

SUMARI

QUOTES PARTICIPATIVES, LES CAIXES D'ESTALVI EN VENDA	2
QUOTES PARTICIPATIVES, UN VESTIT VELL AMB NOVES COSTURES	3
ELS GESTORS DE LES CAIXES D'ESTALVI A EXAMEN	5
LES QUOTES PARTICIPATIVES POSEN PREU A LES CAIXES	8
LA RETRIBUCIÓ DE LES QUOTES PARTICIPATIVES, UNA XACRA PER A L'OBRA SOCIAL DE LES CAIXES	11
CONSIDERACIONS PERSONALS SOBRE LES QUOTES PARTICIPATIVES	13
LES CAIXES VAN A LA BORSA: HOLDINGS EMPRESARIALS VERSUS QUOTES PARTICIPATIVES	16
REFERÈNCIES DOCUMENTALS	22

QUOTES PARTICIPATIVES, LES CAIXES D'ESTALVI EN VENDA

QUOTES PARTICIPATIVES, UN VESTIT VELL AMB NOVES COSTURES

La retribució de les reformades *quotes participatives* estarà en consonància amb l'excedent destinat a l'Obra Social

Feia temps que les caixes d'estalvi guardaven un vestit a l'armari que ara ha sortit retocat amb noves costures per fer-lo portable, es tracta de les accions (sense vot), dites amb l'eufemisme de quotes participatives.

Fem memòria. Estiu de l'any 1988, els socialistes governaven amb majoria absoluta i elaleshores superministre d'Economia i Finances, Sr. Carlos Solchaga, afegia, de forma furtiva i a última hora, una disposició addicional (la 12ª) a la Llei 26/1988, de 29 de juliol, sobre Disciplina e Intervenció de les Entitats de Crèdit. Aquesta disposició va donar nova redacció a una simple lletra a) de l'article 7è de la Llei 13/1985 sobre coeficient d'inversió, recursos propis i obligacions d'informació dels intermediaris financers, per la qual es va incloure en el concepte de capital (fons propis) les denominades **quotes participatives**. (Per cert, la introducció d'aquest nou instrument jurídic i econòmic –que possibilitaria la modificació de la substància de les caixes d'estalvi- va merèixer que persones del meu entorn fessin arribar al ministre una proposta d'esmena per la inconveniència i la poca transparència de la disposició que, tot i ser valorada la proposta com a intel·ligent, no va fructificar atès l'interès de determinades oligarquies de l'àmbit financer, a les quals els socialistes eren força sensibles).

Per tal de regular-ne la naturalesa jurídica i el contingut dels seus drets econòmics, així com la seva emissió i **retribució** es va disposar el Reial Decret 664/1990, de 25 de maig, sobre quotes participatives de les Caixes d'Estalvi. El preàmbul d'aquell Reial Decret deia que les quotes participatives, tot i salvaguardant plenament la naturalesa de les caixes d'estalvi, els permetrien la suficient dotació de recursos propis i assegurarien condicions

bàsiques de competència homogènies amb altres entitats de dipòsit –els banc, per entendre'ns–.

La qüestió és: si tot estava tant perfilat i era tant bo, i, a més a més, preservava la naturalesa de les caixes, com és que cap caixa n'ha fet ús fins ara? (a excepció de 5.000 quotes participatives emeses per la Confederación de Cajas de Ahorros (CECA) per un valor nominal d'un milió de les antigues pessetes –en total 50.031 euros- subscrites per les pròpies caixes confederades). I això en una colla anys de tanta activitat inversora de les caixes, especialment de participacions industrials per part de les més grans, i que consumeixen tants recursos propis.

Mireu! la resposta a no emetre quotes participatives no rau en possibles escrúpols ètics per part dels administradors i/o gestors, és més ordinària que tot això: simplement es podien aconseguir recursos computables com a propis per vies molt més econòmiques que no pas les quotes participatives –per exemple. el deute subordinat, primer i, després, una gran profusió d'emissions d'*accions preferents* (dites *participacions*), que com a dividend reben un tipus d'interès de mercat, localitzades en *paradisos fiscals*.¹

Deixeu-me que recordi com estava establerta la retribució de les quotes participatives: simplement tenien dret a percebre un percentatge del benefici net equivalent a la seva participació en els fons propis, és a dir, una alíquota part de l'excedent (art. 6. *Distribució d'excedents i retribució de quotes*, del RD).

I, és clar, ningú estava disposat, excepte la CECA, tota vegada que ho distribuïa a les pròpies caixes, a repartir un dividend tant generós, any rera any –de l'ordre del 15 al 20% anual–, quan el deute subordinat o les preferents es retribuïen, en general, a l'*Euribor* més un petit diferencial. I, justament, tota aquesta sèrie d'anys de tanta bonança econòmica i financera.

Però ara resulta que tot això ha passat a millor vida des que amb motiu de la promulgada *Llei Financera*² (coneguda sobretot per l'estira i arronsa sobre l'edat de jubilació i de permanència dels presidents de caixes d'estalvi) es va modificar el règim jurídic de les quotes participatives. Aquesta modificació va prendre cos quan el BOE del 3 de març de 2004 publicà un nou Reial Decret sobre quotes participatives (RD 302/2004, de 20 de febrer). Atenció perquè entre els extrems que precisa hi han sobretot, els criteris per fixar el preu d'emissió de les quotes, així com la seva retribució, que ara ja avanço que fixa uns límits mínims i màxims en relació a la part de l'excedent que es destini a l'Obra Social.

Ja s'endevina que **hi haurà interferències entre els subscriptors de quotes i els beneficiaris de l'Obra Social.**

ELS GESTORS DE LES CAIXES D'ESTALVI A EXAMEN

Els bancs d'inversió esperen amb llum de 'candeletes' que les caixes espanyoles emetin *quotes participatives*

Fa un temps vaig tenir oportunitat d'escoltar un *alt executiu* d'un gran banc d'inversió internacional –d'aquests que tant sovint assessoren als directius de les entitats de crèdit– que explicava el deler que tenen els inversors institucionals europeus i nord-americans perquè les grans caixes espanyoles – les *joies de la corona* del sistema financer europeu– es decideixin a emetre quotes participatives. Aquestes ofertes inicials haurien de ser de l'ordre de 500 milions d'euros, de manera que permetin la subscripció per part d'inversors institucionals de quantitats de l'ordre d'entre 10 i 20 milions d'euros en una sola emissió.

I entre els seus comentaris, deia que aquests inversors entenen les quotes participatives com una acció ordinària. No els importa gaire que les quotes participatives no tinguin dret a vot, en tenen prou amb que hi hagi un sindicat de *quotapartícps* que els representi, evidentment, volen que les quotes cotitzin en qualsevol mercat organitzat de valors –tant espanyol com a l'estranger– i es comportin com una acció ordinària més, per tant, el dividend serà clau pel seu atractiu. Aquest dividend estarà en contraposició amb el dividend social (vegeu l'apartat *retribució* del quadre).

En una primera emissió, pensen que el millor mètode per definir el preu de les quotes participatives és mitjançant una oferta pública de valors, és a dir, una OPV, que creuen hauria d'estar destinada bàsicament als inversors institucionals, i, en tot cas un tram destinat als empleats perquè facin

d'esquer, i l'inversor minoritari –bàsicament clients– hauria de participar no tant en el moment més especulatiu, sinó com a inversió permanent.

Quotes participatives (accions sense vot): Característiques principals ³	
Concepte	Són aportacions dineràries representades per títols de renda variable –accions sense vot–, de duració indefinida, que poden aplicar-se a eixugar pèrdues de la mateixa manera que les reserves, i que tenen la consideració de recursos propis.
Fons que cal constituir	<ul style="list-style-type: none"> • Fons de participació: igual a la suma del valor nominal de les quotes emeses. • Fons de reserva: constituït pel percentatge de l'excedent de lliure disposició que correspon a les quotes, i que no ha estat distribuït. • Fons d'estabilització: és un fons optatiu que podrà acordar constituir l'Assemblea General i que té com a finalitat evitar fluctuacions excessives en la 'retribució' de les quotes participatives.
Negociació	Es negociaran a les Borses de Valors i mercats secundaris organitzats, espanyols o estrangers, que admetin valors de renda variable.
Acords de l'Assemblea	<ul style="list-style-type: none"> • Emissió: el pren l'Assemblea General –valor nominal i nombre de quotes–, que pot delegar en el Consell d'Administració per a un màxim de tres anys. • El volum de quotes no podrà ser superior al 50% del patrimoni. • L'existència o no d'un sindicat de quotapartípcips. • L'estimació del 'valor econòmic de la caixa' i l'import de la prima d'emissió. • Fixació del moment en què els quotapartípcips tindran dret a participar en la distribució de l'excedent de lliure disposició, i el percentatge inicial.
Preu d'emissió de les quotes participatives	<ul style="list-style-type: none"> • Càlcul del valor econòmic de la caixa: Estimació del patrimoni de l'entitat, tenint en compte el fons de comerç, les plusvàlues latents i la capacitat de generar beneficis futurs (fet per un auditor extern).

	<ul style="list-style-type: none"> • Prima d'emissió: Les quotes no podran emetre's per un valor inferior al nominal. Caldrà establir una 'prima' per tal d'evitar la dilució dels drets preexistents. La 'prima' s'assignarà a reserves de la caixa i al fons de reserva dels partícips, en la proporció que determini l'acord d'emissió.
Adjudicació de l'emissió i determinació del preu	<ul style="list-style-type: none"> • OPV: El preu serà el que resulti de la OPV. Un mínim d'un 20% de les peticions en ferm s'adjudicarà als inversors institucionals. • Sense OPV: El preu final correspondrà al més gran de l'estimació de la prima (entre l'informe extern i l'estimació feta pel auditor de comptes). • Limitacions: Ningú podrà adquirir –directament o indirecta- més d'un 5% de les quotes totals vigents, i es comunicaran al Banc d'Espanya tots els titulars de quotes de més del 0,5% del total en circulació. • Subscripció preferent: els quotapartícips tindran dret de subscripció preferent en successives emissions.
Participació en l'excedent	Als quotapartícips se'ls assignarà un percentatge de l'excedent o de les pèrdues proporcional al volum de les quotes en circulació sobre el patrimoni de la caixa, incloses les quotes.
Retribució	De l'excedent de lliure disposició assignat a les quotes, caldrà retribuir a les quotes participatives amb un percentatge mínim anual equivalent al percentatge assignat a l'obra social, i com a màxim es podrà distribuir un 50% de l'excedent atribuït a les quotes.

És curiós que siguin els propis gestors de les caixes els més refractaris a l'emissió de quotes participatives, quan aquestes tenen com a finalitat sotmetre la gestió de l'entitat a l'escrutini dels mercats financers i, per tant, tant la valoració de la pròpia quota participativa com els anàlisi sobre l'evolució de l'entitat són elements que han de disciplinar el control de la seva gestió i protegir-los de les interferències polítiques, de les que tant es malfien.

LES QUOTES PARTICIPATIVES POSEN PREU A LES CAIXES

Presumiblement, el preu d'emissió de les *quotes participatives* estarà orientat a fer-les atractives als inversors i que la seva cotització tingui un bon comportament a les borses

Emetran quotes participatives les caixes d'estalvi? Tot i que ara per ara les caixes es conjuren en no fer emissions, si el consum de recursos propis degut al creixement del volum de negoci i de les inversions industrials augmenta a un ritme superior a la rendibilitat financera neta –deduïda l'assignació a Obra Social –, a la llarga no hi haurà més remei que emetre quotes participatives: és una qüestió de sosteniment i d'eficiència del creixement. I també d'equilibri de poders entre una amalgama de grups d'interès: els omnipresents gestors, els inversors institucionals i els governants.

I quan s'emetin les quotes participatives quina hauria de ser la relació d'intercanvi entre els beneficiaris de l'Obra Social –un cúmul de destinataris difusos- i els inversors que han adquirit quotes participatives –unes quantes institucions d'inversió amb interessos concentrats-? Doncs, perquè aquesta relació d'intercanvi sigui equitativa, cal que coincideixin tant el cost d'oportunitat dels beneficiaris de l'Obra Social com el cost d'oportunitat dels titulars de les quotes. Això és fàcil de dir, però difícil d'establir perquè hi ha un problema metodològic al voler determinar quin és el cost dels fons propis de les caixes, ja que els titulars d'aquests fons propis són els beneficiaris de l'Obra Social, i resulta complex calcular-ne el cost. A més, hi ha una interfe-

rència entre l'activitat social de les caixes i l'objectiu dels titulars de les quotes, els quals tenen com a finalitat fer màxima la rendibilitat econòmica de la seva inversió.

Sigui com sigui, quan una caixa faci una emissió de quotes participatives el primer que cal fer és estimar el seu valor econòmic –ja s'endevina que estimar el valor econòmic, d'una entitat que el seu capteniment és la seva actuació social, no serà feina fàcil si es vol fer a consciència–. El valor econòmic de la caixa consisteix en considerar, a més del patrimoni –capital fundacional, reserves i fons per a riscos bancaris generals–; el fons de comerç –aquests actius intangibles com ara la posició en el mercat, la capacitat de creixement, la reputació, el capital humà i tecnològic...–; les plusvàlues latents –diferència entre el valor comptable i el valor de mercat dels actius –, i la capacitat real de generar beneficis en el futur. La diferència entre el valor comptable de l'empresa i el valor econòmic ha de servir per establir la prima de l'emissió –l'import que s'haurà de pagar per sobre del nominal de la quota participativa –.

Quan una caixa faci la primera emissió de quotes participatives, caldrà que un auditor de comptes extern contrasti el valor econòmic i la prima facilitats per la caixa. Si hi ha discrepàncies substancials, l'auditor haurà d'indicar a l'informe quines creu que són les estimacions adequades, tant pel que fa al valor econòmic com a la prima d'emissió. De tota manera, quan l'emissió es faci en règim d'oferta pública –OPV– i almenys un 20% de les peticions en ferm corresponguin a inversors institucionals, el preu final d'emissió serà el que resulti del procediment establert en el fulletó d'emissió.

Si l'emissió es fa sense oferta pública o bé la seva col·locació es fa sense transparència, caldrà encarregar un altre informe a un expert en valoració d'entitats financeres –no importa si és 'galgo' (llebrer) o 'podenco' (coniller) – triat per la pròpia caixa. El preu final d'emissió correspondrà al valor més alt.

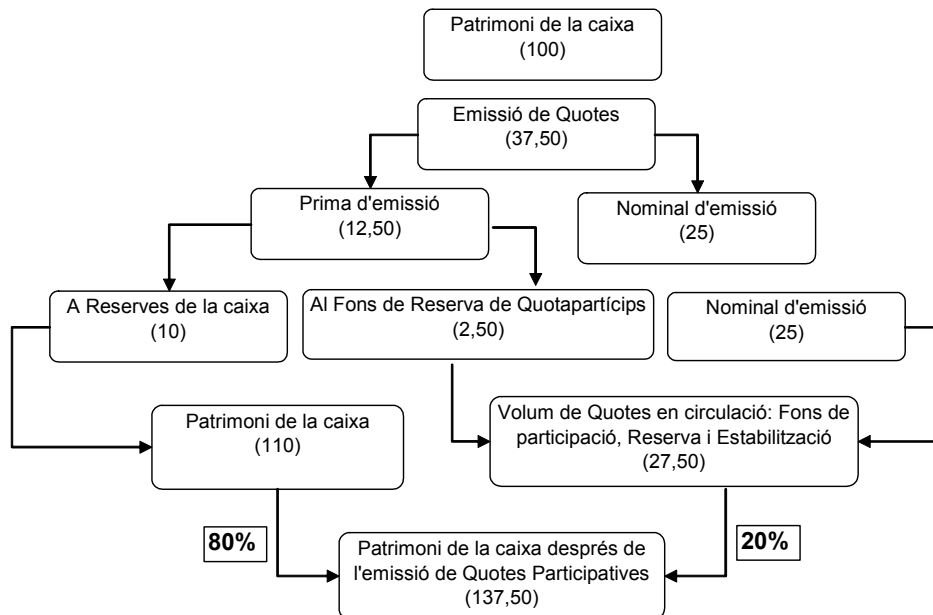
Una vegada establerta la prima d'emissió cal distribuir-la entre la part de la prima destinada al fons de reserva dels quotapartíips –de manera equivalent al percentatge de participació de les quotes en circulació sobre el patrimoni de la caixa més les pròpies quotes– i, la resta, va a parar a les reserves generals de la caixa. Per tant, la prima efectiva –allò que realment interessa als mutualistes– és el resultat de multiplicar el percentatge de prima pel percentatge destinat a reserves generals.

Un s'adona que una primera qüestió rellevant és l'establiment de la prima d'emissió, tota vegada que d'ella depèn que el patrimoni de la caixa no es dilueixi en favor dels adquirents de les quotes. En l'exemple, he suposat una emissió de quotes del 25% del patrimoni inicial de la caixa – és a dir la

participació dels quotapartípics en el patrimoni després de l'emissió serà del 20%: 25 dividit per 125-; una prima del 50% sobre el nominal, i d'aquesta, un 80% a reserves generals –la prima efectiva-.

Com que les quotes cotitzaran a les borses de valors –nacionals i internacionals-, no és agosarat preveure que els gestors –amb la connivència dels administradors- estaran més pendents que la cotització *funcioni bé*, i, per tant, sembla plausible que sacrificaran prima d'emissió perquè el preu d'emissió sigui atractiu als inversors, i la rendibilitat per dividend també.

Supòsit d'una primera emissió de quotes participatives:



LA RETRIBUCIÓ DE LES QUOTES PARTICIPATIVES, UNA XACRA PER A L'OBRA SOCIAL DE LES CAIXES

Les quotes participatives tenen garantit anualment un dividend mínim equivalent al percentatge destinat a Obra Social i com a màxim el 50% de la seva participació en el resultat

Feta l'emissió de quotes participatives –amb la corresponent prima d'emissió- convé precisar quina és la seva **participació en el resultat** (excedent/pèrdua) de la caixa. La legislació actual diu que els titulars de les quotes participen tant dels excedents com de les pèrdues de la caixa en la proporció que el volum de quotes representi sobre el patrimoni de la caixa més el propi volum de quotes en circulació.

Ara cal veure quina serà la seva **retribució** –és a dir, del resultat destinat als quotapartíips, quina part es distribuirà en forma de dividend, i, la resta, engreixarà els fons de reserva dels propis quotapartíips. Doncs bé, la norma diu que la retribució o dividend de les quotes sobre la seva part en l'**excedent de lliure disposició** –entès com el resultat després de la previsió per a impostos- no podrà ser inferior, en cada exercici, al percentatge de l'excedent destinat a **Obra Social**, una vegada deduïda la part d'excedent destinada a les quotes. Altrament, tampoc no podrà distribuir-se en forma de dividend més del 50% de l'excedent destinat a les quotes, llevat d'algunes excepcions concretes (vegeu els supòsits mínims i màxims del quadre).

Retribució de les quotes participatives: supòsits il·lustratius:

	%	Unitats	%	Unitats	%	Unitats	%	Unitats
Patrimoni (caixa i quotaparticips)		100,0		100,0		100,0		100,0
Caixa	80%	80,0	80%	80,0	80%	80,0	80%	80,0
Quotes participatives	20%	20,0	20%	20,0	20%	20,0	20%	20,0
Resultat net / Patrimoni	15,0%	15,0	15,0%	15,0	15,0%	15,0	15,0%	15,0
Distribució del Resultat:	100%	15,0	100%	15,0	100%	15,0	100%	15,0
A la caixa	80%	12,0	80%	12,0	80%	12,0	80%	12,0
Escenaris de retribució extrems:	usual		ordinari		ínfim		plausible	
Del qual a: Obra Social	40%	4,8	30%	3,6	0%	0,0	75%	9,0
A Reserves Generals	40%	7,2	50%	8,4	80%	12,0	5%	3,0
Als titulars de Quotes	20%	3,0	20%	3,0	20%	3,0	20%	3,0
Escenaris de retribució normatius:	mínim		màxim		factible		ínfim	
Del qual a: Dividend	40%	1,2	50%	1,5	100%	3,0	0%	0,0
Reserva de les Quotes	60%	1,8	50%	1,5	0%	0,0	100%	3,0
Patrimoni després de la distribució:		109,0		109,9		112,0		106,0
Caixa	80,0%	87,2	80,4%	88,4	82,1%	92,0	78,3%	83,0
Quotes participatives	20,0%	21,8	19,6%	21,5	17,9%	20,0	21,7%	23,0

¿Que se'n deriva d'aquestes cauteles en la forma de retribuir les quotes participatives? La retribució mínima –quant el dividend de les quotes iguala l'assignació a Obra Social– garanteix que la participació dels titulars de les quotes sobre el patrimoni es mantingui constant (80% per a la caixa i 20% pels titulars de quotes).

En canvi, en el cas de l'escenari màxim, quan el dividend supera en percentatge al destinat a Obra Social, aleshores el patrimoni dels quotaparticips es va diluint.

He volgut afegir uns escenaris extrems –tota vegada que podrien arribar a donar-se, amb les preceptives autoritzacions– en els quals es planteja, primer, el cas de la distribució d'un dividend del 100% de l'excedent atribuït a les quotes combinat a una absència d'assignació a obra social, i s'observa com els titulars de les quotes veuen diluïda la seva participació en el patrimoni.

En canvi, a l'altre extrem, tot el resultat atribuït a la caixa s'assigna a obra social i contràriament no es reparteix dividend, aleshores els quotaparticips veuen augmentar la seva participació en el patrimoni.

Com a conseqüència dels diferents supòsits de dividend a percebre per part de les quotes participatives i, també, de la política d'assignació de recursos a l'obra social, se'n deriva –tal com es pot veure en el quadre– un patrimoni desigual després de la distribució de resultats. Més capitalitzat quan menor sigui la dotació a obra social o la política de dividends a les quotes participatives, i viceversa.

CONSIDERACIONS PERSONALS SOBRE LES QUOTES PARTICIPATIVES

Propugno que el titular de les quotes participatives s'integri plenament en l'esperit de la caixa i, per tant, caldria canviar la prelación en la distribució del resultat

Vull finalitzar aquesta reflexió i valoració de les quotes participatives que he anat fent en els punts anteriors centrant-me en algunes de les qüestions que considero més rellevants de la seva regulació.

La primera i principal fa referència als processos d'emissió, tota vegada que la seva adjudicació, tant si és en règim d'oferta pública com si no, afavoreix de manera molt especial als inversors institucionals, sovint aliens a la naturalesa de les caixes d'estalvi i al seu projecte fundacional, de tal manera que la seva actuació d'integració financera i de reversió de part dels seus beneficis a la societat es veurà desdibuixada.

En correspondència a aquesta preeminència dels inversors institucionals, i per tal que la seva col·locació resulti atractiva i no posi en tensió la seva cotització futura –una vegada presa la decisió d'emetre'n- farà, presumiblement, que la valoració econòmica de la caixa es faci a la baixa, amb unes conseqüències perverses pel capteniment de la seva obra social.

Una altra qüestió íntimament lligada a la valoració econòmica és l'establiment d'una **prima d'emissió** que valori adequadament el cost d'oportunitat dels beneficiaris generals de la caixa: la societat i més concretament la seva acció social. Una cosa que resulta xocant és que una part de

la prima –que pot arribar a ser tota- resulti que es mantingui en poder dels titulars de les quotes i no vagi a parar a les reserves generals de la caixa: l'entitat que ha estat la generadora de la prima. Vaja, una regulació fal·laç!

Centrem-nos ara en els **criteris per a la retribució** de les quotes participatives. Sembla que per poder mantenir que les quotes no poden tenir *drets polítics* –dret a tenir representació en els òrgans de govern- el legislador ha pres totes les cauteles per tal de protegir els drets econòmics de les quotes i així els seus titulars no calgui que exerceixin cap pressió sobre els òrgans d'administració i sobre els gestors per defensar la seva economia.

Si les caixes han tingut i tenen èxit econòmic i social, deu ser degut a un cúmul de factors entre els quals hi ha el seu arrelament i la seva actuació financera i social duta a terme per les persones que, atenent al principi de subsidiarietat, exerceixen aquesta funció que és a la base de la seva preeminència.

Doncs bé, resulta que es regula de nou un instrument per reforçar els recursos propis de les caixes, tota vegada que no tenen accionistes, i a aquests nous inversors se'ls deslliura totalment de l'actuació social de les caixes. Algú s'imagina algun accionista d'un banc que digui que no vol tenir res a veure amb la fundació que el propi banc ha creat i impulsa?

Aquí rau, al meu parer, una de les contradiccions d'aquest nou instrument. Tot i que la legislació no és del tot explícita, sembla deduir-se que una vegada obtingut el resultat de l'exercici, i feta la previsió per a impostos, el primer que cal fer es separar el resultat atribuïble a les quotes participatives –una part alíquota de l'excedent -. Després amb la resta, cal primer dedicar un mínim del 50%, sense límit màxim, –mentre no es tingui un excés considerable de recursos propis- a reserves generals, i si queda alguna cosa a Obra Social.

¿Té sentit que entri un accionista perquè creu en els valors, en la forma de fer i en el futur d'una empresa i en allò que constitueix el centre de la seva activitat i la finalitat última, i digui que no va amb ell? I sí és així, cal que la prima d'emissió sigui molt elevada i s'assigni en la seva totalitat a les reserves de la caixa, tota vegada que el manteniment de l'obra social futura l'haurà de fer en solitari el mutualista i encara amb la reticència del soci.

És per això, que propugno que el titular de les quotes participatives s'integri plenament en l'esperit de la caixa i, per tant, es canviï de dalt a baix la prelació en la distribució del resultat. Així, primer de tot, cal que es destini allò que es consideri enraonat a l'obra social per tal de donar continuïtat a línies d'acció social renovades i adaptades a les exigències dels temps, i amb

l'excedent líquid disponible s'efectuï el repartiment entre els dos accionistes: la caixa mutualista i l'inversor capitalista.

D'aquesta manera (cas que sigui aquesta la interpretació que s'adopti) sí que té sentit una part considerable de la prima d'emissió vagi a parar al propi quotapartícip per tal de compensar la dilució de la seva participació al llarg del temps.

Desitjo que totes les parts implicades: legisladors, administradors, gestors, i els diversos estaments representats en la conducció de les caixes tinguin l'art de governar amb encert l'esdevenidor d'aquestes institucions tan emblemàtiques.

Quotes participatives versus Obra Social: supòsits				
Vinculació en l'activitat social	plena		inexistent	
	%	Unitats	%	Unitats
Patrimoni inicial		80,0		80,0
Emissió de quotes participatives	25%	20,0	25%	20,0
Prima d'emissió	50%	10,0	50%	10,0
Repartiment de la prima:				
A reserves generals	20%	2,0	80%	8,0
Al fons de quotaparticips	80%	8,0	20%	2,0
Patrimoni (després de l'emissió)		110,0		110,0
Caixa	75%	82,0	80%	88,0
Quotes participatives	25%	28,0	20%	22,0
Resultat net / Patrimoni	15,0%	16,5	15,0%	16,5
Distribució del resultat:	100%	16,5	100%	16,5
A Obra Social	30%	5,0		
Resultat líquid distribuïble:		11,6		16,5
A la caixa	75%	8,6	80%	13,2
Del qual a: Obra Social			30%	4,0
A Reserves Generals	75%	8,6	50%	9,2
Als titulars de Quotes	25%	2,9	20%	3,3
Del qual a: Dividend	50%	1,5	30%	1,0
Reserva de les Quotes	50%	1,5	70%	2,3
Patrimoni després de la distribució:		120,1		121,6
Caixa	75,5%	90,6	80,0%	97,2
Quotes participatives	24,5%	29,5	20,0%	24,3

LES CAIXES VAN A LA BORSA: HOLDINGS EMPRESARIALS VERSUS QUOTES PARTICIPATIVES

La sortida a borsa de *holdings* empresarials de caixes és una manera de fer líquides les inversions de la cartera de participades tot mantenint la matriu el domini i la representació als consells de les participades

Les caixes d'estalvi ha experimentat des de fa dècades una forta expansió que les ha portat a fer un ús molt intens de diferents vies de finançament, entre elles l'emissió de deute subordinat i de participacions (accions) preferents. Tota vegada que vàries de les caixes espanyoles manifesten la seva voluntat de continuar creixent a l'interior de l'Estat espanyol i alhora iniciar una ràpida expansió internacional no tenen més remei que buscar vies alternatives de finançament.

Una d'aquestes vies consisteix en l'emissió de quotes participatives, però no totes les caixes (tant els propis administradors com les representacions sindicals) veuen amb bons ulls l'emissió de quotes participatives, ja que més aviat que tard ha de desembocar en una pèrdua de l'actual domini que exerceixen els actuals gestors sobre els òrgans d'administració (Consell i Assemblea) i per això es decanten per obtenir el necessari finançament que suporti aquesta set d'expansió internacional per una via alternativa a l'emissió de quotes participatives: la venda d'una part de la seva cartera de participacions industrials i financeres mitjançant una oferta pública de subs-

cripció o venda d'accions (OPV). Amb aquest mecanisme simplement fan líquid un determinat percentatge (minoritari) de la cartera venent-lo mitjançant una col·locació a la borsa, sense que això representi cap pèrdua de posició ni sobre la caixa en qüestió ni tampoc sobre el *holding* que ostenta la titularitat de les accions.

Però quin atractiu ofereix a l'inversor comprar accions d'un holding empresarial propietat d'una caixa?

D'una banda mentre la inversió en quotes participatives atorga al propietari el dret a participar directament en els resultats de la caixa d'estalvi, l'inversor del holding només participa en els resultats generats exclusivament per la cartera de participades.

La raó principal perquè un inversor es decideixi anar a una OPV d'un holding empresarial, particularment pels inversors institucionals, és el percentatge de descompte del preu de la OPV sobre el valor de mercat de la cartera cotitzada, ja que cal oferir al·licients alhora de comprar accions a un holding quan les pots comprar directament al mercat. Normalment aquest descompte és de l'ordre del 30% perquè tingui possibilitats d'èxit.

Un altra de les raons determinant és l'elevat 'pay out' (percentatge del benefici que es distribueix als accionistes) i que pot ser proper al 100%, quant en el cas de les quotes participatives com a màxim pot arribar al 50%. Ara bé, aquesta distribució de beneficis tan generosa ha de ser compatible amb la política d'inversions que tingui previst el holding.

Criteria Caixa Corp, el tret de sortida dels holdings empresarials de caixes a borsa

Fem primer una mica d'història. A mitjan anys vuitanta, "la Caixa" busca noves oportunitats per rendibilitzar els recursos i diversificar la font d'ingressos. Amb aquest objectiu, "la Caixa", inicia el pla inversor en grans companyies de serveis i infraestructures líders en el seu sector, i es converteix en accionista de referència de Repsol, Gas Natural, Aigües de Barcelona, Telefónica o Abertis, entre altres empreses.

És a finals de la dècada dels noranta quan el seu director general planeja crear una fundació (intentant emular el procés italià de separació entre la Caixa-financera i la Caixa-Fundació (administradora dels fons de l'obra social, un procés de reforma impulsat per la Llei Amato de 1990 i continuat per la Directiva Dini de 1994 i la Llei i Decrets Ciampi de 1998 i 1999). En el projecte de Josep Vilarasau, la fundació que ell presidiria controlaria l'entitat financera que tindria forma de societat anònima. Aquest projecte va fer figa definitivament quan es va presentar, el 2002, a Rodrigo Rato, ministre d'economia del govern del partit popular i avui conseller de Criteria.

D'aquesta fallida iniciativa el president que el va succeir, Ricard Fornesa, en va treure la lliçó de que calia reforçar el perfil social de "la Caixa" ("l'anima de la Caixa") i que, per blindar-se, calia integrar patricis de la burgesia barcelonesa al consell i les societats participades, tal com practica l'actual president de "la Caixa" Isidre Fainé i ben aviat també de Criteria.

El juliol del 2000, "la Caixa" aporta la pràctica totalitat de les participacions empresarials a Criteria CaixaCorp (abans denominada CaixaHolding), i el novembre de l'any 2006, el Consell d'Administració de "la Caixa" estudia la sortida a borsa de la cartera de participades, tot retenint una participació de control. El 7 de juliol de 2007, l'Assemblea de "la Caixa" aprova la sortida a borsa de Criteria com a base de l'expansió internacional del negoci.

L'objectiu de "la Caixa" que, d'acord amb un protocol escrit estableix que decideix en última instància les inversions de Criteria així com també ostenta una majoria ampla del seu Consell (i una futura presidència única) com ho fou en la seva creació, és rebaixar en un termini de pocs anys el pes del sector de participacions industrials i de serveis en favor de les participacions en entitats financeres (d'un 83 inicial cap a un 60%).

Al cap d'un any de la seva col·locació a borsa, les accions de Criteria han passat dels 5,25 euros de sortida de la OPV el 9 d'octubre de 2007 a 3,28 euros per acció el 2 d'octubre de 2008. Amb tot, la pèrdua de valor de la cotització, que ha patit l'estrall de les turbulències financeres desencadenades des de principis d'agost de 2007, es compara malament amb índexs de referència com el Dow Jones que en el mateix període ha perdut un 21%, l'Ibex 35 ha sofert una pèrdua del 25%, l'Eurostox un 31%, però la pèrdua de Criteria ha estat del 38% sobre el preu inicial, malgrat que els valors cotitzats que integren la cartera de Criteria s'hagin devaluat menys que l'Ibex i l'Eurostox al llarg de 2008.

Entre els fets inversors rellevants de Criteria cal esmentar la compra d'una participació d'un 10% del banc xinés Bank of East Asia i la compra d'un 20% de la societat mexicana Grupo Financer Inbursa (uns 1.500 milions d'euros), compres que el mercat no ha apreciat.

L'OPV Cibeles, el holding financer de CajaMadrid

A l'abril de 2008, CajaMadrid va desestimar l'emissió de quotes participatives i en canvi el Consell d'Administració va aprovar la sortida a borsa d'aproximadament un 30% d'una corporació financera denominada *Proyecto Cibeles*, que integri només les empreses de serveis financers del Grup CajaMadrid, valorada en uns 2.500 milions d'euros, i no les seves participacions industrials.

Amb la sortida a borsa CajaMadrid pretén captar 750 milions d'euros mitjançant probablement una fórmula mixta d'OPV (oferta pública de venda) i una OPS (oferta pública de subscripció). L'oferta s'espera que s'estructuri en dos trams, un institucional (entre el 60 i el 80% de les accions de l'oferta) i l'altre minorista (clients, empleats i directius pel 20 a 40% restant). En tot cas, la voluntat de CajaMadrid és la de mantenir el control del grup cotitzat amb una participació no inferior al 51%.

Atesa la crisi generalitzada del sistema financers, la OPV Cibeles sembla que es limitarà a tres participades (City National Bank, of Florida su Casita, la hipotecaria mexicana, i el 15% de Mapfre) tot exclouent la resta de participacions financeres (el banc privat Altae, la gestora de fons d'inversió i la de pensions). Aquestes dificultats fan pensar que el tram internacional de la OPVP Cibeles es limiti entre el 25 i el 35% de l'oferta i s'ampliï el tram minorista que, gràcies a la potència de la xarxa d'oficines, es puguin superar les dificultats de col·locació.

Per causa de la crisi financera internacional, l'OPV Cibeles, que pretenia sortir a borsa a la tardor de 2008 sospesa la possibilitat de retardar la seva sortida als mercats borsaris. Tota vegada que el *holding* neix amb vocació de representar a la matriu CajaMadrid als mercats borsaris, la composició del seu consell d'administració és objecte de negociació i de consens entre la cúpula financera i política de la caixa i els dos supervisors, el Banc d'Espanya i la Comissió Nacional de Valors. En tot cas, sembla que els quinze integrants del consell (inclosos els cinc 'independents') estarà integrat per persones amb una accentuada afinitat amb el govern de la Comunitat de Madrid.

La CAM estrena emissió de quotes participatives

La Caja de Ahorros del Mediterráneo, la CAM, farà història per haver estrenat en el mercat borsari espanyol la primera emissió de quotes participatives. La sortida a borsa de la CAM és significativa ja que pot obrir la porta a altres caixes d'estalvi que han mostrat en alguna ocasió el seu interès per sortir a borsa: Caixa Galícia, Caixanova, Caja Murcia i abans CajaMadrid. La CAM ha estat molt valenta –tal com deia Juan Ramón Quintás, president de la CECA–, al sortir a borsa en un moment de gran turbulència en els mercats financers.

La CAM ha emès inicialment 50 milions de quotes participatives nominatives de 2 euros de valor nominal cadascuna, que representen el 7,5% del patrimoni de la CAM després de la OPV.

D'acord amb l'estimació del valor econòmic de la CAM per import de 4.000 milions d'euros, l'emissió de quotes es va establir en 324 milions, amb un

nominal de 100 i una prima d'emissió de 224 milions d'euros, de manera que resultava un preu indicatiu de 6,48 euros per quota. Finalment, el preu de sortida ha estat de 5,84 euros (la part més baixa de la forquilla, entre 5,84 i 7,30 euros), de manera que la prima d'emissió només ha estat de 192 milions d'euros (gairebé el doble del valor nominal, assignant-se 78 milions al Fons de reserva dels quotapartícips i 114 milions a Reserves generals de la CAM), tot i així el preu de subscripció suposa un PER (relació entre la cotització, en aquest cas de la quota participativa, i els beneficis de l'entitat, en aquest cas la CAM) de 9,33 vegades. Un PER similar al de l'Ibex 35 (actualment d'un 9,5) però força per damunt del que tenen entitats financeres comparables.

Els 50 milions de quotes participatives de la OPS han estat assignats en un 65,6% al tram minorista (uns 43.000 subscriptors), un 3,4% als empleats i un 31% a inversors qualificats (nacionals i internacionals) entre els quals més d'una desena de caixes d'estalvi, les quals han tingut un paper decisiu en la seva col·locació, mentre que hi hagut un escàs interès dels inversors internacionals.

El pagament del dividend (en efectiu) és, d'acord amb la legislació, del 50% del 7,5% del benefici net de CajaMadrid individual, i aquest percentatge, al haver de ser com a mínim equivalent al que es destina a l'Obra Social, i haurà de ser com a mínim del 23%, equivalent al percentatge que la CAM destina a Obra Social.

La CAM ha comptat en el disseny de l'OPS de quotes participatives des de bancs d'inversió (Lheman Brothers, com a director del projecte), consultors (Asesores Financieros Internacionales, AFI, com a coordinador, PriceWaterhouseCoopers, per a l'estimació del valor econòmic i de la prima d'emissió), bufets d'advocats (Uría & Menéndez i Link Laters, com a assessors legals) i auditors (KPMG, que és també l'auditor de la CAM).

La OPS de la CAM –assessorada pels serveis de Lehman Brothers, entitat coordinadora global (avui desapareguda del mapa per causa de la crisi dels bancs d'inversió); per Analistas Financieros Internacionales (AFI) i per Ahorro Corporación y Gestión de Activos del Mediterráneo (GESAMED), com a entitat col·locadora- es va estrenar a la borsa el 23 de juliol de 2008 i va tancar al mateix preu que la sortida, 5,84 euros per quota participativa. La seva cotització en els tres mesos que té de vida ha oscil·lat entre un mínim de 4,80 euros l'1 de setembre i màxims de 5,85 el dia de sortida i de 5,83 euros a finals de setembre. També és cert que els volums de contractació negociats han estat molt fluixos, i la CAM va elegir Lehman Brothers Interna-

tional Europe com a agent estabilitzador del valors, el qual opera a través de MB Capital Markets, que ha estat el major operador en tot aquest temps, amb gairebé un 50% de tot el volum de contractació.

REFERÈNCIES DOCUMENTALS

QUOTES PARTICIPATIVES, LES CAIXES D'ESTALVI EN VENDA

¹ La Llei 19/2003, coneguda com *la Llei de prevenció del blanqueig de diner*, estableix que les accions preferents s'emetin des d'Espanya o des de qualsevol altre país de la Unió Europea i amb el mateix règim fiscal favorable.

² Llei 44/2002, de 22 de novembre, de mesures de reforma del sistema financer.

³ Legislació afecta:

- Reial Decret 302/2004, de 20 de febrer, sobre quotes participatives de les caixes d'estalvi.
- Reial Decret 664/1990, de 25 de maig, sobre quotes participatives de les caixes d'estalvi.
- Llei 44/2002, de 22 de novembre, de Mesures de Reforma del Sistema Financer (la coneguda 'Llei Financera').
- Llei 13/1985, de 25 de maig, de coeficients d'inversió, recursos propis i obligacions d'informació dels intermediaris financers (Llei actualitzada).