

FINANCIACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORRO: LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

✍ EVA FERRADA LAVALL

Abogada ()*

1. INTRODUCCIÓN

Las Cajas de Ahorro controlan en la actualidad alrededor del 50% del mercado financiero español. Sin embargo, debido a su origen fundacional y a su peculiar estatuto jurídico, tienen una clara desventaja competitiva frente a los bancos, ya que no pueden emitir capital ni acudir a los mercados por esta vía para captar fondos e incrementar sus recursos propios de primera categoría.

Tradicionalmente, las Cajas de Ahorro han crecido fundamentalmente a través de tres vías: (i) orgánicamente, es decir, a través del incremento de sus reservas con cargo a los beneficios de cada ejercicio; (ii) a través de fusiones que les han permitido aflorar reservas; y (iii) a través de emisiones de deuda subordinada. Obviamente, éstas son vías limitadas y no suplen el beneficio del que disponen los bancos de acudir al mercado en cualquier momento con aumentos de capital para aumentar los fondos propios de primera categoría y mejorar su ratio de solvencia. La necesidad de dotar a las Cajas de Ahorro de un instrumento financiero que les proporcione las ventajas que para los bancos supone la emisión de capital era una necesidad muy sentida entre ellas, sobre todo ante la cada vez más feroz competencia del mercado financiero español.

Con el fin de paliar esta deficiencia, en 1988 se introdujo en nuestro ordenamiento la figura de las cuotas participativas mediante la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros (la «Ley 13/1985»), posteriormente desarrollado por el Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre Cuotas Participativas de las Cajas de Ahorro. El fracaso de esta normativa fue absoluto, ya que ninguna Caja de Ahorro ha emitido cuotas participativas desde su promulgación¹ debido, fundamentalmente, a dos razones: (i) la complejidad, elevado coste y rigidez del régimen jurídico de las cuotas participativas frente a la flexibilidad y menor coste de las emisiones de deuda subordinada, así como, una vez agotados los límites para la emisión de deuda subordinada, de las participaciones preferentes, instrumento financiero que computa como recursos propios de primera categoría y que las Cajas de Ahorro empezaron a emitir a través de filiales extranjeras en el año 1998; y (ii) a las reticencias que gran parte del sector de las Cajas de Ahorro y de la clase política han tenido siempre hacia las cuotas participativas, que, pese a carecer de todo derecho político, tradicionalmente han sido percibidas como una posible vía de privatización de las Cajas.

(*) Del Departamento de Derecho Mercantil de Uría & Menéndez.

¹ La excepción que confirma la regla fue la emisión de cuotas asociativas (que únicamente podían ser suscritas por las propias Cajas) que en 1998 realizó la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

A principios del año 2000 alguna Caja mostró su interés en emitir cuotas participativas al amparo del Real Decreto 664/1990. Ante esta situación, y el fracaso de la regulación existente sobre estos valores, se reabrió el debate sobre las cuotas y volvieron a surgir las suspicacias sobre la posible utilización de este valor como vía de entrada en las Cajas de empresas privadas, fundamentalmente bancos.

En el debate propiciado a partir del año 2000 sobre las cuotas participativas subyacían dos concepciones distintas de estos valores: (i) una que propugnaba que las cuotas sean una especie de «acciones sin voto», más cercanas al capital social de las sociedades anónimas y en la que la obra benéfico social (OBS) de la Caja se erige en «socio» de la entidad cuyos derechos han de ser protegidos frente a los de los cotaparticipes; y (ii) otra partidaria de configurar las cuotas como un producto más cercano a las obligaciones o a las participaciones preferentes, cuya retribución dependería de la evolución de los beneficios de cada Caja emisora.

Finalmente, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero modificó en su artículo 14 el artículo 7 de la Ley 13/1985 e introdujo una nueva regulación sobre las cuotas participativas², en la que el legislador se ha inclinado por una concepción de las cuotas cercana a las «acciones sin voto». En el momento de redactar este trabajo estaba en fase de remisión al Consejo de Estado un borrador del Real Decreto de desarrollo de las cuotas participativas que probablemente se promulgue en breve.

Hasta la fecha, ninguna Caja de Ahorro ha emitido cuotas participativas al amparo de su nueva regulación y no parece probable que se inicie emisión alguna hasta que se promulgue el Real Decreto de desarrollo³.

En este artículo analizaremos las principales características de las cuotas participativas, incluyendo referencias al actual borrador del Real Decreto de desarrollo, y apuntaremos, allí donde sea posible, algunas propuestas sobre cuestiones no reguladas en la Ley 13/1985 y que pueden resultar de relevancia práctica.

2. CONCEPTO Y PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

Las cuotas participativas son valores negociables que únicamente pueden ser emitidos por las Cajas de Ahorro y que presentan las siguientes características básicas:

- (i) Computan como recursos propios de primera categoría del Grupo de la Caja emisora y sus fondos se aplican a compensar pérdidas de la Caja en la misma proporción que su fondo fundacional y sus reservas.
- (ii) Únicamente pueden ser desembolsadas mediante aportaciones dinerarias que deben quedar íntegramente efectuadas en el momento de su suscripción. Esto es, no se permiten los «dividendos pasivos» en las cuotas participativas.
- (iii) Tienen una duración indefinida, si bien cabe su amortización en determinados supuestos analizados más adelante.
- (iv) De acuerdo con el artículo 270 del Reglamento del Registro Mercantil, la emisión de cuotas deberá inscribirse en el Registro Mercantil.
- (v) Son valores nominativos que necesariamente han de estar cotizados en un mercado secundario organizado.

Tras un periodo de incertidumbre en el que no estaba claro si las cuotas cotizarían en Bolsa o en el Mercado A.I.A.F. de Renta Fija⁴, el actual

² La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero no ha derogado expresamente el Real Decreto 664/1990, por lo que éste será de aplicación en todas aquellas cuestiones que no sean contrarias o incompatibles con la regulación de la Ley 13/1985. De acuerdo con la actual redacción del borrador de Real Decreto de desarrollo del art. 7 de la Ley 13/1985, el Real Decreto 664/1990 quedará expresamente derogado con la promulgación del nuevo.

³ La nueva normativa ha sido acogida con división de opiniones. Algunas Cajas han manifestado su intención de emitir. Otras han indicado públicamente su clara reticencia hacia las cuotas participativas. En particular, BBK y Kutxa ya han modificado sus Estatutos sociales para reforzar los quórum para emitir cuotas.

⁴ El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores manifestó públicamente en diciembre de 2002 que la ubicación natural de las cuotas participativas sería la Bolsa, frente a la reticencia de algunas Cajas que asimilan este mercado con el mundo de las privatizaciones. En esta pugna inicial, hoy ya resuelta, por la elección del mercado más adecuado, la Bol-

borrador del Real Decreto de desarrollo de las cuotas participativas opta por las Bolsas de Valores, incluyendo la posibilidad de que las cuotas coticen en otros mercados o sistemas organizados de negociación, tanto españoles como extranjeros, en los que esté autorizada la admisión a negociación de valores de renta variable. La opción de la Bolsa como el mercado natural para la cotización de las cuotas participativas es coherente con una concepción de estos valores como «acciones sin voto».

- (vi) Dado que las cuotas participativas son valores negociables, su emisión en España estará sujeta al régimen previsto en el Real Decreto 291/1992, de 27 de mayo, sobre Emisiones y Ofertas Públicas de Venta de Valores, por lo que será necesario su registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos del mencionado Real Decreto.

3. FONDOS CREADOS CON OCASIÓN DE LA EMISIÓN DE CUOTAS PARTICIPATIVAS

Como consecuencia de la emisión de cuotas participativas se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables que integrarán el pasivo de la Caja emisora:

- (i) *Fondo de Participación*, que es igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas emitidas. El Fondo de Participación sólo podrá ser distribuido entre los cuotapartícipes en el momento de la amortización de las cuotas o de liquidación de la Caja.
- (ii) *Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes*, que es el fondo integrado: a) por el porcentaje del excedente de libre disposición de la Caja emisora correspondiente a las cuotas participativas («Excedente de las Cuotas», tal y como se define más adelante) que no sea destinado al Fondo de Estabilización ni sea satisfecho efectivamente a los cuotapartícipes; y b) por un porcentaje del importe de la prima de emisión de las cuotas (en relación con la prima de emisión, véase el apartado 5.2. posterior).

La Ley 13/1985 no prevé la distribución de este fondo entre los cuotapartícipes, salvo en los

casos de amortización de la emisión o de liquidación de la Caja. No obstante, de acuerdo con el último borrador de Real Decreto de desarrollo, el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes podrá distribuirse en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y, en caso de existir, previa aprobación del sindicato de cuotapartícipes.

- (iii) *Fondo de Estabilización*, que es el fondo que se dota con el porcentaje del Excedente de las Cuotas que cada año decide la Asamblea y cuyos recursos pueden ser distribuidos por la Caja entre los cuotapartícipes para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas participativas. La creación de este fondo es optativa para la Caja.

Tanto el Fondo de Participación como el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes computan como recursos propios de primera categoría del Grupo de la Caja emisora. Por el contrario, el Fondo de Estabilización no computa como recursos propios.

Los fondos creados con ocasión de la emisión de cuotas participativas pertenecen a los titulares de las cuotas y son independientes de las demás partidas del pasivo de la Caja. En otras palabras, con carácter general, no es posible pasar recursos de los fondos de las cuotas a las reservas generales, fondo fundacional o demás partidas del pasivo de las Cajas y, en sentido inverso, tampoco es posible dotar los fondos de las cuotas con cargo a ninguna otra partida de la Caja. Del mismo modo, no se permite distribuir a los cuotapartícipes ningún importe que no proceda de sus fondos, ni destinar los fondos creados con ocasión de una emisión a un fin ajeno a los propios cuotapartícipes. Las excepciones a esta regla de total independencia de los fondos de las cuotas y demás partidas del pasivo de las Cajas son: (i) que los fondos de las cuotas participativas se aplican a la compensación de pérdidas en la misma proporción y orden que el fondo fundacional y las reservas de la Caja; y (ii) que, de acuerdo con el actual borrador del Real Decreto de desarrollo de las cuotas, las modificaciones en el valor contable de activos, pasivos o compromisos de la Caja emisora que tengan como contrapartida cuentas de reserva se imputarán proporcionalmente

sa contaba con la ventaja de tener experiencia en la cotización de valores nominativos y de disponer de un sistema operativo al efecto, mientras que en el Mercado A.I.A.F. de Renta Fija no cotizan valores de este tipo.

al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y a las reservas generales.

Por otra parte, se plantea la cuestión de si en cada emisión de cuotas participativas se constituirán estos tres fondos (o dos, en caso de que no exista Fondo de Estabilización) o, si por el contrario, existirán unos únicos fondos para todas las emisiones de cuotas participativas que realice cada Caja. Ni la Ley 13/1985, ni los primeros borradores de la legislación de desarrollo de las cuotas resuelven esta cuestión. No obstante, de acuerdo con el último borrador del Real Decreto sobre cuotas, parece que cada emisión de cuotas participativas tendrá sus propios fondos diferenciados de otras emisiones de este tipo de valores.

4. DERECHOS DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

4.1. Derechos políticos

Las cuotas participativas carecen de todo derecho político. Ésta ha sido la gran obsesión, tanto de muchas Cajas como de gran parte de la clase política, para evitar cualquier utilización de las cuotas participativas como vía de privatización de las Cajas y, sobre todo, para evitar la entrada masiva de los bancos en los fondos propios de estas entidades. Esta obsesión ha llevado al legislador a incluir en la Ley 13/1985 una incoherente previsión de amortización automática para el supuesto de una futura modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes. Es decir, el legislador ha dejado muy claro que las cuotas no tienen derechos políticos, pero a la vez ha previsto que «si alguna vez los tienen», lo cual sólo podrá ocurrir si el propio legislador decide otorgárselos (y de ahí la incoherencia de esta norma), las cuotas deberán ser amortizadas.

No obstante la total ausencia de derechos políticos, en la fase final de la tramitación parlamentaria de la regulación de las cuotas, el Grupo Popular introdujo un atisbo de derecho político al permitir la creación de un sindicato de cuotapartícipes cuyo presidente tendrá voz en la Asamblea General de la Caja, pero en ningún caso derecho de voto.

4.2. Derechos económicos

Las cuotas participativas otorgan a sus titulares los derechos económicos que se señalan en los epígrafes siguientes.

4.2.1. Participación en el reparto del excedente de libre disposición de la Caja

La participación de las cuotas participativas en el reparto del excedente de libre disposición de la Caja (diferencia entre el beneficio bruto y la previsión para impuestos) es la que resulta de aplicar la siguiente fórmula:

$$EC = \frac{VCC}{P + VCC}, \text{ donde:}$$

EC = Excedente de las Cuotas o porcentaje de los excedentes de libre disposición correspondiente a las cuotas participativas cada año.

VCC = Volumen de cuotas en circulación que es igual a la suma del Fondo de Participación, del Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y del Fondo de Estabilización de las emisiones de las cuotas participativas en circulación.

P = Patrimonio de la Caja que se corresponde con el Fondo Fundacional, las reservas generales de la Caja y el fondo para riesgos generales de la Caja.

Cada año la Asamblea General de la Caja aprobará, sujeto a las limitaciones más adelante indicadas, la distribución del Excedente de las Cuotas entre los siguientes tres destinos:

- (i) Cantidades que deben ser satisfechas efectivamente a los cuotapartícipes (la «Retribución Efectiva»). Adicionalmente, la Asamblea General de la Caja podrá aprobar cada año un Retribución Efectiva con cargo al Fondo de Estabilización;
- (ii) El Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes; y
- (iii) El Fondo de Estabilización.

En relación con el punto (i) anterior, la reforma de la Ley 13/1985 ha introducido como derecho expreso de los cuotapartícipes la «percepción de una retribución de carácter variable» con cargo al Excedente de las Cuotas o, en caso de existir, al Fondo de Estabilización. En otras palabras, el legislador ha previsto una especie de «dividendo» obligatorio en favor de los cuotapartícipes (sujeto a algunos límites) a modo de compensación por la ausencia de derechos políticos. De forma similar, los titulares de acciones sin voto tienen derecho a la percepción de un dividendo anual mínimo.

Además de esta Retribución Efectiva con cargo al Excedente de las Cuotas o al Fondo de Estabilización, el actual borrador de Real Decreto de desarro-

llo de las cuotas participativas prevé los siguientes dos supuestos adicionales de retribución líquida en favor de los cuotapartícipes:

- (i) Retribución con cargo al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes; como ya se ha mencionado, la Caja podría aprobar una distribución de este Fondo a los cuotapartícipes en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y previa aprobación, en caso de existir, del sindicato de cuotapartícipes; y
- (ii) Distribución de cantidades a cuenta de la Retribución Efectiva, con un régimen similar al previsto en la Ley de Sociedades Anónimas para la distribución de dividendos a cuenta.

La libertad de la Asamblea General para distribuir el Excedente de las Cuotas entre los Fondos de Reservas de los Cuotapartícipes y Estabilización y la Retribución Efectiva, está sujeta a varias limitaciones:

- (i) De acuerdo con la Ley 13/1985, la Asamblea General deberá «tener en cuenta el coeficiente de solvencia a la hora de realizar tal distribución [del Excedente de las Cuotas]». La Ley no concreta los criterios a los que debe ceñirse la Caja para el cumplimiento de esta previsión y en los borradores de la legislación de desarrollo no hay mención alguna a esta cuestión. Por ello, entendemos que en cada distribución del Excedente de las Cuotas la Asamblea deberá justificar el cumplimiento de este criterio.
- (ii) La Ley 13/1985 prevé que cuando en un año la Caja de Ahorro emisora o su grupo consolidado presente un déficit de recursos propios sobre

el mínimo legalmente exigido, el 100% del Excedente de las Cuotas se destinará al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. En estos casos, la aprobación por la Asamblea General de una Retribución Efectiva (o «dividendo») con cargo al Fondo de Estabilización requerirá la previa autorización del Banco de España⁵.

- (iii) En algunas normativas autonómicas la distribución del Excedente de las Cuotas requiere la previa autorización de la autoridad autonómica competente⁶.
- (iv) De acuerdo con los términos habituales de las emisiones de participaciones preferentes realizadas hasta la fecha, si la Caja emisora o una entidad de su Grupo emite participaciones preferentes con la garantía de la Caja que computan como recursos propios de primera categoría, no se abonará Retribución Efectiva a los cuotapartícipes si en el ejercicio en curso no se hubiese abonado en su totalidad a los titulares de las participaciones preferentes alguna o varias de las remuneraciones que les corresponde. No obstante, en estos casos la Caja emisora sí podrá abonar una Retribución Efectiva a los cuotapartícipes con cargo al Fondo de Estabilización⁷.

Finalmente, el apartado 12 del artículo 7 de la Ley 13/1985 recoge una habilitación expresa al Gobierno para regular los criterios de distribución de la Retribución Efectiva. En este sentido, el actual borrador del Real Decreto sobre cuotas prevé: (i) unos límites mínimo y máximo de la Retribución Efectiva anual, según los cuales ésta no podrá ser inferior al porcentaje que, sobre su parte en el excedente, se atribuya a la OBS, ni superior al 50%⁸; y

⁵ El Real Decreto 664/1990 preveía una limitación a la retribución para el caso de que la Caja emisora no presentase un déficit de recursos propios pero sí pérdidas. La reforma del art. 7 de la Ley 13/1985 regula específicamente las restricciones a la retribución de las cuotas, sin incluir ninguna mención al supuesto de pérdidas, por lo que parece que, a pesar del que el Real Decreto 664/1990 no ha sido expresamente derogado, dicha restricción no es de aplicación. En otras palabras, si hay pérdidas pero no déficit de recursos propios se puede dar un «dividendo» al cuotapartícipe con cargo al Fondo de Estabilización sin límite alguno y sin necesidad de autorización por el Banco de España.

⁶ Por ejemplo, la Ley 4/1996, de 31 de mayo, del Parlamento de Galicia sobre Cajas de Ahorro requiere la previa autorización de la Consellería de Economía y Hacienda de la Xunta de Galicia.

⁷ Adicionalmente, los términos habituales de las emisiones de participaciones preferentes prevén una posibilidad adicional de abono de Retribución Efectiva en estos casos, mediante la distribución de valores de la Caja que se sitúen en orden de prelación por detrás de las obligaciones de esta entidad derivadas de la emisión de participaciones preferentes o de la garantía otorgada por la Caja en relación con dicha emisión de participaciones preferentes.

⁸ De acuerdo con los arts. 11.4 y 11.5 de la Ley 13/1985, las Cajas de Ahorro destinarán a reservas o a fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, como mínimo, el 50% del excedente resultante de sustraer a los excedentes de libre

(ii) que la Caja emisora deberá incluir en el acuerdo de emisión la dotación prevista del Fondo de Estabilización, así como la aplicación de sus recursos a la retribución de las cuotas, quedando por tanto la distribución del Excedente de las Cuotas y de la Retribución Efectiva afectadas por lo previsto en el acuerdo de emisión en relación con el Fondo de Estabilización. Si bien será necesario esperar a la redacción definitiva del Real Decreto para comprobar el alcance final de estas restricciones, sería deseable que el legislador no impusiera restricciones excesivas a la libertad de la Caja para la determinación de la Retribución Efectiva, ya que dichas restricciones podrían convertir las cuotas en un instrumento demasiado rígido que no permita a las Cajas de Ahorro adaptarse en cada momento a las condiciones de mercado de retribución de los instrumentos financieros y a sus propias necesidades de recursos propios.

4.2.2. Derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones de cuotas participativas

La Ley otorga a los titulares de las cuotas un derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones de cuotas participativas. La Ley prevé la posibilidad de la suspensión de este derecho «en los términos legalmente previstos». De acuerdo con el actual borrador de la legislación de desarrollo de las cuotas, este derecho podrá ser excluido:

- (i) Cuando el interés de la Caja así lo exija;
- (ii) Previa inclusión de esta posibilidad en la convocatoria de la reunión del órgano que haya de decidir sobre la suspensión del derecho;
- (iii) Haciendo una estimación del valor teórico de los derechos de suscripción preferente que se pretenden suprimir. No se incluye como requisito para la exclusión la necesidad de emitir las cuotas a valor real o «valor razonable» (como sí ocurre, con carácter general, para las sociedades anónimas), ya que las cuotas deberán emitirse a «valor real» en casi todos los supuestos, haya o no exclusión del derecho de suscripción preferente, tal y como veremos más adelante; y
- (iv) Previa aprobación, en caso de existir, del sindicato de cuotapartícipes. La creación del sindicato de cuotapartícipes es optativa para la

Caja emisora. Por ello, si la Caja optase por no crear el sindicato, no sería necesario obtener ningún consentimiento de los cuotapartícipes, mientras que si la Caja decidiese conceder a los cuotapartícipes el beneficio del sindicato se estaría auto imponiendo la carga de obtener su consentimiento para proceder a la exclusión del derecho de suscripción. Si finalmente se mantiene, este requisito podría restar rapidez y flexibilidad a la emisión de cuotas con exclusión del derecho de suscripción y podría desincentivar la creación del sindicato de cuotapartícipes.

4.2.3. Obtención del valor liquidativo de las cuotas en caso de liquidación de la Caja emisora

Por *valor liquidativo* se entiende la parte que corresponde a cada cuota participativa del Fondo de Participación, del Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y del Fondo de Estabilización, minorada o incrementada por la parte que le sea atribuible de la pérdida o beneficio del balance de liquidación no distribuido anteriormente.

4.2.4. Obtención, en los casos de amortización descritos en los apartados 6.4.b) (fusión) y 6.4.c) (amortización por sobrepasar los límites de autocartera) posteriores, del valor de mercado de las cuotas participativas

El *valor de mercado* se calcula como una media de cotización o, en caso de no ser posible determinar esa media, mediante la valoración efectuada por un auditor independiente elegido por sorteo (entendemos que por la propia Caja mediante un procedimiento con las suficientes garantías) de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo al propio auditor de la Caja.

5. EMISIÓN DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

5.1. Órgano competente

El órgano competente para emitir cuotas participativas es la Asamblea General de la Caja, que puede delegar esta competencia en el Consejo de Administración. Ésta es una de las principales mejoras introducidas en la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985, ya que con la regulación del Real Decreto 664/1990 no había delegación en el órgano de admi-

disposición el Excedente de las Cuotas, salvo en determinados casos excepcionales con la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. La parte del excedente no atribuido a las reservas se destinará a la obra benéfica social.

nistración, lo que hacía la emisión de cuotas inoperativa en la práctica.

De acuerdo con la redacción del artículo 7 de la Ley 13/1985, entendemos que la posibilidad de delegar la competencia de emitir cuotas participativas en el Consejo de Administración de la Caja incluye también la posibilidad de delegar la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente y de acordar la creación del sindicato de cuotapartícipes. Sería conveniente que la legislación de desarrollo aclarara esta cuestión para asegurar un proceso ágil en la emisión de las cuotas. De acuerdo con el actual borrador de Real Decreto sobre cuotas, parece que ésta será la opción seguida por el legislador.

5.2. Prima de emisión

La novedad más importante incluida en la reforma de la regulación de las cuotas participativas es la relativa a la prima de emisión, tanto respecto a su necesidad, como a su cálculo y a su destino. En este sentido, el apartado 15 del artículo 7 de la Ley 13/1985 establece que la emisión de cuotas participativas:

«[...] 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 Reservas de los Cuotapartícipes en la proporción que determine el acuerdo de emisión. El punto de partida para la valoración de la prima de emisión será el valor económico de la Caja de Ahorro que deberá tener en cuenta, entre otros, el valor del fondo de comercio, plusvalías latentes y capacidad real de generación de beneficios en el futuro [...]»

La única conclusión que puede sacarse de la lectura de este apartado es que resulta imposible determinar cuándo debe emitirse con prima, ni cuál debe ser su importe (¿a qué derechos preexistentes se refiere la norma?, ¿qué significa punto de partida?, ¿cuáles son esos otros factores que hay que tener en cuenta? y, peor aún, ¿capacidad real de generación de beneficios en el futuro?).

Lo que parece claro a la vista de este artículo es que el legislador concibe la OBS de la Caja como un «socio» cuyos derechos hay que proteger frente a los derechos de los cuotapartícipes, evitando su posible «dilución» (*sic*) en las emisiones de cuotas participa-

tivas mediante la emisión con prima y a «valor real» (intuimos). No obstante, esta protección (cuya necesidad resulta clara en el caso de sociedades mercantiles en las que todos los socios participan en la totalidad de los recursos propios de la sociedad) no resulta evidente en el caso de las Cajas de Ahorro, en las que los cuotapartícipes únicamente participan en los fondos creados con ocasión de la emisión de las cuotas, sin que tengan ningún derecho sobre el resto de partidas del pasivo de la Caja (por ejemplo, fondo fundacional o reservas generales —a las que, como veremos, se destinará parte de la prima—).

En relación con la prima de emisión de las cuotas, es preciso analizar tres cuestiones distintas: necesidad de la prima, cálculo de la prima y asignación de la prima.

5.2.1. Necesidad de la prima

La Ley 13/1985 establece que la «emisión deberá efectuarse con prima cuando sea necesario para evitar la dilución de los derechos preexistentes sobre el patrimonio y sus excedentes futuros». No es fácil determinar, ni la Ley 13/1985 aporta ningún criterio al efecto, cuáles son los derechos preexistentes sobre el patrimonio de la Caja y, mucho menos, los excedentes futuros. La Ley 13/1985 tampoco da ninguna pista sobre a quién le corresponden esos derechos. Por ello, difícilmente se podrá determinar la necesidad de incluir una prima de emisión si se desconoce qué derechos y de quién se pretenden proteger con esta norma.

Parece que el legislador está pensando en que las Cajas de Ahorro tienen un fondo de comercio y plusvalías latentes no materializadas en su balance que se han generado a lo largo de los años y que corresponden a «los actuales socios» de la Caja (esto es, fundamentalmente, a la OBS). Estos fondos de comercio y plusvalías latentes contribuyen a la generación del beneficio anual. Por lo tanto, en la medida en la que a las cuotas les corresponde una parte del beneficio anual, deberán otorgar una contraprestación a la Caja a través de la prima de emisión por beneficiarse de dichos fondo de comercio y plusvalías.

5.2.2. Cálculo de la prima

Sobre los criterios a tener en cuenta para el cálculo de la prima, la Ley 13/1985 establece que «el punto de partida para la valoración de la prima de emisión será

el valor económico de la Caja de Ahorro que deberá tener en cuenta, *entre otros*, el valor del fondo de comercio, plusvalías latentes y *capacidad real de generación de beneficios en el futuro*». Como se ha indicado anteriormente, no está claro qué hay que valorar para determinar la prima de emisión.

Ante esta indeterminación de la Ley 13/1985, el actual borrador del Real Decreto de desarrollo de las cuotas participativas opta por establecer unos métodos para el cálculo del valor económico de la Caja emisora y del tipo de emisión. En resumen, estos métodos son los siguientes:

- (i) Cuando la emisión se realice en régimen de oferta pública y el procedimiento de colocación asegure que las ofertas se presenten en condiciones de transparencia y libre concurrencia, correspondiendo al menos el 20% del volumen de las peticiones a inversores institucionales (en este supuesto el legislador está pensando en un proceso de *book building*), el tipo de emisión será el que resulte de este procedimiento.
- (ii) Si el procedimiento de colocación no se corresponde con el descrito en el punto (i), el tipo de emisión será igual o superior a: a) para la primera emisión de cuotas, el mayor de los establecidos en dos informes elaborados uno por un auditor independiente elegido por sorteo de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo el de la Caja y el otro por un experto en valoración de entidades financieras elegido por la propia Caja; y b) para la segunda y sucesivas emisiones de cuotas participativas, el tipo de emisión establecido en el informe del auditor al que se refiere el punto a).

Como acabamos de ver, el borrador de Real Decreto sobre cuotas establece los métodos para el cálculo de los tipos de emisión de estos valores; no obstante, ni la Ley 13/1985 ni dicho borrador establecen cómo se ha de repartir el tipo de emisión de una cuota entre su valor nominal y prima de emisión (nótese además que cabe la emisión de distintas series de acciones con valores nominales distintos). La Ley 13/1985 establece que «el punto de partida para la valoración de la prima» será el valor económico de la Caja, por lo que una interpretación lógica de la Ley 13/1985 podría ser que (i) el valor nominal de la cuota debe corresponderse con el valor teórico contable de la Caja y (ii)

la prima de emisión con el *goodwill* de la entidad. En cualquier caso, sería aconsejable que la legislación de desarrollo aclarara esta cuestión.

En definitiva, la tarea de despejar la incertidumbre sobre el cálculo del tipo de emisión de las cuotas recaerá en la práctica sobre los auditores y los expertos encargados de valorar las Cajas de Ahorro con ocasión de cada emisión.

5.2.3. Asignación de la prima

La Ley 13/1985 establece que la «prima se asignará a las reservas generales de la Caja y al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes en la proporción que determine el acuerdo de emisión». La reforma introduce como gran novedad la asignación de una parte de la prima a las reservas generales de la Caja.

De acuerdo con esta previsión de la Ley 13/1985, un ejemplo práctico de reparto del tipo de emisión podría ser el siguiente: un cuotapartícipe desembolsa 100 por la suscripción de una cuota participativa, correspondiendo 40 al nominal (destinado al Fondo de Participación) y 60 a la prima; de esta prima de emisión 40 se asignan al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y 20 a las reservas generales de la Caja. Como se ha indicado previamente, los cuotapartícipes no tendrán ningún derecho sobre las reservas generales de la Caja y, por tanto, difícilmente podrán recuperar la parte del precio de emisión desembolsado que sea asignado a las reservas generales (20 en nuestro ejemplo).

Adicionalmente, esta distribución del tipo de emisión puede tener diversas consecuencias si se pone en relación, por ejemplo, con el precio de cotización. No está claro a qué precio van a cotizar las cuotas participativas tras su suscripción, pero si cotizasen a un precio más cercano a su valor liquidativo (80 en nuestro ejemplo) que a su valor desembolsado (100 en ese mismo ejemplo), el valor de la inversión del titular de las cuotas participativas se vería inmediatamente reducido tras la suscripción.

Nada dice la Ley 13/1985 sobre los criterios a seguir para determinar el porcentaje de reparto de la prima entre el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y las reservas generales de la Caja. Por su parte, el actual borrador de Real Decreto sobre cuotas prevé unas fórmulas para la distribución de la prima de emisión entre estas dos partidas.

5.3. Límite a la emisión de cuotas participativas

El volumen de cuotas participativas de una Caja de Ahorro en circulación no podrá exceder el 50% del patrimonio de la Caja, entendiéndose por «patrimonio» la suma del Fondo Fundacional, las reservas generales de la Caja y el fondo para riesgos bancarios generales⁹. Transitoriamente, hasta el 24 de noviembre de 2004, el volumen de cuotas de la Caja en circulación no podrá exceder el 25% de su patrimonio.

6. OTRAS CARACTERÍSTICAS DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

6.1. Límite a la tenencia de cuotas participativas

El apartado 7 del artículo 7 de la Ley 13/1985 establece que ninguna persona, natural o jurídica, o grupo económico, podrá ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes. La sanción por incumplimiento de esta restricción consiste en la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo económico incumplidor. Esta norma cuenta con una excepción aplicable al Fondo de Garantía de Depósitos u otras entidades del sector de las Cajas de Ahorro en determinadas situaciones y previa autorización del Banco de España.

Este límite es otra de las novedades de la regulación sobre cuotas y responde al temor del legislador a que las cuotas se concentren en un único titular que pueda ejercer una influencia significativa sobre la Caja. Esta previsión no es coherente con la propia regulación de las cuotas, ya que, como hemos visto, las cuotas no gozan de ningún derecho político y si los llegasen a tener debería procederse a su inmediata amortización.

En cuanto a la sanción prevista por incumplimiento de esta restricción, su aplicación se encuentra con dos problemas prácticos:

- (i) Control de la tenencia de una participación no superior al 5%. Las cuotas estarán admitidas a

negociación en un mercado secundario, siendo normalmente la entidad encargada de su registro contable la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores («IBERCLEAR») a través de las Entidades Participantes. A fecha de hoy no hay ningún sistema articulado, ni existen las previsiones legales necesarias, para que ni IBERCLEAR ni la Caja emisora puedan tener conocimiento de la identidad de los titulares de las cuotas en cada momento (y mucho menos de la participación indirecta o de los grupos económicos).

Por otra parte, la obtención de esta información depende de las Entidades Participantes que, amparándose en sus deberes de secreto, no siempre proporcionan la información sobre la identidad de sus clientes con valores depositados en sus cuentas de valores. Por ello, en la práctica no resulta posible asegurar el cumplimiento de esta obligación. Sería aconsejable establecer un sistema de comunicación de tenencia de cuotas similar al recogido en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias, de forma que fuera el propio titular de las cuotas participativas el obligado a comunicar al Banco de España su titularidad sobre cuotas a partir de ciertos umbrales, siendo este organismo el encargado de velar por el cumplimiento de la obligación legal. Ésta es la opción, con algunos matices, que sigue el actual borrador del Real Decreto de cuotas.

- (ii) Suspensión de los derechos económicos. Sería igualmente aconsejable que el Banco de España fuera el organismo encargado, una vez comprobado el incumplimiento de esta obligación, de adoptar la decisión de suspensión de los derechos económicos de las cuotas participativas afectadas y lo comunicara a la Caja emisora

⁹ La Disposición Adicional Tercera de la Ley 13/1985, introducida por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, en la que se recoge la regulación de las participaciones preferentes, incluye también un límite al número máximo de las participaciones preferentes que pueden ser emitidas (30% de los recursos propios básicos del Grupo o subgrupo consolidable). Nótese que la base de cálculo de estos límites es diferente para las cuotas y las participaciones preferentes, siendo más amplio en el caso de estas últimas (recursos propios básicos frente a la suma del fondo fundacional, reservas generales y fondo para riesgos bancarios generales).

para la adopción de las medidas pertinentes. Una vez comprobada por el Banco de España la finalización de la situación de incumplimiento, este organismo debería volver a comunicar a la Caja emisora el levantamiento de la sanción, para que la Caja pueda volver a adoptar las medidas oportunas. Ésta es, igualmente, la opción seguida por el último borrador del Real Decreto sobre cuotas participativas.

6.2. Autocartera de Cuotas

El artículo 7 de la Ley 13/1985 prevé, como novedad respecto del régimen anterior, la posibilidad de que las Cajas de Ahorro puedan tener autocartera de cuotas. El límite de esta autocartera para la Caja y su grupo consolidable es el mismo que el existente para las sociedades anónimas cotizadas, es decir, del 5% de las cuotas totales emitidas. Como en el caso de las sociedades anónimas, no está permitida la suscripción originaria de cuotas. El último borrador de la normativa de desarrollo prevé la aplicación supletoria de la regulación de la Ley de Sociedades Anónimas sobre autocartera de acciones a las cuotas participativas, en lo que sea compatible.

6.3. Sindicato de Cuotapartícipes

La Ley 13/1985 deja libertad a la Caja de Ahorro para decidir la creación de un sindicato de quotapartícipes con ocasión de la emisión de cuotas participativas. La Ley 13/1985 se remite a la legislación de desarrollo en relación con el contenido y funcionamiento de este sindicato. El actual borrador de Real Decreto sobre cuotas participativas desarrolla esta institución, cuyo funcionamiento será similar al de los sindicatos de obligacionistas de las sociedades anónimas y cuyas principales características serán, de acuerdo con este borrador, las siguientes:

- (i) El presidente del sindicato podrá acudir a las Asambleas Generales de la Caja con voz pero sin voto y podrá solicitar informes que interesen a los quotapartícipes;
- (ii) Será necesario el consentimiento del sindicato para la supresión del derecho de suscripción preferente en futuras emisiones, así como para proceder a la amortización de sus cuotas; y
- (iii) Los acuerdos se adoptarán, en primera convocatoria, por mayoría absoluta si asisten quotapartícipes que representen al menos dos tercios

de las cuotas en circulación y, en segunda convocatoria, por mayoría absoluta, cualquiera que sea el número de asistentes.

Nada dice el borrador de Real Decreto sobre si deberá crearse un único sindicato al que se incorporaran los titulares de las emisiones de cuotas que cada Caja realice en el futuro o si, por el contrario, se creará, en su caso, un sindicato de quotapartícipes diferente para cada emisión de cuotas. Lo lógico sería que cada emisión tuviera su propio sindicato, ya que los fondos de las cuotas serán distintos para cada emisión y no parece razonable que los titulares de unas cuotas voten sobre cuestiones que afectan a emisiones de cuotas distintas. No obstante, con la actual redacción del borrador de Real Decreto parece que el legislador está pensando en un único sindicato para todas las emisiones (así, por ejemplo, establece que los acuerdos del sindicato se adoptarán por «quotapartícipes que representen al menos las dos terceras partes de las cuotas en circulación», sin diferenciar entre emisiones).

6.4. Prelación de créditos

Los derechos de los titulares de cuotas participativas se sitúan, en orden de prelación:

- (i) *Pari passu* con otras emisiones de cuotas participativas de la Caja emisora y, en el supuesto de liquidación de la Caja, por delante de las OBS de la entidad, en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de la Caja; y
- (ii) Por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de la Caja emisora. En particular, las cuotas participativas se sitúan por detrás de las obligaciones de la Caja por la emisión de participaciones preferentes y deuda subordinada o de las garantías prestadas con respecto de emisiones de participaciones preferentes o de deuda subordinada llevadas a cabo por una filial de la Caja de Ahorro.

6.5. Amortización anticipada

El artículo 7 de la Ley 13/1985 prevé algunos supuestos de amortización anticipada de las cuotas participativas. A continuación se analizan estos casos, junto con otro supuesto de amortización previsto en el actual borrador de Real Decreto sobre cuotas.

6.5.1. Modificación del régimen jurídico de los derechos políticos

Como se ha mencionado anteriormente, el acuerdo de emisión de cuotas deberá incluir una cláusula de amortización automática para el supuesto de producirse una modificación en el régimen jurídico de los derechos políticos de los cuotapartícipes. Nada dice la Ley 13/1985 sobre cuál ha de ser el alcance de la modificación para que sea de aplicación la amortización automática, por lo que entendemos que cualquier modificación en el sentido de otorgar algún derecho político sería suficiente. En estos casos la amortización se llevará a cabo de acuerdo con un plan específico que deberá ser aprobado por el Banco de España con el fin de que no se vea afectada la solvencia de la Caja.

La relevancia práctica de esta previsión podría ser nula, ya que una regulación posterior podría, a la vez que modifica el régimen de los derechos políticos de las cuotas participativas, dejar sin efecto la obligación de amortización por esta causa.

6.5.2. Fusión

En los casos de fusión de la Caja de Ahorro emisora de cuotas participativas, la Caja otorgará a los cuotapartícipes el plazo de un mes, contado desde la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil, para que los cuotapartícipes puedan ceder sus cuotas a la entidad emisora. El precio de amortización en estos casos será el valor de mercado descrito en el epígrafe 4.2.4. anterior.

El régimen previsto en el artículo 7 de la Ley 13/1985 para las fusiones es un régimen general, aplicable, en principio, a todo tipo de fusión de la Caja emisora de cuotas. Su aplicación no ofrece dudas en el caso de que la Caja emisora sea la entidad absorbente. No obstante, este régimen no encaja en el caso de que la entidad emisora de las cuotas sea la entidad absorbida, ya que tras la inscripción de la fusión en el registro (momento en el que ha de otorgarse el plazo para que los cuotapartícipes cedan sus cuotas) la entidad absorbida ya no existirá como tal. Con el fin de paliar esta deficiencia, el actual borrador de Real Decreto sobre cuotas participativas prevé que las cuotas de las entidades que se extingan se canjearán por cuotas de la entidad resultante de la fusión. A estos efectos, el proyecto de fusión recogerá la relación de canje que

deberá asegurar que el valor económico de los derechos de los cuotapartícipes no se altere y que deberá ser informada favorablemente por el experto que audite el balance de fusión. Aunque el borrador de Real Decreto sobre cuotas no lo prevé expresamente, entendemos que los titulares de las nuevas cuotas tendrán, una vez canjeados sus valores, el mismo derecho a ceder las nuevas cuotas a la entidad resultante de la fusión, ya que en caso contrario se les estaría privando del derecho de cesión que la Ley 13/1985 recoge, sin distinciones, para todos los casos de fusión.

6.5.3. Amortización en caso de sobrepasar el límite de autocartera

En el caso de que la Caja emisora supere el límite de autocartera permitido (5% de las cuotas totales emitidas), la Caja deberá proceder a la enajenación o amortización del exceso sobre el límite permitido en el plazo máximo de tres meses. En este último caso, el precio de amortización será el valor de mercado descrito en el epígrafe 4.2.4. anterior.

6.5.4. Otros supuestos de amortización

El artículo 7 de la Ley 13/1985 no prevé ningún otro supuesto de amortización anticipada de las cuotas participativas. No obstante, en los borradores de Real Decreto de desarrollo de las cuotas se ha introducido un supuesto de amortización similar a la reducción de capital de las sociedades anónimas. En este nuevo supuesto, para la amortización anticipada de cuotas sería necesario:

- (i) Acuerdo previo de la Asamblea General de la Caja;
- (ii) Autorización del Banco de España y, en caso de existir, aprobación del sindicato de cuotapartícipes;
- (iii) Cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades anónimas para los acuerdos de reducción de capital, es decir, la publicación del acuerdo de amortización en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos y el derecho de oposición de los acreedores de la Caja cuyo crédito haya nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de amortización y no se encuentren adecuadamente garantizados (incluyendo a los impositores de la Caja). No está claro si resulta

aplicable a las cuotas participativas la previsión del apartado tercero del artículo 164 de la Ley de Sociedades Anónimas en virtud del cual cuando «la reducción implique amortización de acciones mediante reembolso a los accionistas y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados». En caso de que no haya sindicato de cuotapartícipes, entendemos que esta previsión no será de aplicación. No obstante, en caso de que sí exista sindicato, es posible que se requiera una votación separada de los cuotapartícipes afectados¹⁰; y

- (iv) Nada se ha previsto hasta la fecha sobre el precio de amortización a pagar al cuotapartícipe en estos casos. En el supuesto de que no exista sindicato de cuotapartícipes, al no tener los titulares de las cuotas ningún derecho de voto en el marco del sindicato para la aprobación del acuerdo de amortización, sería razonable que los cuotapartícipes percibiesen, como mínimo, el mayor del valor liquidativo y del valor de mercado de las cuotas participativas. Por el contrario, en el caso de que existiese un sindicato de cuotapartícipes que aprobase la amortización, ésta debería poder realizarse a cualquiera de estos dos valores.

7. CONSIDERACIONES FINALES

El legislador ha hecho un esfuerzo importante y meditado para promulgar una nueva regulación sobre las cuotas participativas. En este sentido, ha incluido algunas mejoras para hacer viable e incentivar la emisión de este tipo de valores (así, por ejemplo, posibilidad de delegar en el Consejo de Administración la facultad de emitir o posibilidad de autocartera). No obstante, es inevitable preguntarse si finalmente conseguirá su objetivo y se realizarán emisiones de este tipo de valores.

Lo cierto es que las cuotas participativas se encuentran en desventaja respecto de las participaciones preferentes, que son valores que igualmente pueden emitirse por las Cajas o sus Grupos y que computan como recursos propios de primera categoría. Efectivamente, (i) la regulación de las cuotas participativas es mucho más compleja y menos flexible que la de las participaciones preferentes, (ii) no existen precedentes de emisiones de cuotas, mientras que la emisión de participaciones preferentes está ya muy contrastada en nuestro ordenamiento y, finalmente, (iii) la emisión de cuotas es más costosa, tanto desde un punto de vista fiscal y financiero (las cuotas participativas tienen el mismo régimen fiscal que las acciones y, por ejemplo, están sujetas a operaciones societarias, mientras que las participaciones preferentes no lo están y, adicionalmente, la remuneración de las cuotas no es un gasto deducible, mientras que la remuneración a percibir por las participaciones preferentes sí lo es), como desde un punto de vista de gastos de la emisión (por ejemplo, gastos por informe de expertos —que pueden llegar a ser dos para una emisión—).

Desde la introducción de la nueva Disposición Adicional Tercera de la Ley 13/1985, en julio de 2003, reguladora de las participaciones preferentes, ya son varias las Cajas de Ahorro que han emitido este tipo de valores, mientras que ninguna Caja ha iniciado, de momento, una emisión de cuotas participativas desde la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985. Parece que las cuotas participativas van a competir con las participaciones preferentes y en esta carrera las participaciones preferentes cuentan con una posición privilegiada, por lo que sospechamos que las Cajas únicamente se plantearán emitir cuotas participativas una vez hayan agotado el límite de emisión de participaciones preferentes situado en el 30% de sus recursos propios.

¹⁰ El procedimiento previsto para este supuesto de amortización (dejando aparte el precio) difiere del régimen de amortización establecido, por ejemplo, para las participaciones preferentes. Efectivamente, para la amortización de participaciones preferentes la Disposición Adicional Tercera de la Ley 13/1985 únicamente requiere que hayan transcurrido cinco años desde la fecha de desembolso de la emisión y que la amortización sea autorizada por el Banco de España.