



FUNDACIÓN DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

LAS CAJAS DE AHORROS

MODELO DE NEGOCIO,
ESTRUCTURA DE PROPIEDAD
Y GOBIERNO CORPORATIVO

DIRECTORES

José Pérez Fernández

Lupicinio Rodríguez Jiménez

Alfredo Jiménez Fernández

PAPELES DE LA FUNDACIÓN

N.º 18



2.3. La estrategia competitiva	60
2.3.1. La adaptación a los cambios del sistema financiero: universalización y diversificación	
2.3.2. Crecimiento orgánico y vinculación territorial	
2.3.3. Concurrencia competitiva más soluciones cooperativas	
2.3.4. Las participaciones industriales	
2.4. La contribución de las Cajas de Ahorros a la competencia, estabilidad y desarrollo del sistema financiero	73
2.4.1. La contribución a la competencia del sistema financiero	
2.4.2. La contribución a la estabilidad del sistema financiero	
2.4.3. La contribución al desarrollo del sistema financiero	
2.4.4. El verdadero dividendo social de las Cajas de Ahorros	
2.5. Reflexiones y retos pendientes	79
2.5.1. La evidencia de dos décadas de concurrencia competitiva	
2.5.2. Los retos pendientes	
CAPÍTULO 3 Estructura de propiedad y misión	99
3.1. Diversidad y contingencia histórica de las formas de propiedad de las entidades crediticias en Europa	99
3.1.1. El origen de las cajas y los problemas de su adaptación al entorno actual	
3.1.2. La conversión de las Cajas de Ahorros en sociedades anónimas: un camino hacia la extinción	
3.1.3. La profundización del modelo original: un camino hacia la pervivencia	
3.1.4. Las consecuencias de la desaparición de las cajas: las pérdidas de la falta de «diversidad institucional»	
3.2. El modelo de propiedad de las Cajas de Ahorros españolas	116
3.2.1. Caracterización jurídica	
3.2.2. Ajustes de la normativa de las Cajas de Ahorros frente al cambio estructural en los mercados financieros	
3.2.3. El problema de la fusión entre cajas	
3.3. La capitalización de las Cajas de Ahorros	137
3.3.1. Perspectiva general	
3.3.2. Las cuotas participativas	
3.3.3. Las participaciones preferentes	
3.3.4. Debilidades y fortalezas de los nuevos instrumentos de capitalización	
3.4. El modelo de responsabilidad social de las Cajas de Ahorros: la obra social	144
3.4.1. La cultura corporativa de las Cajas de Ahorros	
3.4.2. La obra social	
3.4.3. La función social de la actividad financiera	
3.4.4. La dimensión social y medioambiental de las relaciones externas	



1. INTRODUCCIÓN

1.1. CONFIGURACIÓN BÁSICA Y PLASTICIDAD EVOLUTIVA DE LAS CAJAS DE AHORROS

Las Cajas de Ahorros españolas tienen más de siglo y medio de existencia, y en este periodo han mantenido una morfología básica: entidades financieras privadas que cumplen objetivos de carácter benéfico y social y tienen un neto vínculo territorial. El cometido empresarial de las cajas es doble, en cuanto que son establecimientos mercantiles que persiguen el beneficio para distribuirlo a lo largo del tiempo mediante una obra filantrópica. Su forma de propiedad es tal que quienes designan los titulares de los derechos de control corporativo no detentan para sí derecho económico alguno sobre los beneficios residuales corrientes, ni sobre los resultados acumulados en caso de liquidación. En este sentido puede decirse que las cajas no tienen propietarios legales directos, o si se prefiere, que los partícipes de sus excedentes empresariales son tan difusos como los beneficiarios potenciales de su obra social.

Estas características responden a lo que los anglosajones llaman *commercial nonprofit firms* (véase Hansmann, 1996). Esto es, instituciones con fines benéficos y sociales que derivan sus recursos regularmente (o extraordinariamente, en caso de liquidación) de los resultados de su actividad mercantil, a diferencia de las fundaciones que los obtienen de dotaciones o donaciones sistemáticas. Ello se corresponde con la denominación fundaciones-empresas, utilizada por algunos tra-

tadistas españoles, las cuales persiguen el beneficio como empresas en concurrencia con otras formas de propiedad (sociedades capitalistas y cooperativas), para distribuirlo a lo largo del tiempo en favor de sus objetivos sociales últimos.

A pesar de una vida tan prolongada, en la que repetidamente, y en condiciones muy diversas, han superado con éxito las pruebas de la supervivencia (epígrafe 2.1), la forma organizativa de las cajas españolas — modelo empresarial, naturaleza de la propiedad y estructura de gobierno — no ha dejado de suscitar cuestiones muy importantes acerca de su eficiencia y control, e incluso sobre su estabilidad y continuidad futura. La problemática principal que ha venido planteándose en los años recientes, puede decirse que gira en torno a la plasticidad evolutiva de su configuración fundamental; es decir, a la capacidad de desenvolvimiento y adaptación de las cajas para lograr sus objetivos en un entorno cambiante, sin sobresaltar su constitución.

Las transformaciones profundas del sistema financiero en el último cuarto de siglo han subrayado, en particular, las cuestiones acerca de la robustez interna de su hechura, o, dicho de otro modo, respecto a la vulnerabilidad de las Cajas de Ahorros frente a las grandes fuerzas del cambio de este tiempo — innovación técnica, avance financiero, apertura competitiva, globalización y nuevo enfoque de las regulaciones públicas—. En este contexto, el desempeño de las Cajas de Ahorros ha sido muy distinto en los diferentes países, en gran medida porque lo han sido los marcos de



regulación de partida y el carácter de las respuestas de las autoridades a la hora de adecuarlos para facilitar la capacidad de adaptación y evolución de las entidades (epígrafe 3.1). Por otra parte, conviene subrayar que denominaciones análogas se relacionan en la comparación internacional con formas de propiedad y estructuras de gobiernos muy distintas, bastantes de ellas más próximas a cooperativas o sociedades mutuales y otras a bancos públicos¹.

Hay sin duda una gran singularidad en el caso español, ya que, a diferencia de la mayoría de los países, el sector de las Cajas de Ahorro ha mostrado en el nuestro una pujanza y solidez renovadas en estos años de profunda transformación del negocio financiero. De hecho, lejos de perder posiciones, han reforzado notablemente su presencia en el sistema bancario español, y lo han hecho con mayor intensidad que en etapas anteriores de su historia. Como subraya este informe, la particularidad de la elevada presencia de las Cajas de Ahorro en nuestro país está lejos de constituir un anacronismo, y responde en gran medida al sentido de anticipación de las autoridades españolas, así como al enfoque sistemático seguido, desde 1977, al abordar los retos de las fuerzas del cambio. Ello se ha sumado a las preferencias sociales y a las capacidades empresariales evidenciadas en el sector de cajas.

1.2. EL ENFOQUE ESPAÑOL

Los interrogantes apuntados en la historia reciente de las Cajas de Ahorro españolas encontraron un motivo inicial en las incertidumbres abiertas por la liberalización del sistema financiero en la década de los ochenta y en los desafíos subsiguientes de la plena competencia competitiva. Todo ello se iba a producir tras un periodo muy dilatado de intervencionismo públi-

co restrictivo de la competencia, limitativo del ámbito de actividad y negocio de las cajas, y extraordinariamente rígido en la tutela de su gobierno, que había dejado reducido a mínimos su libertad de decisión y los incentivos de la iniciativa empresarial. Con estas condiciones de partida, estaba en cuestión el equipaje de gobierno y gestión de las cajas para: a) emprender con mayor autonomía las estrategias y orientaciones de negocio más adecuadas; b) lograr la eficiencia económica óptima para solventar los desafíos de la confrontación permanente en unos mercados en abierta competencia; c) solucionar los eventuales conflictos de su modelo empresarial — establecimiento mercantil con fines benéficos y sociales —; d) contar con las capacidades financieras oportunas, y, en fin, e) resolver pronta y ordenadamente las situaciones críticas que afectaran a la estabilidad de las entidades menos competitivas. Las actuaciones de las autoridades de regulación y supervisión, así como de los administradores de las Cajas de Ahorro, han estado resueltamente orientadas a sustanciar estas cuestiones. En este sentido, desde mediados de los años setenta, las cuestiones primordiales se han referido en España a la puesta a punto del modelo empresarial, orientación de negocio y gobierno corporativo de las Cajas de Ahorro, y muy raramente se han dirigido a poner en tela de juicio la naturaleza y estructura de su propiedad, considerada como una más de las que pueden cobijar la actividad bancaria.

El enfoque de las autoridades españolas ante la problemática de las cajas ha consistido, así, fundamentalmente: primero, y ante todo, en subrayar su naturaleza privada y la doble dimensión de entidades financieras que persiguen el beneficio para dedicarlo a objetivos benéficos y sociales. Segundo, en someter su actividad mercantil a las fuerzas estrictas de la competencia, equiparando legalmente sus capacidades operativas (y su tratamiento fiscal) con las restantes instituciones bancarias, cualquiera que fuera su forma de propiedad. Tercero, en procurar a todas ellas una gran flexibilidad de actuación en torno a un modelo de banca universal, para poder responder a las condiciones cambiantes del negocio. Cuarto, en reforzar su gobierno corporativo, dotándoles de autonomía, responsabilidad y transparencia en la gestión. Quinto, en acotar los riesgos inherentes a estas empresas sin propietarios directos — secuestro por los ejecutivos e interferencias políticas —, mediante una

¹ Un caso muy mencionado de mal desempeño y número elevado de insolvencias en la década de los ochenta, como es, por ejemplo, el de las *Saving and Loan Associations* americanas, no corresponde a una forma de propiedad como la de fundaciones-empresa (o *commercial nonprofit firms*), como la de las Cajas de Ahorro españolas, sino a la de mutuas que en ese tiempo, a diferencia de las *Mutual Savings and Loan Associations*, se habían ido transformando en sociedades propiedad de inversores, en un periodo en que los cambios de regulación y el entorno financiero acentuaron los riesgos de deriva moral de los administradores y propietarios. Lo cual no hace sino alertar sobre la problemática asociada a la transformación de la forma de propiedad de las empresas en sectores tales como el bancario.



participación plural y reglada de distintos grupos de intereses en la designación de los órganos efectivos de administración y control. Sexto, en dotar a éstos de la independencia necesaria para ejercer con diligencia y lealtad fiduciaria sus tareas de administración, en beneficio de los fines últimos de las entidades. Séptimo, en reconocer legalmente los vínculos territoriales de las cajas, al asignar responsabilidades de regulación y supervisión a las Comunidades Autónomas —especialmente en el ámbito de las funciones de protectorado y tutela—, sin constreñir su capacidad de expansión y competencia más allá de su territorio de origen. Octavo, en proveerlas de herramientas que ayuden a superar algunas de las debilidades inherentes a su forma de propiedad; básicamente, capacidad de recurso a los mercados de capitales —financiaciones subordinadas, participaciones preferentes y cuotas participativas—, así como instituciones de supervisión prudencial y pronta resolución de situaciones críticas —fondos de garantía de depósitos iguales a las de otras entidades bancarias—, que sean réplica, en parte, de los mecanismos de disciplina y corrección propios de los mercados de control empresarial.

En este enfoque, aplicado con grados desiguales de acabado por el legislador y por el conjunto de las autoridades españolas, late la idea, nada intervencionista ni jacobina, de que las formas de propiedad son diversas y contingentes, y que el criterio de eficiencia global, entendida en un sentido amplio (véase el epígrafe 2.2.3), tiene un papel decisivo en los complejos procesos de la selección social. Ello explica que sea heterogéneo el peso relativo que unas u otras formas de propiedad tienen en diferentes sectores y en distintos momentos históricos o países. En última instancia, la viabilidad, supervivencia y éxito relativo de las distintas formas organizativas y de propiedad están a la larga asociadas, primero, a su eficiencia a la hora de optimizar los resultados² de quienes operan con ellas mediante el ensamblaje eficaz del complejo de contratos que es la empresa, y, segundo, a su capacidad de minimizar los costes inherentes al ejercicio del control o propiedad de la firma —alinear intereses, adoptar decisiones colectivas, ejercer la supervisión oportuna de los gestores eje-

cutivos y, en fin, asumir los riesgos del negocio, atrayendo en su caso el concurso de capital necesario³—. La concurrencia competitiva y la disciplina de los mercados son, según dicho enfoque, los mecanismos que mejor facilitan el proceso de selección; y las políticas públicas deben velar porque ella se produzca sin distorsiones, mitigando los eventuales fallos de mercado.

Esta orientación básica de las autoridades españolas ha contrastado con la dominante en otros países, en los que se ha cuestionado radicalmente la estabilidad futura de estas instituciones y se ha procurado su transformación en sociedades anónimas cotizadas⁴. El patrón de referencia proporcionado por estos países ha sido utilizado, en ocasiones, para poner en cuestión el futuro del modelo empresarial y la forma de propiedad de las Cajas de Ahorros españolas, así como el propio enfoque seguido en nuestro país. Ello ha ocurrido con frecuencia a partir de la privatización de las empresas públicas —por analogía espuria— y, a veces, al socaire superficial de los pronunciamientos de algunos organismos internacionales o de las autoridades comunitarias europeas. Al hacerlo, no siempre se ha tenido en cuenta que, como ya ha sido reseñado, bajo denominaciones similares se encajan formas de propiedad diferentes a las de las cajas españolas, ni tampoco que los puntos de partida son con frecuencia diferentes, tanto en lo que concierne a las experiencias históricas en cuanto a capacidad de supervivencia y éxito del modelo empresarial, como en lo que respecta a la consideración de los costes y beneficios públicos de la decisión.

En relación a esto último conviene considerar, ante todo, hasta qué punto el modelo organizativo y la naturaleza de propiedad de las Cajas de Ahorros españolas

³ Véase Hansmann (1996).

⁴ Unas veces la transformación ha sido puramente formal en una primera fase: entidades públicas —por ejemplo, Caixa Geral en Portugal— se han transformado en sociedades anónimas de propiedad pública, y en una segunda fase, han sido parcial o totalmente privatizadas. Otras veces ha consistido en la transformación de cooperativas, o mutuas, en sociedades anónimas —caso de las *building societies* en el Reino Unido—, y en su eventual salida a bolsa. En otros casos, en los que la naturaleza era la de una fundación-empresa, se ha procedido a la separación de ambas partes —por ejemplo el *scorporo* de las Cassa di Risparmio en Italia—, dotando a la fundación con la cartera de acciones de la empresa bancaria convertida en sociedad anónima, e impulsando después la diversificación de la cartera fundacional mediante la venta de las acciones del establecimiento bancario y la adquisición de otras participaciones empresariales. Estos casos se analizan con detalle en los epígrafes 3.1.2 y 3.1.3.

² En términos de precio, calidad operativa, diversidad de servicios, satisfacción, confianza, estabilidad de la relación, grado de discriminación, etc.



1.6. EL ACCESO DE LAS CAJAS AL MERCADO DE CAPITALES

Las ineficiencias más importantes que tradicionalmente se han imputado a las Cajas de Ahorros, en su comparación con los bancos, son las asociadas a su falta de capacidad para acudir a los mercados y obtener capital con que reforzar sus recursos propios. En principio, no dispondrán de más fuentes que los beneficios retenidos y el endeudamiento subordinado. Por ello se señala habitualmente que las cajas, por la especial naturaleza de su forma de propiedad, pueden tener en principio menos elasticidad de respuesta que los bancos para atender un aumento rápido e intenso de la demanda de crédito, o para hacer frente a un fuerte deterioro del riesgo asumido, y a pérdidas inesperadas, que pongan en peligro su solvencia y la capacidad subsiguiente para un desarrollo sostenido de la actividad.

Cabe decir, que esto las obliga, primero, a ser más eficientes y competitivas, y a restringir la distribución de resultados a la obra social, para poder generar los recursos internos precisos para el desarrollo ajustado del negocio; segundo, a actuar de modo más prudente en la asunción del riesgo⁸, y, en cualquier caso, a disponer de un colchón más elevado de capital y reservas con que afrontar una u otra clase de imprevistos. Así, a priori, no parece claro el resultado del balance final (apartado 2.2.7). Con todo, puede afirmarse con certeza que, en un mundo abierto y competido, la escasa capacidad de acceso de las cajas a los mercados de capital acaba por constreñir la obra social, por dos vías; una, la pérdida de flexibilidad de su asignación en el tiempo mediante una política acorde de distribución de resultados y, otra, la rentabilidad inferior de los recursos propios derivada de la necesidad de mantener un colchón más elevado de reservas para poder atender imprevistos tales como los antes mencionados. En las condiciones mencionadas, buena parte de los interesados: gestores, empleados, depositantes, supervisores, y los propios administradores que representan el interés social, aparecerán generalmente alineados a favor de una mayor retención de

los beneficios de la actividad mercantil y de un exceso de recursos propios sobre los estrictamente necesarios en cada momento. Esto será especialmente cierto en tanto en cuanto la restricción de acceso a los mercados de capitales sea efectiva.

Sin embargo, el intenso avance de los mercados de capitales ha atenuado esta fuente de ineficiencias, o eficiencias, relativas de cajas y bancos, especialmente por lo que respecta al desarrollo y profundidad de mercado de instrumentos financieros de reasignación o participación en el riesgo. Baste mencionar la flexibilidad que las titulaciones de activos proporcionan para la mejor gestión de riesgos crediticios y de liquidez (epígrafe 2.2.1), y la que valores tales como las denominadas participaciones preferentes (epígrafe 3.3.3), y sobre todo las cuotas participativas (apartado 3.3.2), suministran a las Cajas de Ahorros para la obtención de recursos propios en los mercados de capitales, es decir para que los inversores compartan el riesgo y ventura de su actividad mercantil. Esto es especialmente trascendente porque permite una mayor eficiencia de las cajas en la utilización de su capital y reservas acumuladas y, sobre todo, más rendimiento y más flexibilidad de asignación en el tiempo para la obra social.

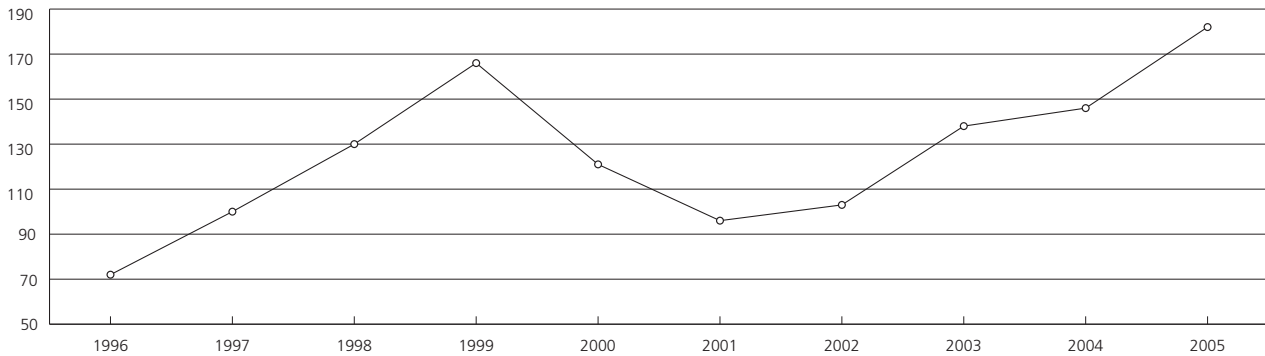
No obstante, para que ello alcance toda su virtualidad, es necesario, por una parte, que los reguladores y supervisores públicos se adecuen a la nueva realidad de los mercados de capitales, tanto en la normativa de retención de beneficios de las cajas, como en la exigencia efectiva de recursos propios excedentes, que habrá de ser menor cuanto mayor sea el acceso efectivo a los mercados para la obtención de recursos propios. Por otra parte, los administradores de las cajas habrán de revisar y establecer las políticas correspondientes en el mejor interés social, que no tiene por qué coincidir en todo momento con el particular de uno u otro grupo de interesados. El recurso a la emisión de cuotas participativas permite, además, que estos administradores dispongan de las evaluaciones y contrastes de la gestión efectuados externamente por los mercados de capitales.

En relación a la asignación de recursos propios, los peligros de la naturaleza de la forma de propiedad de las Cajas de Ahorros no discurren a la postre en una sola dirección: la falta de capitalización, ni por otra parte ésta es la más probable. En realidad, estas empre-

⁸ Lo que redundaría en una mayor confianza de los depositantes y otros acreedores y, por este lado, en la generación de más ingresos financieros netos.



GRÁFICO 35 Recursos extras por grupos consolidables (millones de euros)



Fuente: CECA

TABLA 9 Evolución de los requerimientos de recursos propios

RIESGOS	CRÉDITO Y CONTRAPARTE	TIPO DE CAMBIO Y CARTERA DE NEGOCIACIÓN	EXTRA GRUPO CONSOLIDABLE	TOTAL	CONSUMO DIRECTO	SUMA
1996	10.754	142	72	10.968	654	11.622
1997	12.442	174	100	12.716	1.180	13.896
1998	15.178	178	130	15.486	1.222	16.708
1999	18.035	243	166	18.444	2.690	21.134
2000	22.192	376	121	22.689	5.596	28.285
2001	25.500	617	96	26.213	6.803	33.016
2002	28.990	593	103	29.686	6.502	36.188
2003	32.824	633	138	33.595	6.219	39.814
2004	38.748	682	146	39.576	5.878	45.454
2005	47.993	951	182	49.126		
Tasa media	18,1%	21,2%	10,7%	15,6%	39,9%	18,8%

Fuente: CECA

TABLA 10 Recursos propios computables (millones de euros)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Recursos propios brutos	17.011	19.227	22.380	28.993	36.711	42.523	47.279	55.348	61.850	73.421
Fondos fund. y reservas propias	14.903	16.630	18.677	20.893	23.663	25.860	28.205	30.764	33.719	39.742
Participaciones preferentes	0	0	0	2.600	5.259	6.143	6.459	6.626	6.922	8.420
Financiaciones subordinadas	1.538	1.764	2.595	3.977	5.269	7.619	9.534	11.421	13.141	15.606
Otros	570	833	1.108	1.523	2.520	2.901	3.081	6.537	8.068	9.653
Deducciones ²⁵	-647	-1.149	-1.193	-2.742	-5.619	-6.897	-6.511	-6.247	-5.912	-4.955
Total recursos computables	16.364	18.078	21.187	26.251	31.092	35.626	40.768	49.101	55.938	68.466

Fuente: CECA

25 Se recogen aquí las deducciones de los recursos propios previstas en el artículo 21 del Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras



Además, frente a una tasa anual media de crecimiento del 11,5% de los recursos propios representados por las propias reservas (ya que, lógicamente, los fondos fundacionales permanecen constantes), porcentaje similar al del balance, el conjunto de recursos propios, sin considerar las deducciones, ha crecido a una tasa anual media del 17,8%. Es decir, el crecimiento de los recursos propios generado internamente, vía reservas, a un ritmo menor que los recursos requeridos para cubrir los riesgos del balance, ha conllevado necesariamente la apelación a otras vías, externas, tales como las participaciones preferentes y las obligaciones subordinadas.

Este hecho se pone de manifiesto más claramente al comparar la estructura de los recursos propios brutos existente en el año 2005, con la que se tenía en el año 1996. De la tabla 11 se deduce que el peso en los recursos propios de los generados internamente por las Cajas de Ahorros, vía reservas, ha descendido en 24,1 puntos porcentuales en el periodo considerado. Esta brecha ha sido ocupada por las participaciones preferentes (con especial intensidad en los años 1999 y 2000) y por las financiaciones subordinadas (todos los años, pero más intensamente en 2001 y 2002).

Del aumento de recursos propios experimentado en el conjunto del periodo, sólo el 47,7% corresponde a aumentos de reservas propias. Otro 43,2% corresponde al aumento conjunto por financiaciones subordinadas y participaciones preferentes, con el consiguiente coste adicional para las Cajas de Ahorros.

En los gráficos 36 y 37 se representa la evolución de los recursos propios computables, desglosando sus principales componentes, observándose la creciente impor-

tancia de las participaciones preferentes a partir de 1998. En 2002 se frena su espectacular crecimiento desde su aparición en el mercado, perdiendo siete décimas de punto en su peso relativo dentro de los recursos propios. En 2003 y 2004 continúa esta pérdida de participación relativa, que se recupera levemente en 2005, sin llegar a alcanzar el máximo registrado en 2001.

En cuanto a las financiaciones subordinadas, la trayectoria ha sido ascendente en todos los ejercicios, de modo que en 2005 alcanza el máximo de su participación relativa, con un 21,3% sobre los recursos propios brutos.

En el gráfico 38 se representa para cada año el aumento de recursos correspondiente a cada componente analizado, del que se desprende que en los años 1999 y 2000 el aumento de los recursos propios se fundamentó en las reservas propias y en las participaciones preferentes, en tanto que en los años 2001 y 2002 fueron las financiaciones subordinadas el principal complemento de las reservas. Desde entonces las tres partidas han mantenido un comportamiento más estable.

2.2.9. Política retributiva y empleo

La plantilla de empleados de las cajas ha mantenido una clara senda de crecimiento desde los comienzos del proceso de liberalización. En el gráfico 39 puede apreciarse una primera fase de crecimiento intenso que se extiende hasta 1990, en la que el sector absorbe los efectos de las reformas liberalizadoras en el ámbito

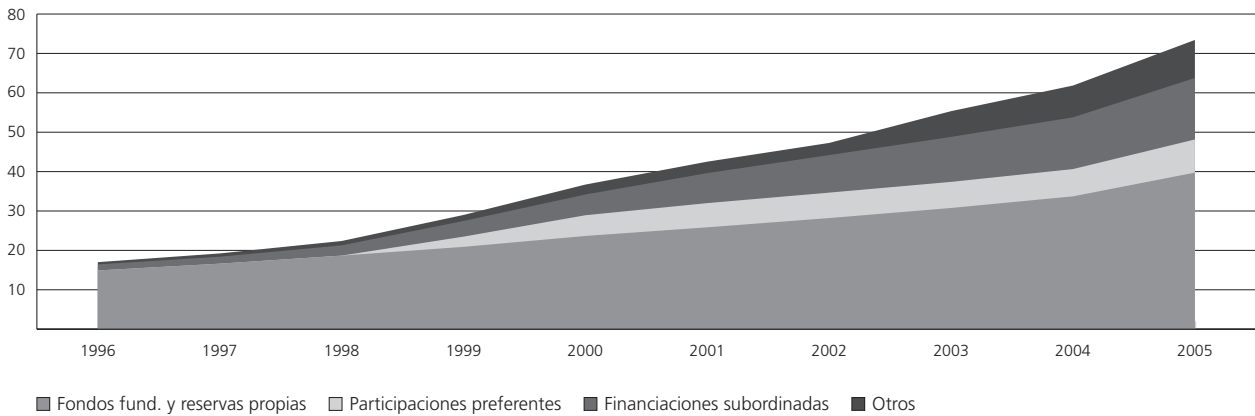
TABLA 11 Recursos propios computables (millones de euros)

	1996		2005	
		%		%
RECURSOS PROPIOS BRUTOS	19.057		73.421	
Fondos fund. y reservas propias	14.903	78,2%	39.742	54,1%
Participaciones preferentes	0	0,0%	8.420	11,5%
Financiaciones subordinadas	1.538	8,1%	15.606	21,3%
Otros	2.616	13,7%	9.653	13,1%
DEDUCCIONES	-647	-3,4%	-4.955	-6,7%
TOTAL RECURSOS COMPUTABLES	18.410	96,2%	68.466	93,3%

Fuente: CECA

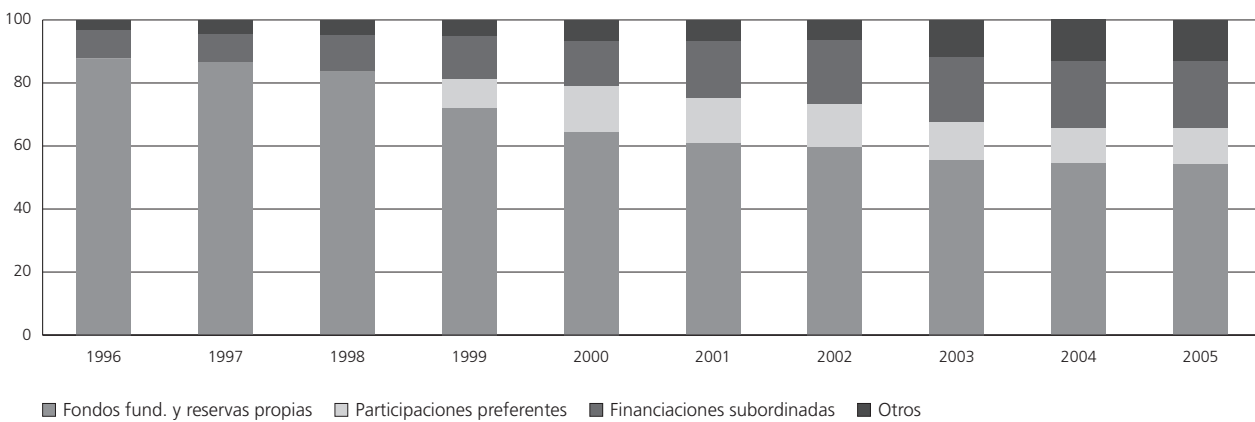


GRÁFICO 36 Evolución de los recursos propios



Fuente: CECA

GRÁFICO 37 Estructura de los recursos propios



Fuente: CECA

de la apertura de oficinas. Especialmente destacable es el caso de 1981, cuando el incremento del número de empleados alcanza el 19,7%.

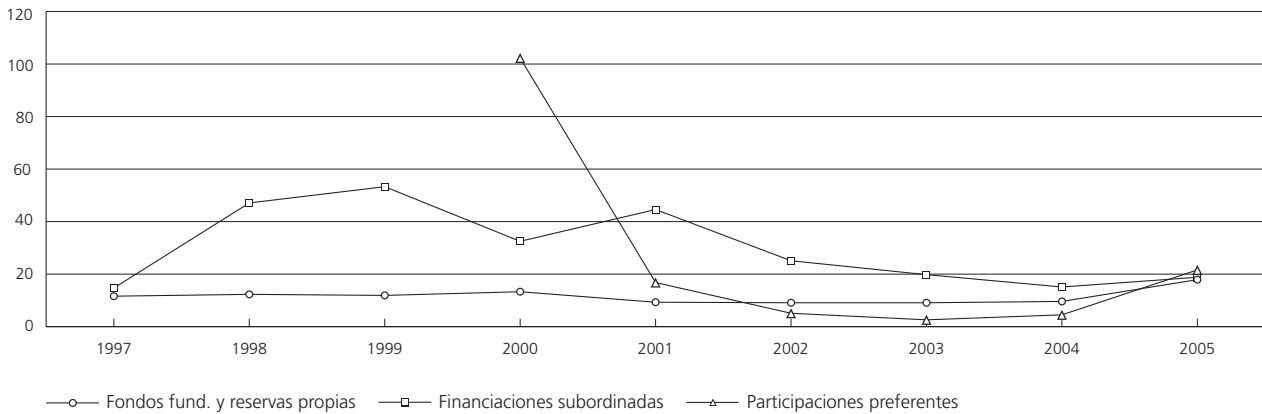
La década de los noventa se inicia con una desaceleración importante (que torna los valores en negativos en el trienio 1991-1993), fruto, sin duda, de las fusiones que acontecen por entonces. La trayectoria de crecimiento comienza a recuperarse ya en 1995 con un leve 0,7% y se consolida el año siguiente con 3,6%. En 2005 el número de empleados de las cajas se situó

en 118.072, con un crecimiento respecto del ejercicio anterior del 4,2%. (Ver gráfico 39).

Como puede apreciarse, si bien tradicionalmente las cajas habían mantenido un número de empleados sensiblemente inferior al de los bancos, la política de reducción mantenida por éstos desde 1990, y el incremento sostenido de la cifra correspondiente al sector de Cajas de Ahorros desde 1995, acercaron progresivamente los datos hasta que en 2004, por vez primera, el número de empleados de las cajas superó al de la banca.

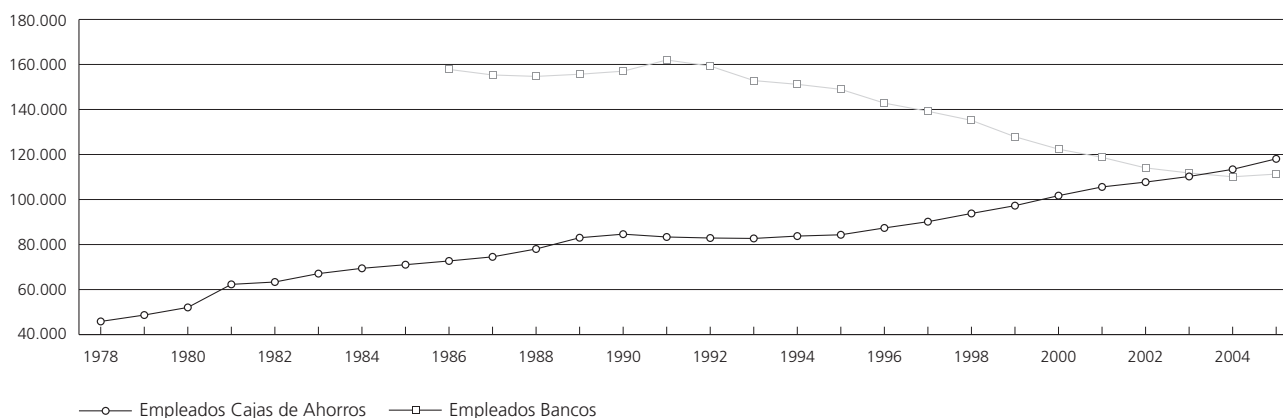


GRÁFICO 38 Aumento anual de los recursos propios (variación porcentual).



Fuente: CECA

GRÁFICO 39 Número de Empleados



Fuente: Banco de España

Por otro lado, la política de recursos humanos de las Cajas de Ahorro puede analizarse en torno a las variables mostradas en el gráfico 40.

- Empleados por oficina. Las cajas presentan una trayectoria descendente en la media de empleados por oficina. Tras el máximo alcanzado en 1981 (7,02), la variable ha experimentado un descenso continuo (salvo en el ejercicio 2001, en el que es apreciable un leve aumento). Así, en 2005 la ratio se sitúa en 5,26 emplea-

dos por oficina. No obstante, los datos de los últimos ejercicios apuntan hacia una clara estabilización.

En comparación con la banca, las oficinas de las cajas también se han caracterizado históricamente por presentar en esta ratio valores considerablemente menores. Dicha característica se mantiene aún actualmente, pues en 2005 el tamaño medio en las oficinas bancarias era de 7,62 empleados por oficina.

- Distribución por sexo. Los datos aún reflejan una amplia mayoría de hombres en la composición de las



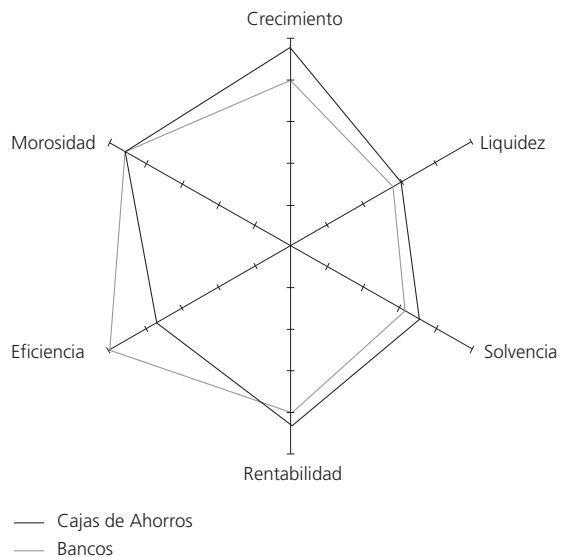
públicas y aumento de las posibilidades de diversificación y transferencia de los riesgos—.

Por consiguiente, la forma de propiedad de las cajas (que se analizará con más detalle en el capítulo siguiente) no ha sido tampoco obstáculo para poder responder a estas condiciones cambiantes de los mercados, y a las nuevas necesidades de la economía, mediante una toma adecuada de riesgo, en lo que ha sido en gran medida un desplazamiento de las fronteras de rentabilidad-riesgo accesibles al sistema financiero español. Con todo, tras la fuerte expansión reciente, las cajas se enfrentan, primero, a los peligros asociados a su carácter regional y local, con las limitaciones que ello puede implicar para la mejor diversificación del riesgo⁴⁰; segundo, a los riesgos inmediatos de unas fuertes concentraciones geográficas y sectoriales —por ejemplo, en el crédito a la promoción inmobiliaria—, y, en fin, afrontan las exigencias impuestas a la gestión del riesgo por las nuevas normas prudenciales y contables, que afectarán a algunos aspectos específicos de la actividad, como es el caso de las participaciones industriales.

La expansión y transformación del negocio de las Cajas de Ahorros españolas está viniendo aparejada con un rápido crecimiento del consumo de recursos propios (epígrafe 2.2.8.3). La generación interna de éstos ha sido capaz de soportar el crecimiento del balance, pero no la transformación de éste, con el aumento correspondiente del riesgo medio del activo. Para atenderlo, las cajas han debido recurrir a los mercados de capitales de modo creciente en la última década, mediante emisiones de deuda subordinada y participaciones preferentes. En este periodo reciente, a pesar de que las reservas de las cajas se han multiplicado 2,7 veces, sólo han podido atender un 48% del aumento de sus recursos propios computables en los coeficientes legales.

Así pues, aun cuando las cajas se han desenvuelto en un círculo virtuoso de rentabilidad sostenida y con una política de distribución de resultados muy parca —en torno a un 25% de los beneficios netos—, se ha hecho necesaria un apelación creciente a los mercados. Ésta ha ido acompañada de una disminución del

GRÁFICO 57 Comparación Cajas de Ahorros-Bancos (2005)



Fuente: CECA

exceso de recursos propios sobre los legalmente exigidos, de una manera que no deja de ser acorde con las menores necesidades de capital económico asociadas a una mayor accesibilidad a los mercados; este exceso ha ido convergiendo en consecuencia con el de bancos, aunque se mantiene todavía por encima de éste.

La naturaleza y forma de propiedad de las cajas no ha constreñido, por tanto, su capacidad para obtener recursos propios y acomodarlos a las necesidades de un mercado en expansión. No obstante, se enfrentan a un reto evidente, que habrá de concluir inevitablemente con la emisión de cuotas participativas (aspecto que se analizará posteriormente en el epígrafe 3.3), si desean mantener a la larga un enfoque orientado al crecimiento, la eficiencia operativa y el mejor cumplimiento de sus objetivos sociales. Las emisiones de cuotas participativas contribuirán, además, a mejorar la disciplina de gestión e incluso la política de distribución para atender la obra social.

2.5.1.4. A modo de síntesis

La mayor parte de los parámetros que se han venido analizando a lo largo de este epígrafe pueden sintetizarse en el gráfico 57, que permite, además, su com-

40 No obstante, los mercados financieros ofrecen actualmente grandes posibilidades de cobertura y dispersión de los riesgos, que, bien gestionados, atenúan este peligro, mediante el uso, por ejemplo, de productos derivados y titulizaciones.



TABLA 18

2005		CRECIMIENTO	LIQUIDEZ	SOLVENCIA	RENTABILIDAD	EFICIENCIA	MOROSIDAD
Valores reales	Cajas	23,86	2,29	11,42	12,19	57,71	0,68
	Bancos	20,01	1,46	10,20	11,38	49,75	0,68
Valores escalados	Cajas	9,5	6,1	7,1	8,7	7,4	9,1
	Bancos	8,0	5,7	6,4	8,1	10,1	9,1

Fuente: CECA

paración con el comportamiento experimentado por los bancos. La metodología consiste en evaluar dichos parámetros mediante unas «calificaciones» obtenidas en relación a una «escala ideal» subjetiva, pero de amplio consenso.

El gráfico resume de forma muy sintética buena parte de las conclusiones que cabe extraer del presente capítulo. (Ver gráfico 57 y tabla 18)

2.5.2. Los retos pendientes

La experiencia reciente y las previsiones disponibles subrayan, a tenor de lo expuesto, varios desafíos importantes para las Cajas de Ahorro españolas. Algunos de ellos están relacionados con la fuerte competencia competitiva y la apertura de los mercados; otros con la dinámica interna de transformación del negocio de las cajas y con las demandas crecientes de la economía y la sociedad española, y otros, en fin, con los cambios de la regulación prudencial asociados a Basilea II y a las nuevas normas contables internacionales, y del mercado de valores (en el contexto de la próxima vigencia de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros).

En conjunto, es muy probable que estos retos que planteen, por una parte, la necesidad de una etapa más de racionalización y consolidación del sector; por otra parte, la conveniencia de un reforzamiento adicional de los estándares del buen gobierno corporativo y de la autonomía de decisión, ajustados siempre a la singular naturaleza de las cajas, y, en consecuencia con todo ello, la demanda de un ajuste afinado de las regulaciones y prácticas de supervisión específicas del sector. Esto último, con el fin de reducir los costes de regulación soportados por las cajas, facilitar los procesos

de consolidación, dotarlas de mayor autonomía empresarial, y asegurar la independencia y mayor responsabilidad exigibles a los órganos rectores a la hora de atender los intereses sociales de cada entidad.

2.5.2.1. Una competencia firme y renovada

La fuerte rivalidad con que se despliega el negocio bancario en nuestro país y la presión permanente que ejerce sobre la rentabilidad de las entidades, exigen de nuevo una intensificación de los esfuerzos de las Cajas de Ahorro españolas para mejorar su eficiencia y garantizar el desenvolvimiento sostenido de su modelo de negocio y una prestación superior de servicios.

Como ya ha sido subrayado, los procesos de consolidación y racionalización llevados a cabo por los bancos españoles en los últimos siete años, con las ventajas asociadas a la dimensión y a la mayor diversificación de riesgos y servicios, han hecho que superen a las cajas en eficiencia operativa y que anulen las diferencias, en cuanto que a menor eficiencia respecto a la frontera de beneficios, que mostraban tradicionalmente aquellos frente a éstas. En consecuencia, para fortalecer su posición competitiva, las cajas españolas aparecen obligadas actualmente, y en el inmediato futuro, a una mejor utilización de sus redes —oficinas, terminales electrónicos y canales de acceso directo— para atender la demanda más amplia y creciente de servicios financieros, y para aprovechar óptimamente los aportes del avance técnico. Esto último se hace necesario en el ámbito de la contención (o reducción) de los costes de explotación unitarios, en la generación más extensa de ingresos —gestión comercial, innovación, venta cruzada, etc.— y, desde luego, en la mejor gestión del riesgo.

Los caminos para lograrlo pasarán, en unos casos, por la mayor dimensión de las entidades y, en otros, por



un reforzamiento de la cooperación sectorial y la externalización de tareas. En los primeros, las fusiones y adquisiciones adquieren actualmente gran relevancia como dispositivo de racionalización, sea entre entidades radicadas en una misma comunidad autónoma o en varias, con el fin de reducir el peso relativo de sus servicios centrales, abordar una renovación de sus plataformas técnicas, acceder a nuevos clientes y mercados y, desde luego, ampliar sus capacidades para diversificar riesgos. Con todo lo que ello implica de mejora de su rentabilidad y solidez financiera.

2.5.2.2. Las necesidades crecientes de recursos propios para atender las demandas de la economía y la transformación del negocio

Como ya ha sido reseñado, las intensas demandas de financiación de la economía española y la expansión y transformación del negocio de las Cajas de Ahorro, llevan asociadas unas necesidades de recursos propios que superan netamente los aportados por la retención de beneficios como reserva de capital, y probablemente seguirán haciéndolo en el futuro.

Expuesto de una manera simplificada, algunas entidades se pueden enfrentar a ciertas disyuntivas en un futuro más o menos cercano. Éstas se centran probablemente en torno a las cuestiones siguientes: ¿hasta qué punto las cajas pueden y deben condicionar actualmente sus decisiones estratégicas a la capacidad interna de generación de capital básico mediante reservas de capital? ¿En cuánto pueden suplir sus necesidades de recursos propios mediante la apelación a los mercados con instrumentos de segunda o tercera calidad como las participaciones preferentes o las obligaciones subordinadas? ¿En qué medida la restricción del contenido y crecimiento de su negocio sería congruente con la mejor atención de sus objetivos sociales y benéficos y con las demandas crecientes de la sociedad española?

Los años recientes han mostrado cómo el pleno aprovechamiento del potencial de negocio de las cajas, y su rentabilidad, depende en buena medida de un uso más eficiente de los recursos propios en términos de rentabilidad y riesgo, que lleva habitualmente aparejado un aumento del riesgo medio esperado del balance y de su rendimiento ajustado⁴¹. Asimismo, han mostrado cómo la cuota de mercado y el éxito empresarial

de las cajas depende de su flexibilidad y elasticidad de respuesta para atender las necesidades crecientes de financiación de la economía. Ello implica que en momentos como los presentes, y los que cabe colegir en un inmediato futuro, el consumo de recursos propios de las Cajas de Ahorro españolas habrá de crecer, en principio, a ritmos superiores a los generados por reservas. Por consiguiente, si tuvieran que constreñir el primero al segundo, las cajas habrían de renunciar a su actual política de crecimiento y transformación. Ello tendría efectos probablemente negativos sobre su cuota de mercado y el ritmo de aumento de sus beneficios, y, en última instancia, sobre la capacidad financiera de su obra social.

La apelación a los mercados mediante instrumentos de segunda o tercera categoría encuentra a su vez unos límites prudenciales, que han de ser más estrictos que los puramente legales con el fin de dejar un colchón con que amortiguar necesidades imprevistas y situaciones críticas.

La política actual de aplicación de resultados deja, en fin, escaso margen para una disminución de los dividendos distribuidos a la obra social, para atender con ella un mayor crecimiento de las reservas; algo que probablemente no se justifique hoy en términos de rentabilidad social. Es más, desde una perspectiva cíclica, en tiempos boyantes como los actuales, sería preciso construir un colchón suficiente de recursos propios básicos, para que en una fase de desaceleración económica y deterioro de la calidad del activo, se pueda mantener el ritmo de crecimiento de las aportaciones a la obra social mediante un aumento de la distribución de dividendos en relación a los beneficios.

Ello conduce a que, desde la perspectiva de sostenimiento del modelo de las Cajas de Ahorro y de su propia naturaleza, pueda ser deseable a largo plazo el recurso a la emisión de cuotas participativas en los términos previstos por la normativa vigente (para lo que nos remitimos al epígrafe 3.3). Los costes del rodaje y desarrollo del mercado correspondiente aconsejan aprovechar las

⁴¹ Piénsese en la transformación de la estructura de su activo desde préstamos interbancarios y deuda pública a créditos con garantía hipotecaria, créditos personales y a empresas y carteras de participaciones industriales y renta variable; así como, en lo que puede implicar una eventual internacionalización.



to de mala imagen que se deriva de un proteccionismo público excesivo e injustificado en un mercado donde debe prevalecer la igualdad de oportunidades entre los distintos participantes en el mismo».

3.1.3.3. La estructura de propiedad de la fundación.

El caso de Noruega

España y Noruega son los países en donde mejor ha pervivido el sustrato fundacional de las Cajas de Ahorros. A partir de la experiencia de estos dos países, a continuación se ofrece una visión general del funcionamiento de las entidades de crédito de naturaleza fundacional, y, en segundo lugar, se particulariza el análisis para el caso noruego.

El modelo fundacional en las entidades de crédito europeas

Un concepto generalmente entendido y aceptado de lo que las fundaciones sin ánimo de lucro representan en Europa, podría ser el siguiente: «Organizaciones independientes, constituidas como patrimonios separados, sin ánimo de lucro, con fuentes de ingresos propios (no exclusivamente, de una dotación), y con sus propios órganos de gobierno¹⁵». En el contexto europeo, un número importante de entidades de crédito tienen la forma jurídica de fundaciones. Aunque pueden tener características específicas nacionales derivadas de evoluciones tanto culturales como jurídicas, comparten la misión común de estimular el espíritu de ahorro entre la población (combatiendo la exclusión financiera), y un fin de beneficio público orientado a la mejora de las condiciones sociales, económicas y culturales de la zona en la que prestan sus servicios.

Las entidades de crédito de naturaleza fundacional pueden ser creadas por un individuo particular, por iniciativa conjunta de varias personas, o por una institución privada o pública. En lo que se refiere a los órganos de gobierno, la estructura más común está constituida por los siguientes:

- La asamblea general es el órgano supremo de administración y adopción de acuerdos. Su composición

varía de un país a otro, según las diferentes estructuras de propiedad. En general está formada por representantes de los intereses sociales y comunitarios de los ámbitos territoriales en las que la fundación bancaria ejerce sus actividades.

- Un consejo de administración que se ocupa de la dirección y de la gestión financiera.
- En algunos casos, como Portugal y España, existe una comisión de control que vigila la actuación del consejo.

De acuerdo con su doble naturaleza (como instituciones de crédito y fundaciones), los beneficios de las fundaciones bancarias, se destinan normalmente a dos objetivos:

- El refuerzo de la solvencia, de acuerdo con requisitos de prudencia generales, aplicables a todas las entidades de crédito.
- Proyectos orientados al bienestar de la comunidad (a ello se destina la parte del excedente que no se asigne a reservas).

Además de los fondos constituyentes de las fundaciones, éstas pueden obtener recursos a través de los siguientes medios:

- Excedentes líquidos destinados reservas o fondos de provisión.
- Participaciones preferentes y financiaciones subordinadas.
- Instrumentos específicos. En algunas jurisdicciones se han desarrollado instrumentos de capital específicos para asegurar la solvencia de las fundaciones bancarias. Dos ejemplos son Noruega y España, a través de los certificados de capital primario y las cuotas participativas respectivamente (ambos se analizan posteriormente).

La reforma de las Cajas de Ahorros noruegas

El sector de las Cajas de Ahorros en Noruega, que durante un largo período de tiempo ha constituido el único tipo de banca en dicho país¹⁶, presenta (a diferencia

¹⁵ European Foundation Centre (EFC).

¹⁶ R. Rojo Álvarez-Manzaneda, (2002).



del caso de Italia anteriormente descrito) el hecho de mantener la forma jurídica fundacional tradicional de las entidades, sin necesidad de recurrir a vías de configuración alternativas.

Las Cajas de Ahorros en Noruega han estado tradicionalmente constituidas como fundaciones de carácter privado cuyos recursos propios incluía los beneficios no distribuidos correspondientes a los anteriores ejercicios sociales, acumulados en el fondo de reservas de la caja de ahorros.

Asimismo, una característica distintiva de las Cajas de Ahorros noruegas es la ausencia de una institución financiera central, aunque sí existe una asociación representativa del conjunto del sector, denominada, *Sparebankforeningen i Norge*.

El modelo noruego, manteniendo la forma jurídica tradicional de las Cajas de Ahorros, destaca por conceder derechos de propiedad parcial sobre los beneficios y el capital de las entidades, a la vez que otorga: 1) derechos políticos, que coexisten con los correspondientes a los grupos de interés tradicionales en las Cajas de Ahorros noruegas, y 2) la posibilidad de cotizar en bolsa.

Los certificados de capital primario (PCC)

En 1987 la Ley de Cajas de Ahorros fue modificada para permitir a las entidades que así lo desearan obtener capital en el mercado mediante la emisión de los denominados *primary capital certificates* (PCC) o certificados de capital primario. Éstos equivaldrían a las cuotas participativas españolas, a pesar de determinadas diferencias como es la ausencia de derechos políticos en estas últimas. Conviene destacar que la normativa noruega es coetánea al caso español.

Los PCC son valores mobiliarios libremente negociables que pueden ser registrados en el Registro Noruego de Valores Mobiliarios y se encuentran admitidos a cotización en la Bolsa de Valores de Oslo. La negociación de los PCC se encuentra regulada por las disposiciones generales de la Ley de Negociación de Valores Mobiliarios.

Los PCC de las Cajas de Ahorros presentan importantes similitudes con las acciones, entre otras, la de estar sujetos a idéntico tratamiento fiscal, y regularse su compra, venta y gravamen por las mismas disposiciones legales que las acciones.

Las principales diferencias existentes entre los PCC y las acciones se refieren a los derechos de propiedad sobre el capital de la caja y a la influencia sobre sus órganos de gobierno. En este sentido, hay que indicar que los PCC no confieren derecho de propiedad alguno sobre los activos de la entidad emisora, únicamente dividendos sobre sus beneficios y sobre su capital, que pueden ser prácticamente garantizados a través de un fondo de estabilización destinado a mantener el dividendo en las épocas de beneficios bajos.

Política de dividendos

Los dividendos sobre los PCC podrán ser distribuidos sobre la base del beneficio de la caja correspondiente al ejercicio y deberán ser proporcionados de acuerdo con los usos mercantiles. El dividendo habrá de ser fijado teniendo en cuenta todas las pérdidas en las que se haya incurrido después de la finalización del ejercicio contable, o las que se puedan esperar que se produzcan. Las Cajas de Ahorros no podrán garantizar un dividendo futuro fijo sobre los PCC. El importe del dividendo dependerá de los resultados de explotación de las Cajas de Ahorros y de la política de dividendos.

Emisión de los PCC

Para la emisión de los PCC se requiere el voto mayoritario de dos terceras partes del comité de representantes de las Cajas de Ahorros (equivalente a las asambleas generales en España).

En caso de que se produzca un aumento de capital primario, los titulares de los PCC existentes tendrán normalmente derechos de suscripción preferentes, al igual que los accionistas.

Las emisiones públicas de los PCC se encuentran sujetas a las disposiciones ordinarias en materia de control de emisiones, requisitos en materia de contenido del folleto, etc.

En el supuesto de liquidación de la caja emisora, los titulares de los PCC tienen derecho a recibir el capital correspondiente a los mismos, en su caso, la prima de emisión, y el fondo de estabilización, siempre que previamente se hayan satisfecho a los acreedores de la entidad sus créditos.



Siguiendo la propuesta de Santamaría, este modelo debería quedar claramente establecido en una norma estatal dotada de carácter básico, que debería aprovechar la ocasión de fijar con claridad los ámbitos competencias correspondientes a todas las autoridades ligadas al proceso de fusión.

3.3. LA CAPITALIZACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

3.3.1. Perspectiva general

El corolario del análisis sobre la caracterización jurídica de las Cajas de Ahorro, por lo que respecta a sus capacidades de capitalización, resulta obvio. Los bancos, en su condición de sociedades anónimas, pueden recurrir a la emisión de nuevas acciones ordinarias (el elemento más característico de los recursos propios básicos) con el objeto de mejorar su estructura de capital, ya sea realizando ofertas públicas de suscripción ya adquiriendo entidades mediante entrega de acciones de nueva emisión. Una vez aumentado el capital básico, los bancos pueden recurrir también a modalidades instrumentales de otras categorías inferiores hasta los límites legalmente establecidos. Por su parte, las cajas, al carecer del recurso a la emisión de acciones, se han venido limitando, como ya vimos en un capítulo anterior, hasta hace no muchos años, a aumentar su capital regulatorio por dos vías: de un lado, mediante el crecimiento orgánico, esto es, la generación de reservas procedentes de los excedentes que no eran destinados a la obra social en cada ejercicio y, de otro, mediante la emisión de deuda subordinada a plazo. De este modo, pronto quedaba agotada la capacidad de generación de recursos propios por una Caja de Ahorro y, con ello, se limitaban de modo muy considerable sus posibilidades de crecimiento.

Esta asimetría trató de solventarse mediante la creación de las cuotas participativas, un instrumento específico de las Cajas de Ahorro que tiene, desde el punto de vista de los recursos propios, la misma función que las acciones ordinarias. La regulación original de estos instrumentos, que data de 1988, las abocó al fracaso. Ninguna caja emitió este valor (tan

sólo llegó a ser realizada una emisión por la Confederación Española de Cajas de Ahorro para sus miembros). Las razones de este fracaso son bien conocidas, tal y como ha destacado Iglesias Prada (2004). De un lado, la complejidad, elevado coste y rigidez de la reglamentación, frente a la flexibilidad y menor coste de las emisiones de deuda subordinada, así como, una vez agotados los límites para poder realizarlas, de las emisiones de participaciones preferentes; y, de otro lado, 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 derechos políticos, tradicionalmente han sido percibidas como una posible vía de privatización de estas entidades.

La inviabilidad de las cuotas como instrumento de capitalización es uno de los factores que explican que, a partir de 1998, las Cajas de Ahorro comenzaran a recurrir a las *preference shares*, otro elemento de los recursos propios básicos que ya había sido empleado ampliamente por los bancos. En todo caso, la utilización de este instrumento no resultaba plenamente satisfactoria, puesto que era emitido a través de sociedades residentes en paraísos fiscales, lo que generaba ciertas reticencias.

Se llega así en los últimos años a una situación en la que el crecimiento de la economía genera una fuerte demanda crediticia y, por tanto, una alta necesidad de recursos propios para las entidades de crédito. En este contexto, la incidencia negativa de una insatisfactoria regulación de las cuotas y de las incertidumbres creadas en torno a las participaciones preferentes no resultaba sostenible. Consciente de ello, el legislador impulsó dos importantes reformas:

- Un nuevo régimen para las cuotas participativas, en virtud de la nueva redacción del artículo 7 de la Ley 13/1985, introducida por la Ley Financiera, posteriormente desarrollada a través del Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro.
- La reglamentación de las participaciones preferentes a través de la disposición adicional segunda en la misma Ley 13/1985, introducida por la Ley 19/2003, de 4 de julio.



3.3.2.6. Derechos de los cuotapartícipes

La distribución a cuenta

El Real Decreto 302/2004 admite la distribución entre los cuotapartícipes de cantidades a cuenta de retribuciones de las cuotas, previo acuerdo de la asamblea general o el consejo de administración, siempre y cuando un informe del consejo acredite la existencia de liquidez suficiente y la cantidad a distribuir no exceda de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio que sean imputables a los cuotapartícipes, deducidas las pérdidas procedentes de ejercicios anteriores y las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias por ley o por disposición estatutaria en la parte que les corresponda, así como la estimación del impuesto a pagar sobre dichos resultados.

La suscripción preferente

El Real Decreto 302/2004 otorga a los cuotapartícipes el derecho de suscripción preferente de cuotas participativas en nuevas emisiones, sin perjuicio de su supresión en los casos previstos. El derecho consiste en la posibilidad de suscribir un número de nuevas cuotas proporcional a su participación en el excedente de libre disposición antes de la emisión, con el fin de mantener su participación una vez suscrita la emisión. Los derechos de suscripción preferentes serán transmisibles en las mismas condiciones que las cuotas de las que deriven. La supresión del derecho se hace depender de una serie de condiciones, a saber: que en la convocatoria del órgano se haya hecho constar la propuesta de supresión del derecho de suscripción, y que la estimación del valor económico y del importe de la prima de emisión a que se refiere el artículo 4 incluya una estimación del valor teórico de los derechos que se pretenden suprimir⁵⁹.

El valor liquidativo

El Real Decreto 302/2004 otorga a los cuotapartícipes el derecho a obtener su valor liquidativo en caso de liquidación. Se considera valor liquidativo de cada

cuota la parte que corresponda a cada título del fondo de participación, del fondo de reserva de 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.

El derecho de separación

El artículo 7.9 de la Ley 13/1985 contempla el derecho de separación del cuotapartícipe, disponiendo que en los casos de fusión, la Caja de Ahorros emisora otorgará a los cuotapartícipes un plazo mínimo de un mes, contando desde la inscripción del correspondiente acuerdo en el Registro Mercantil, para que éstos puedan, si lo desean, ceder sus cuotas a la caja de ahorros. Ésta deberá abonar el valor de mercado, considerando por tal la media de cotización en mercado secundario de las últimas treinta sesiones previas a la determinación del hecho que conlleva la operación de amortización. Cuando ello no sea posible, el valor vendrá determinado por la valoración efectuada por un auditor independiente elegido por sorteo entre cinco empresas de auditores de cuentas y sociedades de auditorías inscritas como ejercientes en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo al propio auditor de cuentas de la caja. Si las adquisiciones por parte de la caja superan el 5% de las cuotas totales emitidas, ésta deberá proceder a la enajenación o amortización en el plazo máximo de tres meses de ese exceso sobre el límite máximo permitido. Este derecho de separación, regulado como derecho a ceder las cuotas a la caja, se aplicará igualmente cuando se produzca la cesión total de activos y pasivos de una caja a favor de otra, pero no a los casos en los que la operación de cesión intervenga una sociedad o entidad distinta de una caja de ahorros.

Los cuotapartícipes tienen como obligaciones la realización de la aportación dineraria correspondiente. El conjunto de las aportaciones correspondientes a las cuotas participativas integrará el fondo de participación. El contravalor de las cuotas participativas será siempre en dinero.

3.3.2.7. El sindicato de cuotapartícipes

Esta es una novedad de especial relevancia introducida por la Ley 44/2002, que da nueva redacción al

⁵⁹ La sentencia de 26 de octubre de 2005, de la Sala Tercera del Tribunal Supremo, ha anulado la letra c) del artículo 10.2, que somete la validez del acuerdo de supresión del derecho de suscripción de los cuota partícipes a la «aprobación, en caso de que exista, del sindicato de cuota partícipes».



artículo 7.4 de la Ley 13/1985, previendo la posibilidad de crear un sindicato de cuotapartícipes cuyo presidente podrá asistir a las asambleas generales de la caja, con voz y sin voto. El Real Decreto 324/2002 desarrolla con profundidad el sindicato de cuotapartícipes, regulando el acuerdo de creación del sindicato, la designación y facultades del presidente, la aprobación del reglamento interno del sindicato, así como las normas para la convocatoria y adopción de acuerdos por el sindicato. La articulación de este sindicato ha supuesto el otorgamiento de ciertos derechos políticos a los titulares, en la medida en que supone la representación de los intereses de los cuotapartícipes en las asambleas generales de las Cajas de Ahorros. Son varias las cuestiones que por afectar a los cuotapartícipes quedan sometidas a las previa aprobación por el sindicato de cuotapartícipes, como son la modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes y la distribución del fondo de reserva⁶⁰.

3.3.3. Las participaciones preferentes

La normativa específicamente aplicable a las participaciones preferentes se contiene de modo exclusivo en la ya mencionada disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, que establece los requisitos que han de cumplir para computar como recursos propios del grupo emisor, así como su régimen fiscal.

Las participaciones preferentes pueden ser emitidas directamente por las entidades de crédito o, indirectamente, a través de vehículos especiales, que habrán de ser residentes en un territorio de la Unión Europea (que no tenga la condición de paraíso fiscal), y tener como objeto exclusivo la emisión de participaciones preferentes.

Los rasgos principales de las participaciones preferentes son:

- Proporcionan a sus titulares el derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo. El devengo de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios distribui-

bles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable.

- No otorgan, por el contrario, derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión. Tampoco otorgan derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones.
- Sus emisiones tienen carácter perpetuo, aunque se puede acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.
- Cotizan en mercados secundarios organizados.
- En los supuestos de liquidación o disolución de la caja, dan derecho a obtener exclusivamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha y se sitúan, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad y delante de los cuotapartícipes.
- En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no puede ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión.

3.3.4. Debilidades y fortalezas de los nuevos instrumentos de capitalización

Más interesante aún que el régimen jurídico de estos instrumentos es la comparación entre las cuotas participativas y las participaciones preferentes en términos de su potencialidad en los mercados. Iglesias Prada (2004) obtiene de este análisis un resultado desventajoso para las primeras respecto de las segundas en lo que se refiere a su aptitud para contribuir al fortalecimiento de los recursos propios básicos de las referidas entidades.

A pesar de los recientes esfuerzos del regulador, las cuotas participativas aún parecen ser recursos de particular complejidad tanto desde el punto de vista del emisor como del inversor, además de que, por otra parte, no gozan de una ventaja competitiva clara en el plano financiero-fiscal. Las participaciones preferentes son un instrumento financiero mucho más conocido en la práctica por el mercado, lo que favorece su difusión en detrimento de las cuotas.

⁶⁰ Ver comentarios anteriores sobre la sentencia del Tribunal Supremo de 26 de octubre de 2005.



En efecto, el régimen de las cuotas participativas aún presenta cuestiones pendientes:

- **Retribución.** La diferencia entre el valor contable de la caja y el valor de mercado de las cuotas puede generar un perjuicio económico injustificado para los cuotapartícipes (o para la obra social, según sea el signo de esa diferencia). En este sentido, cabe señalar que el real decreto menciona la posibilidad de que los emisores adopten medidas para neutralizar la dilución (por ejemplo, igualar los porcentajes de remuneración).
- **Distribución de reservas.** El hecho de que la distribución del fondo de reserva de los cuotapartícipes quede sólo sujeta a la autorización del Banco de España (sin mención alguna al principio de protección del inversor) puede generar asimetrías.
- **Dividendo a cuenta.** La normativa no contempla este aspecto.
- **Amortización.** La cláusula de amortización automática en caso de cambio en el régimen de derechos políticos de las cuotas participativas puede tener su incidencia en el precio.
- **Autorización administrativa.** Muchas leyes autonómicas exigen el requisito de autorización administrativa previa para la emisión de instrumentos financieros (no sólo cuotas participativas, sino también otros como deuda subordinada). Este requisito vulnera el principio de libertad de emisión consagrado en la Ley del Mercado de Valores y puede añadir obstáculos al proceso.

No puede descartarse, pues, que esta potencial desventaja comparativa produzca, al menos en una primera fase, un efecto desincentivador de la emisión de cuotas participativas. Y en este sentido, es probable que las entidades que pretendan reforzar sus recursos propios básicos sigan recurriendo a la emisión de participaciones preferentes y que, únicamente cuando hayan alcanzado el límite del 30% establecido en la normativa vigente, vuelvan la vista hacia la alternativa de las cuotas participativas para incrementar esos recursos.

Ello no resta futuro a las cuotas participativas, que, tarde o temprano, asumirán su protagonismo. Así lo ha destacado el Fondo Monetario Internacional en su evaluación de la estabilidad del sistema financiero espa-

ñol, entre cuyas recomendaciones destaca la dirigida a las cajas para que emitan cuotas participativas.

En efecto, el Fondo Monetario Internacional se ha preocupado por esta cuestión. A su juicio, las limitaciones de las cajas para emitir capital tienen tres importantes implicaciones: 1) reducen la capacidad de expansión; 2) limitan seriamente la capacidad para reponer capital en caso de pérdidas; 3) privan a las cajas de instrumentos de mercado para valorar el desempeño.

Las cuotas participativas pueden ayudar a solucionar estos problemas. Las principales limitaciones iniciales de las cuotas serían: a) no son instrumentos estándar y no conceden derechos de voto; b) el fondo de estabilización disminuiría, en caso de ser utilizado, el carácter «variable» de las cuotas; c) la libertad para derivar beneficios hacia la obra social puede diluir la participación de los cuotapartícipes en el capital, si bien, dado que no tienen derechos de voto, tal preocupación puede carecer de sentido (y el problema puede ser obviado en la práctica igualando los porcentajes de remuneración); d) parece que los emisores potenciales tienen cierto «miedo escénico» y esperan a alguien que haga el primer movimiento (*first-mover-disadvantage*).

Con respecto a este último comentario, cabe añadir que es lógico que la emisión de un instrumento nuevo, como son las cuotas participativas, genere incertidumbres. Es previsible que muchas de ellas quedarán despejadas cuando se produzca la primera emisión. La emisión de cuotas participativas, como cualquier ampliación de capital, requerirá complejas negociaciones entre el propio emisor y los colocadores mayoristas (bancos de inversión). El contenido de esta negociación se plasmará en el folleto de emisión verificado por la CNMV. Pues bien, muchas de estas cuestiones pendientes deberán ser despejadas en el folleto, particularmente en el primer folleto, porque, muy previsiblemente los posteriores seguirán el ejemplo del primer emisor.

Dicho esto, el Fondo Monetario Internacional se adhiere al buen juicio del legislador español y no oculta su confianza hacia las cuotas participativas, puesto que, como se ha dicho, entre sus recomendaciones figura la de que las cajas emitan estos instrumentos, no sólo como factor de capitalización, sino también como vehículo para introducir en la dinámica de estas entidades la valoración del desempeño por el mercado.



- Limitación al 50% de la presencia del sector público en los órganos de gobierno de las cajas. Al margen de la comentada incidencia de las directivas de la Unión Europea y de la posible consideración como empresas públicas, la medida cabe ser interpretada como un intento por limitar la presión del poder político, que, cuando traspasa ciertos límites, llega a desnaturalizar el origen fundacional de las cajas.

Esta iniciativa ha generado alabanzas casi unánimes, incluida la del Fondo Monetario Internacional, que ha sugerido rebajar aún más el umbral del 50%. No obstante, conviene destacar que la intensidad de la presión política que hoy se ejerce sobre las cajas está siendo moderada por dos importantes condicionantes. En primer lugar, se aprecia cómo los distintos grupos con intereses desarrollan un proceso de negociación continua y de formación de coaliciones cambiantes, que dan nuevas oportunidades al espíritu fundacional. En segundo término, el aumento de la competencia en los mercados aumenta la autonomía de acción de la caja, lo que no sólo fuerza la reducción de los costes de coordinación y gestión empresarial (laxitud organizativa) sino que disminuye la interferencia política y su utilización y es el elemento clave para que se produzcan comportamientos eficientes en todos los agentes. Los directivos de la propia caja pueden suponer un contrapeso a la emergente interferencia política en el consejo. Para ello, sería conveniente favorecer la incorporación de los directivos al órgano de administración.

- Singularidad de los fondos propios. Con Cuervo apuntamos que la necesidad de discutir sobre los derechos de propiedad de las cajas y los instrumentos en los que se pudiera materializar es imperiosa. «Quienes afirman que las cajas no se deben dirigir pensando en el mercado deben aceptar que es conveniente introducir indirectamente una valoración de éste, con todas las limitaciones que ello implica, dado que si se introduce la disciplina de un mercado organizado, la dirección acentuará su autonomía de gestión y podrá limitarse la presión política y las demandas de cambios más radicales».

En este sentido, la existencia de mercados profundos y líquidos en donde puedan negociarse las participaciones preferentes, la deuda subordinada y, de forma especial, las cuotas participativas, puede contribuir, como indicador de la disciplina de mercado,

a proporcionar una valoración de la dirección y del riesgo de la entidad.

- Fortalecimiento de los mecanismos internos. Dada la disminuida importancia de los mecanismos externos de control, deben desarrollarse los internos, con el objeto de asegurar la necesaria tensión organizativa. Dentro de las medidas concretas que cabe aplicar en este sentido destacaría el reforzamiento de las comisiones del consejo y de la comisión de control:

- La comisión de control, que tiene legalmente asignada la función de cuidar que la gestión del consejo se lleve a cabo con la máxima eficacia y precisión dentro de las líneas generales de actuación marcadas por la asamblea general, debería superar su actual papel de vigilante de la legalidad formal y controlador *ex post* de los resultados, para convertirse en una comisión de vigilancia, con la supervisión de la auditoría interna y control de la externa (la asunción de las funciones del comité de auditoría ha constituido un impulso notable de este órgano).

- La comisión de retribuciones puede contribuir a dotar de más transparencia al proceso de asignación de remuneraciones.

- La comisión de inversiones puede servir para el establecimiento de un cierto equilibrio de poderes y de límites en determinadas situaciones de conflicto.

4.3. PRINCIPIOS GENERALES, HITOS BÁSICOS Y EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA ESPAÑOLA

4.3.1. Evolución normativa

El 16 de marzo de 1998 se presentó en la Bolsa de Madrid el Informe Olivencia, elaborado por una comisión especial, creada por Acuerdo del consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997, para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades. Dicho informe incluye en su apartado III «El Código de Buen Gobierno».

El Informe Olivencia estaba abierto de forma general a todas las sociedades, si bien son las anónimas sus destinatarias naturales y muy especialmente aquellas cuyas acciones cotizan en bolsa. Así se pone de mani-



- Inversión colectiva. 19 cajas han constituido al menos una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva. Otras seis cuentan con sus propias sociedades de inversión.
- Capital riesgo. El negocio del capital riesgo es aún incipiente. Sólo existen dos sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y cuatro sociedades de capital riesgo.
- Titulización. Una entidad mantiene constituida una sociedad gestora de fondos de titulización de activos.
- Entidades complementarias. Doce cajas informan contar con entidades emisoras de instrumentos de financiación (sobre todo, participaciones preferentes).

4.4.3.2. Otros grupos empresariales

Fuera de los servicios financieros, los grupos empresariales de las Cajas de Ahorros se extienden a sectores tales como: agencias de viajes y turismo, comercio, alquiler de vehículos, aparcamientos, inmobiliarias, servicios informáticos, maquinaria, hostelería, marketing y promoción comercial, AIE, I+D, prensa, comercio exterior, alimentación, suministro de electricidad, infraestructuras, productoras de cine, telefonía-TV-Internet y soluciones medioambientales.

4.4.3.3. Presencia en los órganos de administración de otras entidades

Según se desprende de la información contenida en los informes de gobierno corporativo, de las 42 Cajas de Ahorros que han presentado su informe de gobierno corporativo, 29 han designado representantes que asumen cargos de administración en otras empresas.

4.4.4. Sistemas de control del riesgo

Un aspecto fundamental de toda buena estructura de gobierno corporativo es la gestión de los riesgos. De ahí que los informes de gobierno corporativo hayan recogido tanto las relaciones de riesgos afrontados por las cajas como los instrumentos dispuestos para su gestión.

4.4.4.1. Riesgos gestionados por las cajas

Los riesgos destacados por las cajas en sus informes de gobierno corporativo pueden sintetizarse del modo siguiente:

- Riesgo de crédito: posibilidad de sufrir pérdidas derivadas del incumplimiento de las obligaciones contractuales que incumben a las contrapartes con las que se relaciona la entidad.
- Riesgo de mercado: posibilidad de sufrir pérdidas ante movimientos adversos en los precios de mercado de los instrumentos financieros negociables en poder de la entidad.
- Riesgo operacional: riesgo derivado de la existencia de procesos, sistemas, equipos técnicos y humanos inadecuados, o por fallos en los mismos, así como por hechos externos.
- Riesgo de liquidez: aquel que se desprende de la ausencia de fondos líquidos disponibles para hacer frente a las obligaciones de pago.
- Riesgo de tipo de interés: el riesgo que se deriva del impacto negativo de las variaciones de tipos de interés sobre los márgenes financieros de la entidad.
- Riesgo de tipo de cambio: posibilidad de sufrir pérdidas por fluctuaciones adversas en los tipos de cambio de las monedas en las que están denominados los activos, pasivos y operaciones de fuera de balance de la entidad.
- Otros riesgos financieros. Al margen de los anteriores, es preciso referirse al riesgo país, el riesgo tecnológico y el riesgo de volatilidad.
- Riesgos no financieros. Entre éstos se cuentan los riesgos normativos (como el riesgo legal y el riesgo de cumplimiento) o el riesgo reputacional.

4.4.4.2. Sistemas de control del riesgo

Conscientes de esta realidad, las cajas han establecido avanzados sistemas de control de riesgo relacionados con las actividades desarrolladas. Tales sistemas constan de tres pilares fundamentales:

- Herramientas y plataformas técnicas: existe una amplia gama de herramientas para el control del riesgo. Las más citadas son: la herramienta de gestión global del riesgo desarrollada por la CECA; métodos VaR; *rating*; *scoring*; base de datos de pérdidas y herramienta de evaluación cualitativa.
- Unidades: las cajas han creado departamentos o áreas específicas que desempeñan funciones relativas al control de los riesgos. La diversidad de sus denominaciones y competencias es tan alta que resulta imposible



BIBLIOGRAFÍA

- Alaminos Mingorance, C. (2002), *Régimen jurídico-administrativo de las Cajas de Ahorros en España*, CEMCI, Granada.
- Analistas Financieros Internacionales (2003), *Presente y futuro de las Cajas de Ahorros*, Fundación Caixa Galicia.
- Analistas Financieros Internacionales (2005), *Guía del sistema financiero español*, Empresa Global.
- Andújar Agustín, C., y Serrano Martínez, R. (2003), «Red de oficinas y cuotas de mercado de las Cajas de Ahorros», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Antón Pérez, J. A. (2004), «Legislación financiera y Cajas de Ahorros: situación actual», *Papeles de Economía Española*, núm. 100, FUNCAS.
- Aragón Reyes (1991), «Las Cajas de Ahorros ante la constitución española», *RDBB*, núm. 43.
- Aragón Reyes (1992), García Villaverde y Santamaría Pastor, *El régimen jurídico de las Cajas de Ahorros*, Caja Madrid.
- Arancibia, S. (1998), «El dinero de la discordia: las Cajas de Ahorros, entre la privatización y el control político», *Temas de Hoy*, Madrid.
- Azofra Palenzuela, V., y Santamaría Mariscal, M. (2004), «El gobierno de las Cajas de Ahorros Españolas», *Univèrsia Business Review*, Grupo Recoletos Comunicación.
- Banco de España (2006), *Informe de Estabilidad Financiera*.
- Banco de España (2006), *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*, 2005.
- Bernard, C., Fuentelsaz, L., y Tortosa-Ausina, E. (2005), «Consolidación, expansión y localización de las oficinas bancarias en España: 1995-2002», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 83, FUNCAS.
- Cals Güell, J. (2005), *El éxito de las Cajas de Ahorros. Historia reciente, estrategia competitiva y gobierno*, Ariel.
- Cañabate Pozo, R. (2006), *El régimen jurídico de las fusiones de las Cajas de Ahorros*, Marcial Pons.
- Carbó Valverde, S. (1996), «Una aproximación a las Cajas de Ahorros europeas», *Cuadernos de información económica*.
- Carbó Valverde, S., Humphrey, D., y López del Paso, R. (2005), «La eficiencia en los sistemas bancarios europeos: la influencia de los factores del entorno y la productividad», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 83, FUNCAS.
- Carbó Valverde, S. y Méndez Álvarez-Cedrán (2006), «La relevancia de la diversidad de estructuras de propiedad en el sistema bancario europeo», *Perspectivas del Sistema Financiero*, núm. 88, FUNCAS.
- Carbó Valverde, S., y López del Paso, R. (2004), «Los nuevos negocios bancarios en la Unión Europea», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 80, FUNCAS.
- Carcelén, J. M., y Muela, M. (1983), «La regulación de las Cajas de Ahorros y cooperativas de crédito en el marco constitucional», *RDBB*, núm. 12.
- Casares Marcos, A. (2003), *Cajas de ahorro: naturaleza jurídica e intervención pública*, Tirant Loblanch.
- Castelló Muñoz, E. (2005), *El liderazgo social de las Cajas de Ahorros*, FUNCAS.
- Clark, J. M. (1936), Preface to *Social Economics. Essays on Economic Theory and Social Problems*, Nueva York.
- Comisión Europea (2006), *Interim report on current accounts and related services*.
- Confederación Española de Cajas de Ahorros (2005), *Valoración del impacto de la Obra Social*.
- Confederación Española de Cajas de Ahorros (2006), *Informe anual 2005*.
- Confederación Española de Cajas de Ahorros (2006), *Responsabilidad social corporativa de las Cajas de Ahorros. Memoria 2005*.
- Crespí, R. y García-Cestona, M.A. (2004), «El gobierno de las entidades bancarias», *Papeles de Economía*, núm. 101.
- Crespí, R.; García-Cestona, M.A. y Salas, V. (2004), «Governance Mechanism in Spanish Banks. Does ownership matters?», *Journal of Banking and Finance*, 28.
- Crespo, M., y Llopis, G. (2001), Jurisprudencia constitucional sobre Cajas de Ahorros, *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 71, FUNCAS.



- Cuervo García, Á. (2003), «El código de buen gobierno en las Cajas de Ahorros». *II Jornadas sobre la singularidad de las Cajas de Ahorros españolas*, Federación de Usuarios de Cajas.
- Cuervo García, Á. (2003), «El buen gobierno de sociedades y las Cajas de Ahorros», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Fernández de Guevara, J. (2004), «Diversificación de negocio y estructura de ingresos de las entidades de depósito», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 80, FUNCAS.
- Fernández de Guevara, J. y Maudos, J. (2006), «Explanatory Factors of Market Power in the Banking System», IVIE.
- Fernández Sánchez, P. (2003), «El origen de la obra benéfica de las Cajas de Ahorros españolas (1839-1869)», *Papeles de Economía Española*, núm. 97, FUNCAS.
- Fuentelsaz, L., Gómez, J., y Polo, Y. (2004), «La expansión de la red de oficinas de las Cajas de Ahorros. Una perspectiva estratégica». *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 80, FUNCAS.
- Fundación Caixa Galicia (2003), *Presente y futuro de las Cajas de Ahorros*.
- García Delgado, J. L. (coordinador) (2004), *Las cuentas de la economía social. El tercer sector en España*, Civitas.
- García Suárez, P. (2006), «El gobierno corporativo de entidades emisoras de valores cotizados en mercados oficiales. Un resumen del informe anual del ejercicio 2004». *Estabilidad Financiera*, núm. 10, Banco de España.
- Giménez Zuriaga, I. (2003), «El gobierno corporativo, el control de las empresas y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios», *Análisis Financiero*, núm. 90, Instituto Español de Analistas Financieros y Fundación de Estudios Financieros.
- Gintis, H. (2002), «Social capital and community governance». *Economic Journal*.
- Girón Tena (1976), *Derecho de sociedades, Parte general, Sociedades colectivas y comanditarias*.
- Hansmann, H. (1996), *The ownership of enterprise*, Universidad de Harvard.
- Hausman, F. (1928), «Vom Aktienweisen and Vom Aktienrecht», Berlín.
- Hernangómez Cristóbal, F. (2003), «Las Cajas de Ahorros en sus aspectos cuantitativos básicos», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Herrero, T. y Carbajo, A. (2003), «Las Cajas de Ahorros como una forma eficiente de empresa», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Iglesias Prada, L. (2004), «Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las Cajas de Ahorros. Cuotas participativas y participaciones preferentes», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, FUNCAS.
- Jiménez, J. C. (2003), «Expansión y modernización de las Cajas de Ahorros (1939-2002)», *Siglo y medio de ahorro en España*, Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Jiménez Raneda y Pérez García (1988), «Las Cajas de Ahorros como empresas financieras», *Revista Valenciana de Hacienda Pública*, nº 5.
- Lagares Calvo, M. J. (1993), «Cajas de Ahorros: preparando el futuro», *Papeles de Economía Española*, núm. 46, FUNCAS.
- Lagares, M. J. (1999), *Las Cajas de Ahorros en Europa y sus recientes procesos de transformación en sociedades*, Caixa Pontevedra.
- Lagares y Neira (2003), *Diego Medrano y Treviño, creador de las Cajas de Ahorros españolas*, CECA.
- Liso, J. M., Balaguer, T., y Soler, M. (1996), *El sector bancario europeo: panorama y tendencias*, La Caixa.
- Madrid Parra, A. (2004), «Régimen de transparencia en las Cajas de Ahorros», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, FUNCAS.
- Maroto, J. A., y Melle, M. (2001), «El gobierno de las empresas bancarias en la Unión Europea: rasgos distintivos, códigos de buen gobierno y performance». *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 73, FUNCAS.
- Maroto, J. A., y Melle, M. (2002), «El dilema de las Cajas de Ahorros españolas: seguir siendo cajas o «morir de éxito», *Estrategias y operaciones empresariales en los nuevos mercados, 20 casos a estudio*, Civitas.
- Martín Aceña, P. (2003), «Expansión y consolidación institucional de las Cajas de Ahorros (1880-1923)», *Siglo y medio de ahorro en España*, Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Martín Mateo, R., y Sosa Wagner, F. (1974), *Derecho Administrativo Económico*, Pirámide.
- Martín Oliver, Salas y Saurina (2005)



- Maudos, J. (2006), «La dimensión en las Cajas de Ahorros. Un análisis de las cajas españolas en el entorno internacional», *Jornadas sobre la singularidad de las Cajas de Ahorros*, Federación de Usuarios de Cajas.
- Maudos, J., y Fernández de Guevara, J. (2005), «Los costes sociales del poder de mercado en la banca española», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 83, FUNCAS.
- Medel Cámara, B., y Domínguez Martínez, J. M. (2004), «La vinculación territorial de las Cajas de Ahorros», *Papeles de Economía Española*, núm. 100, FUNCAS.
- Méndez Álvarez-Cedrón, J. M. (2003), «El nuevo régimen jurídico de las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros», *Estudios jurídicos*, núm. 21, Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Moraleda García de los Huertos, F. (2003), «La eficiencia de las soluciones conjuntas en los nuevos servicios de las cajas», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Pampillón Fernández, F. (1994), «Las Cajas de Ahorros de la CE: evolución y perspectivas Futuras», *Colección Aula Abierta*.
- Pampillón Fernández, F. (2004), «Cajas de Ahorros, seguridad y posición frente a Basilea II», *Papeles de Economía Española*, núm. 100, FUNCAS.
- Pereira Rodríguez, J. (2003), «El futuro de los recursos propios de las Cajas de Ahorros», *Economistas*, núm. 98, Colegio de Economistas de Madrid.
- Pérez, F. y Fernández de Guevara, J. (2006), «La orientación relacional de las empresas bancarias», en *Banca Relacional y Capital Social en España: Competencia y Confianza*, Fundación BBVA.
- Pérez, J. (2006), «Notas y Reflexiones sobre las Cajas de Ahorros Españolas», Mimeo.
- Pérez Ramírez, J. (2003), «El modelo contable IASB. Análisis comparativo con la normativa de las entidades de crédito españolas», *Notas de Estabilidad Financiera*, núm. 3, Banco de España.
- Poveda Anadón, R. (1997), *Regulación de las entidades de crédito en España*, FUNCAS.
- Poveda Anadón, R. (2006), *Basilea II*, FUNCAS.
- Quintás Seoane, J. R. (2004), «La gestación del modelo español de cajas», *Papeles de Economía Española*, núm. 100, FUNCAS.
- Quintás Seoane, J. R. (2005), *Las Cajas de Ahorros en el ámbito de la responsabilidad social corporativa*, Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Revell, J. (1989), *El futuro de las Cajas de Ahorros. Estudio de España y el resto de Europa*, CECA.
- Rodríguez de Santiago (1997), «Los convenios de las Administraciones Públicas», Marcial Pons, Madrid.
- Rojo Álvarez-Manzaneda, R. (2002), «La transformación de las Cajas de Ahorros...», *Revista de Derecho Bancario y bursátil*, núm. 85.
- Romero Mora, A. (2005), «Los deberes de información sobre las operaciones vinculadas de las Cajas de Ahorros», *Estudios Jurídicos*, núm. 25, Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- Ros Pérez, F. (1996), *Las Cajas de Ahorros en España. Evolución y régimen jurídico*, Cajas de Ahorros de Murcia.
- Salas V. (2003), «El gobierno de la empresa bancaria desde la regulación», *Estabilidad Financiera*, 5. Banco de España.
- Sánchez Calero, F. (1991), «La identidad de las Cajas de Ahorros: pasado, presente, futuro», *RDBB*.
- Sánchez Calero, F., y Sánchez-Calero Guilarte J. (coordinadores) (2003), *Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero*, Aranzadi.
- Sánchez Peinado, E. (2001), «Internacionalización de la banca española: evolución y resultados en los años noventa», *Información Comercial Española*, núm. 794, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.
- Sancho Dronda, J. J. (1984), «El futuro de las Cajas de Ahorros», *Papeles de Economía Española*, núm. 18, FUNCAS.
- Santamaría Pastor, J. A. (1997), «Concentración del sistema financiero y competencias autonómicas: el problema de las fusiones de Cajas de Ahorros», *Cuadernos de información financiera*, núm. 127.
- Santamaría Pastor, J. A. (2004), «Los órganos de gobierno de las cajas: un trienio de minirreformas y contrarreformas», *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 81, FUNCAS.
- Suárez Suárez, A. S. (2003), «De la corporate governance o el gobierno de la gran empresa moderna», *Análisis Financiero*, núm. 90, Instituto Español de Analistas Financieros y Fundación de Estudios Financieros.
- Tapia Hermida (1991), «La financiación externa de las Cajas de Ahorros», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 43.