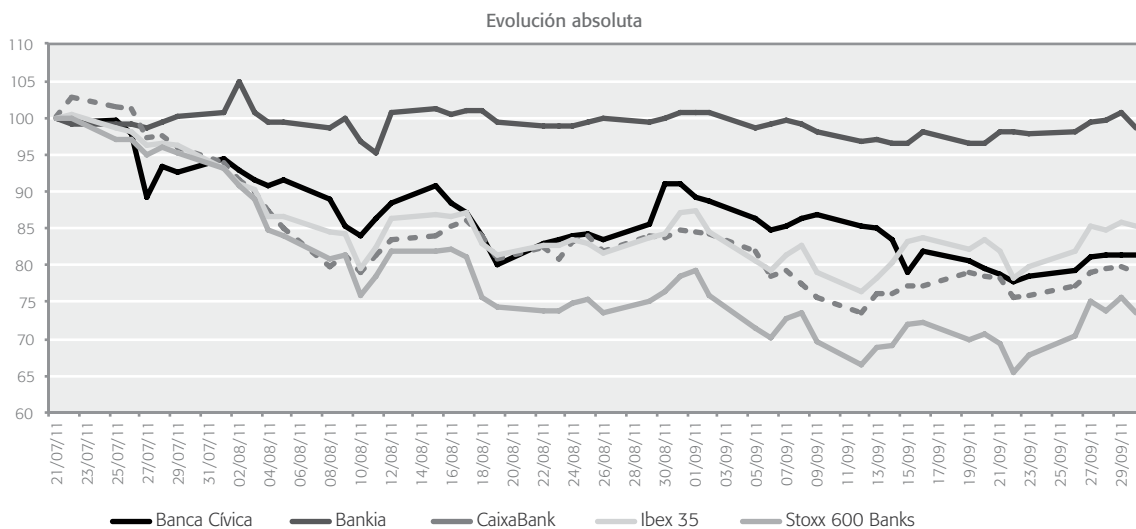
3.3. Evolución relativa

En términos relativos, el comportamiento de las acciones durante este período lo podríamos calificar de bueno, excelente en el caso de Bankia, con un relativo de casi 25 puntos frente a sus competidores europeos. En el caso de CaixaBank, el relativo supera el 5% y casi un 8% en el caso de Banca Cívica.

El principal motivo de este buen comportamiento relativo es el tensionamiento de los diferenciales de deuda italiana en los últimos meses, superando su prima de riesgo la de España y llegando a los 400 puntos básicos, donde los bancos europeos son grandes tenedores de deuda. Por el contrario, las entidades españolas apenas tienen exposición a Italia.

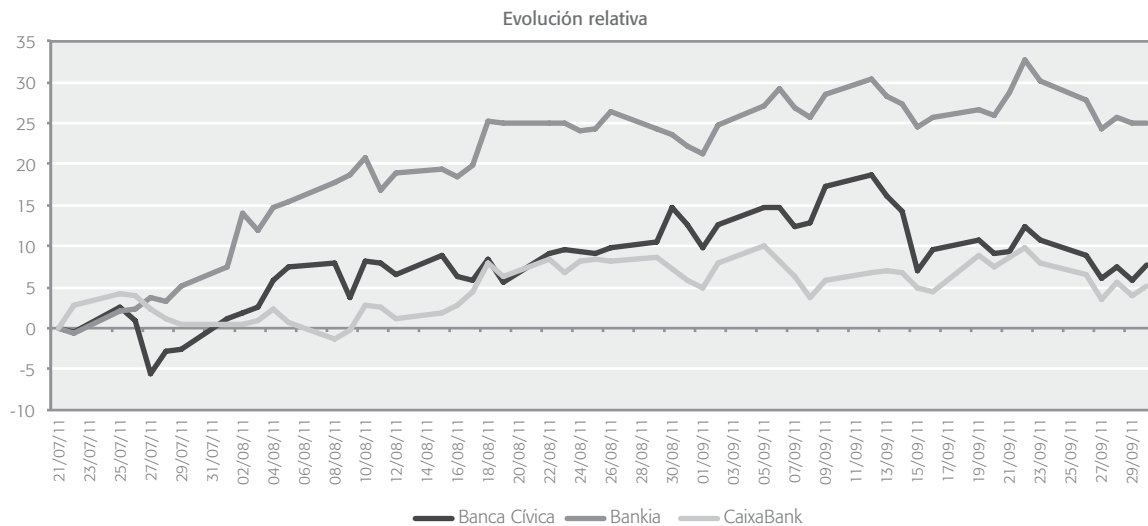
Cuadro 2

EVOLUCIÓN DESDE 21/7/2011 HASTA 30/9/2011 (BASE 100)



Cuadro 3

EVOLUCIÓN RELATIVA (%) FRENTE A SECTORIAL DE BANCOS. BASE 100 DESDE 21/7/2011 HASTA 30/9/2011



4. Conclusiones

Como hemos mencionado en repetidas ocasiones en este artículo, la salida a bolsa de las cajas de ahorros debe entenderse como un paso más dentro del profundo cambio que está sufriendo el sistema financiero español. No me cabe la menor duda de que el proceso iniciado en 2007 está en su fase intermedia, tras el estallido de la crisis *subprime* y su extensión progresiva a una crisis de deuda corporativa y más adelante a la deuda soberana y de crecimiento, los distintos mercados financieros desarrollados deben adaptarse al nuevo entorno imperante. España no es una excepción y es por ello que los esfuerzos que por parte del Banco de España se han realizado estos últimos meses deben ser el punto de partida de un mercado bancario más fuerte, saneado, transparente y menos apalancado. Las reglas del juego han cambiado. En los próximos dos ó tres años preveo que se produzcan en el sector financiero nuevas concentraciones bancarias, nuevas salidas a bolsa de cajas de ahorros y una reducción significativa de los costes operativos.

Las crisis, como las confrontaciones bélicas, son episodios que se repiten a lo largo del tiempo. Predecirlas no es tarea sencilla, pero estar preparado para alguna de ellas sí. Una vez concluida la crisis, las oportunidades que surgen son inmensas pero, como en las confrontaciones bélicas, estas oportunidades sólo las aprovecharan aquellos que sobreviven.

En la última gran crisis bancaria española de finales de los setenta e inicios de los ochenta, y según las conclusiones de Luc Laeven y Fabian Valencia en su artículo de 2008 **"Systemic Banking Crises: A New Database. IMF Working Paper"**, un total de 24 instituciones fueron rescatadas, 4 fueron liquidadas, 4 fusionadas y 20 pequeñas entidades fueron nacionalizadas. Estas 52 entidades, de un total de 110 que operaban en ese momento, representaban aproximadamente un 20% del sistema bancario español.

Sin duda, fue una crisis financiera tan dura como la actual, pero en los siguientes 25 años el sector financiero español creció con una fuerza y un dinamismo espectacular. ¿Por qué esta vez tiene que ser diferente?