

# LA EMISIÓN DE CUOTAS PARTICIPATIVAS

Roberto LÓPEZ

Caja Mediterráneo

**C**AJA Mediterráneo ha sido la primera, y hasta el momento de escribir estas líneas única, caja de ahorros en España que ha emitido cuotas participativas.

Con el inicio de su cotización el 23 de julio de 2008, la CAM culminó un proceso iniciado más de un año antes con un profundo análisis interno tanto del «producto cuota participativa» en sí como de las diferentes alternativas que existían, y existen, para el reforzamiento de los recursos propios de la Caja, y por tanto de su solvencia.

Éste, el hecho de ser recursos propios *core capital*, fue el motivo principal por el que nos planteamos emitir cuotas participativas, pero no el único. La emisión de cuotas nos permitía respaldar la estrategia de internacionalización de la Caja, mejorando la estructura de la base de capital y permitiendo así aprovechar el efecto multiplicador sobre el potencial de emisión de otro tipo de recursos propios, como la deuda subordinada o las participaciones preferentes. Adicionalmente, se tomó en consideración la oportunidad de hacer explícita nuestra forma de hacer las cosas, porque sometemos nuestra actividad, nuestra estrategia orientada a la creación de valor, al escrutinio del mercado. En tercer lugar nos aporta mayor visibilidad, tanto nacional como internacional, a la vez que proporciona una vía más para aumentar la vinculación de los clientes y de los empleados. Por último, demostramos que la emisión de cuotas no modifica, de ninguna manera, el estatus jurídico de la Caja (de hecho, existen garantías adicionales en la legislación) ni tenía por qué afectar al montante destinado a la realización de obras sociales, lo que allanó considerablemente el camino para la aprobación interna de la emisión. La CAM sigue siendo la Caja, pero cotizada.

Obviamente, valoramos también otras alternativas para el reforzamiento de los recursos propios y la mejora de su estructura, algunas de las cuales han sido puestas en marcha por otras cajas, como la creación de *holdings* con participaciones industriales, la materialización de plusvalías latentes o la incorporación de socios que aportaran capital para el desarrollo de negocios conjuntos. En este sentido, el análisis de las al-

ternativas, éstas que planteo u otras, de las razones por las que emitir, y todo ello teniendo muy en cuenta las particularidades de cada Entidad, debe ser un trabajo previo ineludible a realizar por aquellas cajas que se planteen seriamente la posibilidad de emitir cuotas participativas, y es fundamental para dar respuesta a las inquietudes tanto internas como externas que, sin duda, se les plantearán en un proceso de esta naturaleza.

Siguiendo con un, más o menos, orden cronológico de los aspectos que fuimos tratando y solucionando en el proceso, comenzamos a preparar documentación de todo tipo (créanme, hace falta mucha) un poco antes del verano de 2007. En CAM nos planteamos el proyecto con cuatro fases y siete áreas de trabajo:

— *Tesis de inversión*, centrada en las ventajas competitivas y posicionamiento estratégico del Grupo CAM, así como en destacar mensajes clave a resaltar. Como fruto del trabajo interno al que he hecho referencia anteriormente, fue mucho más fácil dar cuerpo al *equity story* (en la terminología de mercados internacionales), que no es ni más ni menos que poner blanco sobre negro los motivos por los que los inversores han de confiar lo suficiente como para invertir su dinero en tu proyecto.

— *Aprobación interna*. Sesiones informativas, formativas y de debate con los miembros de los órganos de gobierno.

— *Valoración*. Conteniendo plan de negocio y proyecciones, análisis de sensibilidad a las hipótesis fundamentales del plan de negocio, selección de compañías cotizadas comparables y determinación de los modelos de valoración, entre otros aspectos.

— *Documentación / legal*. *Due diligence*, folleto de emisión, relación con supervisores (Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Instituto Valenciano de Finanzas), opiniones legales o cartas de verificación.

— *Marketing*. Estructura de la emisión, directrices de publicidad y analistas de Bolsa, presenta-

ciones a analistas, inversores, bolsas, rangos de precios, *roadshow*...

— *Operativas*. Adaptación de plataforma interna, conexiones con bolsas siendo la de Valencia la de cabecera, interfases con *broker* para la operación...

— *D+1*. Contrato de liquidez, plan de *marketing* para cuotapartícipes...

Como recordará el lector, en agosto de 2007 estalló la crisis financiera internacional, que también tuvo impacto en nuestro proyecto, fundamentalmente por la incertidumbre sobre el alcance y la duración que podría tener esta situación. Con el objetivo fundamental de conseguir una flexibilidad imprescindible en un entorno tan incierto como aquél, el Consejo de Administración decidió mantener el proyecto, pero en dos etapas: en una primera, la Asamblea General aprobaría la realización de una emisión, con amplia delegación en el Consejo de Administración para la concreción del resto de aspectos necesarios.

Así fue, y la Asamblea General que se celebró el 14 de diciembre de 2007 acordó por amplísima mayoría (más del 80 por 100) autorizar la primera emisión de cuotas participativas por hasta un 20 por 100 del valor de la Caja, facultando ampliamente al Consejo de Administración, por un plazo máximo de tres años, para la determinación de las características y demás detalles de la emisión.

Una vez superada con éxito la primera etapa, y dada la importante incertidumbre instalada en los mercados internacionales, nos planteamos tomarnos con calma la decisión final, y fue ya en mayo cuando el Consejo decidió continuar con el objetivo de emitir antes del verano de 2008, adaptando el planteamiento inicial en dos áreas fundamentales: reduciendo el importe desde alrededor de los 1.000 millones de euros inicialmente previstos hasta situarlo en el entorno de los 300, fijando para ello el porcentaje de la emisión en el 7,5 por 100, y con un mayor peso del tramo minorista frente al institucional.

La decisión de emitir, pese al momento, tomó en consideración que si el proyecto —entendíamos— tenía sentido, en un momento de crisis mucho más. Si la crisis podía tener consecuencias en el valor de la Caja, entonces reducir el montante de la emisión para minimizar la dilución de valor —estimamos que con el importe finalmente acordado la dilución no superaría el 1 por 100 del valor estimado de la En-

tidad— compensaba holgadamente la oportunidad de tener abierta la ventana al refuerzo posterior de recursos propios de la Caja.

Fase 1 completada.

Una primera consecuencia que aprendimos entonces fue que en un proceso como éste tienes que estar preparado para ser flexible, muy flexible.

La segunda fase, la inscripción del folleto de emisión, fue completada el 26 de junio, tras un intenso trabajo llevado a cabo con la inestimable colaboración y apoyo de la CNMV. Era un nuevo producto, con características particulares, que era preciso describir con la mayor claridad posible. Era la primera emisión realizada bajo la nueva MIFID. También, la propia CAM, al igual que el resto de cajas de ahorros españolas, es una empresa con una estructura de gobierno diferente a la de las sociedades por acciones, y había que describir ampliamente cómo funcionamos.

Debo resaltar a este respecto que Caja Mediterráneo ha allanado considerablemente el camino a otras caja de ahorros que decidieran emitir cuotas participativas al aclarar los principales aspectos diferenciadores de las cuotas en relación con las acciones: distribución de la prima de emisión, distribución de resultados y efecto sobre el peso de los cuotapartícipes en el caso de que los porcentajes «pagados» a cuotapartícipes y obra social (*pay-out*) de su parte respectiva de los resultados sean diferentes.

Con la inscripción se iniciaba la tercera fase, la de colocación, en la que fue determinante la participación directa de la alta dirección de la Caja en las agotadoras reuniones que se produjeron a lo largo de casi dos semanas en el *roadshow* institucional y de toda la plantilla en la colocación del tramo minorista.

El rango de precios ofertado se estableció entre los 5,84 euros/cuota y 7,30 euros/cuota. La evolución muy negativa de la Bolsa española, y muy especialmente del sector financiero, junto con las ofertas recibidas en el tramo institucional nos aconsejó situar el precio definitivo de la emisión en el rango más bajo de precio ofertado, en los 5,84 euros.

Y ahí están los resultados. Sobre-suscripción tanto en el tramo minorista (2,2 veces) como en el cualificado (1,3 veces), más de 45.000 cuotapartícipes y segundo valor con mejor evolución en el cierre del ejercicio 2008 de los bancos cotizados.

CUADRO N.º 1

**IMPORTE DE EMISIÓN EN FUNCIÓN DE VALORACIÓN Y PORCENTAJE INICIAL DEL EXCEDENTE  
DE LIBRE DISPOSICIÓN (ELD) DE LOS CUOTAPARTÍCIPIES**

Porcentaje ELD a CP	VALORACIÓN								
	3.500	3.750	4.000	4.250	4.500	4.750	5.000	5.250	5.500
5	184	197	211	224	237	250	263	276	289
10	389	417	444	472	500	528	556	583	611
15	618	662	706	750	794	838	882	926	971
20	875	938	1.000	1.063	1.125	1.188	1.250	1.313	1.375
25	1.167	1.250	1.333	1.417	1.500	1.583	1.667	1.750	1.833
30	1.500	1.607	1.714	1.821	1.929	2.036	2.143	2.250	2.357
35	1.885	2.019	2.154	2.288	2.423	2.558	2.692	2.827	2.962
40	2.333	2.500	2.667	2.833	3.000	3.167	3.333	3.500	3.667
45	2.864	3.068	3.273	3.477	3.682	3.886	4.091	4.295	4.500
50	3.500	3.750	4.000	4.250	4.500	4.750	5.000	5.250	5.500

No puedo finalizar el relato de esta historia de éxito sin hacer patente mi agradecimiento a todas aquellas personas que han hecho posible que CAM vuelva a marcar un hito histórico no ya sólo para nuestra Entidad, sino para el conjunto del sector de cajas, e incluso para el propio sistema financiero español. A los miembros de los órganos de gobierno de CAM, de manera muy especial a su Consejo de Administración, quienes desde el primer momento dedicaron todo el tiempo necesario, y más, para analizar, comprender, interiorizar, valorar en términos de estrategia de CAM y del modelo de cajas y, en último término, apoyar lo que es y representa la emisión de cuotas participativas. A toda la plantilla de esta casa por la gran profesionalidad demostrada

en el proceso de salida a Bolsa. A los organismos reguladores y supervisores, quienes, también desde el primer momento, manifestaron su apoyo al proyecto. A las cajas, que en todo momento respetaron y estuvieron actuando como soporte del proyecto. Para finalizar, a nuestros asesores Analistas Financieros Internacionales y Lehman Brothers, quienes construyeron argumentarios, definieron modelos de valor y ayudaron a desbrozar un camino nuevo, a la vez que nos daban su aliento en los momentos de flaqueza.

Por cierto, la cuarta fase, la última, no tiene fin previsto. Seguimos cotizados y bajo el escrutinio del mercado...