



W
28
(9013)

Documento de Trabajo

9 0 1 3

**FINANCIACIONES SUBORDINADAS DE
BANCOS Y CAJAS DE AHORRO**

M^a José Baquero López

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES.- UNIVERSIDAD COMPLUTENSE
Campus de Somosaguas. 28023 - MADRID

Esta publicación de Documentos de Trabajo pretende ser cauce de expresión y comunicación de los resultados de los proyectos de investigación que se llevan a cabo en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid. No obstante, la publicación está abierta a investigadores de otras instituciones que deseen difundir sus trabajos en ella.

Los Documentos de Trabajo se distribuyen gratuitamente a las Universidades e Instituciones de Investigación que lo solicitan. Asimismo, las peticiones personales pueden ser atendidas en la medida en que se disponga de ejemplares en existencia.

Se ruega a las personas e instituciones interesadas en solicitar ejemplares que utilicen el boletín de pedido que figura seguidamente.

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Boletín de Pedido.
Nombre de la persona o institución:
.....
Calle: nº
Ciudad:Distrito Postal:.....País:
Solicita una suscripción permanente <input type="checkbox"/>
(sólo Universidades e Instituciones de Investigación) <input type="checkbox"/>
Solicita los Documentos de Trabajo cuyos números se relacionan a continuación: _____

Enviar a:
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid
Vicedecano
Campus de Somosaguas. 28023 MADRID. ESPAÑA.

FINANCIACIONES SUBORDINADAS DE BANCOS Y CAJAS DE AHORRO

BAQUERO LÓPEZ, M^a José

Abril, 1.990

FINANCIACIONES SUBORDINADAS DE BANCOS Y CAJAS DE AHORRO

SUMARIO:

INTRODUCCIÓN

1. FINANCIACIONES SUBORDINADAS

- 1.1. Normativa legal
- 1.2. Características

2. DESARROLLO DEL MERCADO

- 2.1. Características de las emisiones efectuadas por las Cajas de Ahorro
- 2.2. Características de las emisiones efectuadas por los Bancos.

3. PERSPECTIVAS

4. ANEXO

-o-o-o-o-o-o-o-o-o-

En los últimos años el término "Financiaciones Subordinadas" ligado a emisiones realizadas por Entidades de Crédito se ha hecho familiar.

Este artículo analiza cómo surgen, y la evolución de las mismas a la luz de las disposiciones legales.

Primeramente se señalan las condiciones en las que hacen su aparición, más adelante sus especiales características, para terminar recogiendo el desarrollo del mercado y la importancia relativa de las mismas.

INTRODUCCIÓN:

La evolución del Sistema Financiero en los últimos años hizo necesario establecer nuevas bases para regular el coeficiente de garantía o coeficiente de recursos propios.

Desde el punto de vista de la solvencia, los recursos propios de una entidad de Crédito juegan un papel esencial, al permitir absorber pérdidas y seguir operando, además de proteger a los depositantes. Esta importancia es la que convierte a dicho coeficiente, denominado también de solvencia o de garantía, en la parte fundamental de la normativa que regula la solvencia en las Entidades de Crédito, y que está basado en que la mejor protección para los depositantes se obtiene asegurando que la entidad no vaya a la quiebra, más que, garantizando que éstos recuperarán los fondos depositados cuando la entidad se liquide.

El coeficiente mencionado es por tanto una exigencia legal, en virtud de la cual los recursos propios de una entidad han de guardar una relación predeterminada con sus activos, riesgos de firma y compromisos en general. (No todas las operaciones comparten el mismo riesgo, por lo tanto también habrá que exigir distintos pesos o ponderaciones).

Respecto a la reforma del coeficiente de recursos propios, hubo de tenerse en cuenta que el nivel mínimo de los mismos, en los bancos y cooperativas de crédito, se definía sobre los depósitos y Bonos de Caja. Mientras que las Cajas de

Ahorro no tenían formalmente un coeficiente similar, aún cuando debían aceptar ciertas limitaciones en función de esa relación.

Conviene señalar que aunque el volumen de depósitos y títulos constituyen una aproximación al volumen de negocio de la entidades de depósito, no refleja adecuadamente el nivel de los riesgos asumidos por ellas y a cuya cobertura se destinarían los recursos propios.

La "Ley 13/1985 de 25 de Mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros", viene a establecer en líneas generales los nuevos criterios que permiten solventar las deficiencias ya señaladas.

Por otra parte era una manera de anticipar lo que la directiva comunitaria recomienda de cara a la integración total en la C.E.E. .

El nuevo coeficiente de recursos propios, supone un techo o limitación a la capacidad de expansión de la actividad crediticia, y, por lo tanto, del Balance total con el consiguiente riesgo, para las Entidades "cortas" en este coeficiente, de pérdida de cuotas de mercado.

Los objetivos perseguidos en la reforma del coeficiente de recursos propios, recogida en la Ley 13/85 son:

- 1º Los motivos que la justifican, han sido establecer un criterio sobre recursos propios, de las Entidades, más ajustados a sus verdaderas necesidades.
- 2º Abrir nuevas opciones a aquellas Entidades que cuenten con recursos insuficientes.
- 3º Resolver el problema de la ineficacia de los recursos propios aparentes, resultante de relaciones de grupo.

Para ello, la ley propone un cambio en el criterio de definición de los recursos mínimos necesarios, y establece, como novedad destacable, la figura de las obligaciones subrogadas o subordinadas.

Los recursos propios de las Entidades de depósito estarán formados por (Art. 7º título II de la Ley 13/85):

- a) El capital social de las Sociedades, los fondos fundacionales de las Cajas de Ahorro y las aportaciones de las Cooperativas de Crédito.
- b) Reservas efectivas y expresas
- c) Los fondos y provisiones genéricos. No los imputables a una clase determinada de activos o riesgos.
- d) Los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorro y de educación y obras sociales de las Cooperativas de Crédito.
- e) Las financiaciones subordinadas, es decir, aquéllas recibidas por las entidades que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes, siempre que el plazo original de dichas financiaciones no sea inferior a cinco años y el plazo remanente hasta su vencimiento no sea inferior a un año. Estas financiaciones serán computables hasta la cuantía que en cada caso autorice el Banco de España.

Los recursos propios así definidos han de ser por lo menos iguales a un porcentaje de los activos de la entidad.

La determinación de este porcentaje se realiza de forma global (un 4 % del total de los activos bancarios), o de forma selectiva (distinguiendo entre los activos), eligiéndose el mayor de los dos, aún cuando el límite global actúe como mínimo. (Ver R.D. 1370/85 de 1 de Agosto, sobre recursos propios de las Entidades de depósito, desarrollando el título II de la Ley 13/85 de 25 de Mayo).

En el cuadro I se han recogido algunos datos que sirven para ilustrar sobre qué niveles se mueven los coeficientes de garantía de la Entidades de depósito.

La primera nota a resaltar es que los coeficientes que proporcionan Bancos y Cajas de Ahorro en sus respectivas memorias, no están calculados exactamente de la misma forma, pero aún no siendo cifras homogéneas, sí tienen carácter indicativo.

CUADRO I

COEFICIENTE DE GARANTIA (Recursos propios/recursos ajenos)

Años	Bancos (A)	Cajas de Ahorro (B)	
		(1)	(2)
1.985	8,20	6,67	6,81
1.986	8,47	6,56	6,72
1.987	8,84	6,42	6,65
1.988	11,03	6,92	6,61
1.989	10,30 (x)	(xx)	6,40 (x)

(x) Provisionales

(xx) No disponible

(1) Coeficiente de garantía (RP/saldo de los activos de riesgos totales)

(2) Coeficiente de garantía técnica (no se incluyen las F.S. dentro de los - recursos ajenos.

Fuente (A): Anuario de la A.E.B.

(B): Memorias de las Cajas de Ahorro

Por otra parte, las cifras correspondientes a la Banca representan valores medios entre banca nacional, regional, local y extranjera, con la salvedad de que la banca extranjera representa un porcentaje pequeño en volumen, pero con unos coeficientes que superan el 20 %.

De todo ello se puede deducir, aún con las deficiencias señaladas, que el coeficiente para bancos es mayor que para las cajas, lo cual es lógico si se tiene en cuenta que una de las partidas que integran los recursos propios es el capital, y las Cajas de Ahorro, por su naturaleza jurídica carecen de esta partida.

Ello está relacionado también con el incremento que experimenta el coeficiente para la Banca, como consecuencia de la más variada forma de obtener recursos propios (ampliaciones de capital, emisiones convertibles, etc., además de los beneficios no distribuidos, y también del aumento del riesgo en las operaciones financieras).

Las Cajas de Ahorro presentan por el contrario un coeficiente bastante estable en los últimos años, en torno al 6,5%, y el incremento de recursos propios (numerador del coeficiente) prácticamente sólo puede aumentarse a través de beneficios no distribuidos.

Las financiaciones subordinadas a pequeña escala pueden contribuir a ese incremento, en la medida necesaria para cumplir con la normativa legal, y con la vista puesta en la integración definitiva en la C.E.E., de lo contrario, algunas Cajas de Ahorro tendrán que optar por fusionarse o convertirse en sociedades anónimas.

1. FINANCIACIONES SUBORDINADAS: Normativa legal y características.

Acabámos de ver cómo las financiaciones subordinadas representan una innovación en cuanto a la captación de recursos propios y cómo su definición está contenida en el apartado e) del Art. 7º, título II de la Ley 13/85 de 25 de Mayo.

A continuación se señalan sus características a la luz de la normativa legal desarrollada.

1.1. Normativa legal.

Las ya mencionadas: Ley 13/85 de 25 de Mayo (B.O.E. 28.05.85), y R.D. 1370/85 de 1 Agosto (B.O.E. 09.08.85).

1.2. Características:

1. Lo primero y fundamental es su calificación respecto al riesgo, es decir, que en caso de dificultades y mientras no se liquide a todos los acreedores comunes no se podrá reembolsar la deuda, - tanto el principal de la misma como los intereses.
2. Lo segundo, y no menos importante, es que el pago de los intereses está ligado a la generación de beneficios, y por tanto si la cuenta de resultados no presenta signo positivo se suspende el - pago de dichos intereses en la forma que, más adelante se expone.

3. La cuantía por la que se computarán como recursos propios será - autorizada en cada caso por el Banco de España.

El Banco de España podrá limitar la cuantía de estas financiaciones, susceptibles de cómputo como recursos propios, hasta un porcentaje de los restantes recursos propios que se establecerá, en cada caso, atendiendo a la vida eficaz de la financiación subordinada, sus condiciones de remuneración y las posibilidades de - la Entidad de obtener otros recursos propios.

4. El conjunto de las financiaciones subordinadas no podrá superar, en ningún caso, el 30% de los recursos propios, salvo por reducción sobrevenida de los restantes recursos propios.
5. Las emisiones deberán ser acordadas en Juntas Generales, las cuales se consideran válidamente constituidas con la concurrencia - de, al menos, dos terceras partes del capital desembolsado en - primera convocatoria, o la mitad en la segunda. Sin tener en - cuenta en uno u otro caso el número de socios presentes.
6. El plazo original no podrá ser inferior a 5 años, ni el plazo remanente hasta el vencimiento, inferior a 1 año.

7. No podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipadas por decisión del emisor. (Aunque muchas de las emisiones, inicialmente perpetuas, contienen cláusulas de amortización anticipada a los 10 ó 20 años, previa autorización, generalmente, del Banco de España).
8. Sí podrá contener cláusulas de amortización anticipada a voluntad de los acreedores u obligacionistas, pero respetando los plazos de 1 y 5 años mencionados anteriormente.
9. Estas financiaciones no podrán ser adquiridas posteriormente por:
 - la propia Entidad
 - entidades de grupo consolidado
 - otras entidades o personas con financiación de la entidad emisora o del grupo consolidado.
10. Podrán ser convertibles en acciones o participaciones de la entidad emisora o de entidades del grupo consolidado y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión.
11. Podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera.
12. Por último, harán constar en los contratos y en los folletos de emisión su condición de deuda subordinada, y por tanto, ha de figurar, no sólo que ha de situarse a efectos de prelación de créditos tras los acreedores comunes, sino también lo concerniente al pago de los intereses y que es lo siguiente:

"El pago de los intereses se suspenderá en el supuesto de que la cuenta de resultados haya presentado pérdidas en el semestre natural o anterior. Los intereses devengados y no pagados por la razón precedente se acumularán en un débito, que tendrá asimismo carácter subordinado y que sólo se hará efectivo cuando la cuenta de resultados vuelva a presentar excedentes y hasta un importe de un tercio de los mismos. El pago de los intereses de demora sobre este débito se someterá a previa autorización del Banco

de España y no pudiendo exceder, en cualquier caso, del tipo de interés de la emisión en curso. Si vencido el plazo para la amortización del principal de la emisión, la cuenta de resultados de la Entidad continuara presentando pérdidas en el semestre anterior, el pago de los intereses devengados no satisfechos continuará en suspenso hasta que la cuenta de resultados vuelva a presentar beneficios, en cuyo caso se satisfarán anualmente como máximo hasta un tercio de dichos excedentes.

En conclusión, las financiaciones subordinadas son recursos que, al situarse en el último lugar del orden de prelación de los acreedores del emisor, cumplen la función de proteger a los depositantes; si la Entidad liquida, los depositantes cobran antes que los acreedores por financiaciones subordinadas. Sin embargo no puede absorber pérdidas y permitir que la entidad continúe operando, ya que, a diferencia de las acciones, el principal de éstas financiaciones constituye una deuda cierta que la Entidad sólo puede disminuir amortizándola. Por tanto no sirven como capital de riesgo, y lleva a que se limite su inclusión como recursos propios en un porcentaje del total, entre otros requisitos.

2. DESARROLLO DEL MERCADO

Una vez regulado el nuevo coeficiente sobre recursos propios, las Entidades de Depósito han necesitado incrementar alguna o varias de las partidas que componen el mismo para cubrir dicho coeficiente.

Las principales vías elegidas han sido las ampliaciones de capital (sólo para las Sociedades), la dotación de reservas y provisiones que implica un menor o nulo reparto de beneficios y la emisión de obligaciones subordinadas.

Esta última modalidad, objeto de análisis, ha venido desarrollándose en estos últimos años, sobre todo por las Cajas de Ahorro, ya que éstas por su naturaleza jurídica no pueden emitir capital o, como en el caso de las Cooperativas, experimentarían dificultades y limitaciones para llevarlas a cabo.

No obstante, también los Bancos se han apoyado en esta vía de obtención de recursos, aunque, como veremos más adelante, con algunas diferencias.

El desarrollo del mercado está, asimismo, ligado al plazo concedido para adaptarse a los niveles de recursos propios previstos en el Real Decreto 1370/85, de 1 de Agosto, ya mencionado.

En el Art. 6º de dicho R.D. se concedía un plazo de 3 años y el Banco de España podía extender dicho plazo por 2 años más, para la Entidades o grupos de Entidades que presentaran a la entrada en vigor del R.D. niveles de recursos propios muy reducidos, en razón de sus características institucionales, o que estuvieran sometidos a planes de saneamiento aprobados por el Banco de España.

La posibilidad que abre la Ley, al incluir las financiaciones subordinadas como parte integrante de los recursos propios, ha sido favorablemente acogida por las Entidades de Crédito. Para las Cajas de Ahorro supone la vía más sencilla de obtención de recursos propios (el resto lo constituirían las aportaciones de reservas y los fondos fundacionales o de obras benéfico-sociales).

Para los Bancos constituían una alternativa más junto, principalmente, a las ampliaciones de capital.

¿Qué factores han influido en la decisión de emitir estas F.S. frente a las vías alternativas clásicas de captación de recursos propios? Principalmente y con carácter general, han sido los siguientes:

- 1) Tipos de interés nominales más bajos que los vigentes en el mercado.
- 2) Método de colocación. Red propia de cada Entidad (derivada de lo anterior: sin redes propias no se puede emitir a tipos inferiores a los del mercado).
- 3) Posibilidad de ser convertibles y/o canjeables, característica aprovechada por las Entidades bancarias, pues en el primer caso la prima implícita de emisión abarataba el coste financiero de la misma, y en el segundo caso, se aliviaba autocartera.

Respecto a los tipos de interés, se han mantenido, como veremos más adelante, más bajos que los del mercado; digámos que el tipo más representativo de estas emisiones es el 10 - 10,5 %. Esta menor rentabilidad ofrecida a los obligacionistas está ligada con el segundo factor mencionado: el método de colocación.

La mayoría de estas emisiones son colocadas directamente entre los clientes de la propia entidad, con el consiguiente ahorro de comisiones de seguro y colocación.

Es evidente que sin esta red de colocación sería bastante difícil encontrar ahorradores dispuestos a suscribir este tipo de títulos, que presentan un tipo de interés más bajo que el del mercado y que, además, tienden a tener una liquidez regulada por la propia Entidad emisora.

Las emisiones de F.S. pueden generar, en sí mismas, beneficios para las Entidades de Crédito. La diferencia entre los tipos de emisión y los tipos del mercado interbancario ilustran bastante bien el margen financiero que las Entidades pueden obtener en términos del coste oportunidad de los recursos líquidos marginales (p.e., el interbancario para el mes de Marzo ha estado alrededor del 15 %, y la última emisión de bonos subordinados realizada en 1.990 ha sido al 12,10 %).

Aunque generalmente todas las emisiones de F.S. que se instrumentan como obligaciones o bonos solicitan su admisión a cotización en Bolsa, de hecho no existe un mercado secundario de obligaciones subordinadas dada la utilización de las propias redes en su colocación. Sí parece que existe el proyecto de creación de un mercado exclusivo para este tipo de títulos, donde se pueda ofrecer contrapartida y favorecer de este modo su tramitación y por tanto, aumentar su atractivo.

Existen otras modalidades de Financiaciones Subordinadas instrumentadas en préstamos puros tanto en pesetas como en divisas (p.e., el Banco Atlántico tiene una F.S. de este tipo).

No obstante, los datos básicos utilizados aquí, se refieren solamente a F.S. instrumentadas en obligaciones que son las más usuales.

Respecto al caso de convertibilidad en las O.S. lo analizaremos en el epígrafe correspondiente a las emisiones realizadas por los bancos, ya que solamente éstos pueden hacer uso de la misma.

Se ha elaborado un cuadro resumen que presenta los volúmenes emitidos y el nú-

CUADRO II

Evolución de las emisiones de Obligaciones Subordinadas (en millones de pesetas)

Años	1985	1986	1987	1988	1989	1990	T O T A L	Importe medio por emisión	
CAJAS	Nº de emisiones	3	8	6	44	13	-	74	1923
	Importe	5500	7520	3151	112610	14258	-	143039	
BANCOS	Nº de emisiones	-	1	2	4	4	1	12	18018
	Importe	-	1700	32000	59500	98000	25000	217300	
TOTAL	Nº de emisiones	3	9	8	48	17	1	86	4190
	Importe	5500	9220	36151	172110	112258	25000	360339	

Fuente: elaboración propia en base a datos facilitados por la D.G.P.F. y C.N.M.V.

mero de emisiones realizadas por bancos y cajas de ahorro desde 1.985 (fecha de entrada en vigor de la Ley) hasta este momento, incluyendo como última emisión, la realizada en Febrero de 1.990. Cuadro II.

El importe de la deuda emitida ha experimentado un aumento en los años 1.986 y 1.987, y ha tenido su punto álgido en 1.988 y 1.989. Sin embargo no se ha repartido por igual para bancos y cajas de ahorro, puesto que de un total emitido por importe de 360.339 millones de ptas., el 14 % de las emisiones corresponde a la banca, reuniendo sin embargo el 60 % del importe emitido. De donde se deduce que el importe medio por emisión no llega a 2.000 millones en las Cajas de Ahorro frente a 18.000 millones de media que suponen las emisiones bancarias.

Naturalmente, la inmensa mayoría de las Cajas son Entidades pequeñas y ello justifica el tamaño medio de las emisiones realizadas. Por el contrario, los bancos emisores de F.S. han sido además "grandes bancos", los cuales necesitan volúmenes mucho mayores para que realmente puedan incrementar los recursos propios y alcanzar el nivel adecuado del coeficiente.

2.1. Características de las emisiones efectuadas por las Cajas de Ahorro.

En el período 1.985-1.990 se han realizado 74 emisiones, siendo 1.988, con un total de 44 emisiones, el año en que mayor volumen se ha registrado, con un total de 112.610 millones de pesetas.

Más de 40 Cajas de Ahorro han realizado emisiones de F.S., alguna de ellas dos y tres veces, pero el importe medio por emisión no superó los 2.000 millones de ptas. como corresponde al tamaño de dichas Entidades. Oscila entre una emisión de la Caja de Ahorro de Ceuta por sólo 75 millones, y otra emisión de la Caixa de 34.000 millones de ptas., que por sí sola supuso en 1.988 el 30% del volumen total emitido. Es evidente que la Caixa es una entidad grande con un fuerte peso de su balance en relación al del resto de las Cajas, y por ello, el volumen emitido es mucho mayor y está en consonancia con la estructura de su balance.

Los nominales de los títulos, por el contrario, suelen ser bastante altos, llegando hasta 250.000 ptas., aunque los más comunes son de 50.000

y sobre todo 100.000 pts.. Esto es debido a la necesidad que tienen las Cajas de no "contaminar" su pasivo al colocar las O.S. entre su propia clientela. Seleccionando, mediante la fijación de un alto nominal una franja reducida de la misma, al tiempo que reducen las complicaciones administrativas derivadas de la emisión.

La mayoría de las emisiones se realizan con tipos de interés variable durante la vida de la emisión. Se pueden distinguir tres modalidades:

- a) Tipo de interés fijo para todo el período. Estos tipos oscilan entre el 9 y el 10% y han sido utilizados en las emisiones de los años 1.986 y 1.987. En 1.989 sólo 4 emisiones salieron con tipos de interés fijos, 3 de ellas al 10,5%, y una al 11,5%.
- b) Tipo de interés fijo para un período de 2 ó 3 años, y para el resto variable.
- c) Tipo de interés variable a partir del 2º año. En este apartado se encuentran la mayoría de las emisiones y los tipos más utilizados para ese primer año oscilan entre el 10 y el 11% (10,5 % principalmente).

Los tipos de referencia elegidos para la revisión son muy variados, pero podemos destacar los siguientes:

- tipo de interés medio de los depósitos a plazo entre 3 y 6 meses
- imposiciones al plazo fijo de 1 año y para saldos iguales o superiores a 1 millón de pts. .
- en función de los beneficios que obtenga la entidad emisora

Esta última modalidad no es muy frecuente, pero, sin embargo, resulta muy interesante, puesto que liga los intereses a percibir por la obligación o bono, al beneficio obtenido. Los intereses serán pues un porcentaje de los mismos y el bonista u obligacionista participa así de los beneficios de la entidad, lo cual resulta muy coherente con la calificación de Recurso Propio de la O.S.

Las O.S. con este sistema de referencia se acercaría al concepto de "bono participativo".

En la medida que la rentabilidad de los bonos depende de los beneficios obtenidos, éstos se asemejan a las acciones y si, además, estos bonos - participativos pudieran negociarse en el mercado, probablemente estaríamos ante una nueva forma de participación en el capital y de expansión para entidades como las cajas de ahorro. Actualmente se está trabajando en el diseño de este tipo de bono o cuota participativa como una de las soluciones para incrementar el capital en las Cajas de Ahorro.

Cualquiera de los tipos descritos suponen referencias subjetivas, puesto que se basan en tipos regulados por las propias Entidades.

Otros tipos de referencia más objetivos los constituyen:

- el tipo de interés medio de la Deuda Pública con amortización entre 3 y 6 años emitida durante el semestre anterior al momento de la revisión.
- el tipo de interés medio de las Cajas de Ahorro publicado por el Banco de España para las imposiciones y C.D. a un año.

En la práctica totalidad de las emisiones los intereses se abonan - con periodicidad inferior al año, siendo lo más común el abono semestral de intereses, aunque existen algunas emisiones con cupón - trimestral y también mensual (éstas son básicamente las emisiones - de Caja Catalana, de Caixa, Caja de Manlleu, Caja de Barcelona, etc.).

Tal como dicta la Ley, el plazo mínimo de amortización para estos títulos subordinados ha de ser 5 años, por tanto esa es la duración mínima de estas emisiones.

A partir de ahí pueden clasificarse en dos grupos, aquéllas con duración hasta 10 años, y las emitidas con carácter perpetuo. Algunas de éstas últimas sin embargo, contienen una cláusula para el reembolso anticipado - transcurridos 10 ó 20 años, previo dictamen favorable del Banco de España.

En cualquiera de los casos el reembolso o amortización suele realizarse de una sola vez al final del período considerado.

2.2. Características de las emisiones efectuadas por los Bancos.

De las 12 emisiones realizadas y analizadas hasta la fecha conviene distinguir las pertenecientes a los grandes Bancos y aquéllas otras emitidas por entidades medianas, ya que las primeras representan un volumen muy superior como corresponde al tamaño de dichas entidades.

Si bien en los años 1.986 y 1.987 sólo se realizaron 3 emisiones de B.N. P. España y Banco de Financiación Industrial, a partir de 1.988 aparecen en el mercado casi todos los grandes bancos: Hispano Americano, Banesto, Santander, Central y BBV.

El importe total emitido hasta marzo de 1.990 ha sido de 217.300 millones de pts. con un importe medio por emisión de 18.000 millones de pts..

Las características más destacables de estas emisiones, respecto a las ya mencionadas para las realizadas por las Cajas de Ahorro, es su carácter de convertibles y/o canjeables. De esta forma los recursos obtenidos a través de estas financiaciones subordinadas, y que integran desde el principio, parcialmente, el coeficiente de recursos propios, pasan a formar parte del capital y reservas de la entidad (en la medida que los tenedores de títulos acuden a la conversión) y por lo tanto dicho coeficiente no experimentará la disminución provocada por la amortización de la deuda.

Todas las emisiones efectuadas, excepto las correspondientes al Banco de Santander, 1.988 sólo de renta fija, Banesto, 1.988 sólo canjeables por acciones ya emitidas con anterioridad, y B.H.A., 1.990, sólo convertibles, el resto son emisiones convertibles y/o canjeables a decisión, lógicamente, del emisor.

Son planteamientos estratégicos distintos; p.e., la emisión del Santander probablemente no responde tanto a una necesidad de incrementar los recursos propios, como a la de obtener financiación a unos tipos de interés inferiores a los de mercado y lógicamente aprovechando la red comercial.

En cuanto a la característica convertible/canjeable, conviene recordar que las obligaciones al transformarse en acciones desencadenan un proceso de ampliación de capital en donde el número de acciones emitidas queda determinado por el número de obligaciones que se convierten y el valor de cotización de la acción en el mercado.

Esta manera de financiarse por parte de la entidad emisora puede tener ventajas respecto a una simple ampliación de capital, puesto que el número de acciones nuevas resultante es menor, y, por lo tanto, también - la dilución del beneficio. Además la captación de los recursos resulta más barata en función de la cotización de la acción como sucede cuando se emiten acciones con prima de emisión. Recordemos que a los emisores les interesa que la cotización de la acciones esté, cuanto más alta mejor, en el momento de la conversión, puesto que la diferencia entre el precio de conversión y el nominal de la acción se convierte en financiación no retribuida, contabilizada en la rúbrica de Reservas.

En el caso de obligaciones canjeables, no existe incremento de capital, simplemente se convalidaría la financiación obtenida como recursos propios, pero se elimina autocartera en un proceso que puede ser beneficio para el Banco por tres motivos:

- 1) Cuando los tipos de interés del interbancario son elevados el coste de mantenimiento de la autocartera es elevado en términos de coste de oportunidad del empleo alternativo en activos típicamente bancarios (créditos).
- 2) La nueva normativa en cuanto a mantenimiento y publicidad de la autocartera es ahora muy estricta. La Ley de Sociedades Anónimas limita al 5% máximo el volumen de autocartera para las Sociedades que - cotizan en bolsa.
- 3) Puede haber una plusvalía en función del coste medio de la acción - en la autocartera.

De todas formas parece evidente que, con independencia de aumentar o no los recursos propios, las financiaciones subordinadas se están realizando a tipos más bajos que las vigentes en el mercado. Por ello los gran -

des bancos amparados en su red comercial han sacado a la luz estas emisiones que suponen prácticamente un tercio de las emisiones de "renta fija" empréstitos emitidos por la Banca en 1.990.

En cuanto al nominal de los títulos, es más pequeño que en el caso de las Cajas, entre 500 pts. (Central) y 10.000 (Guipuzcoano y B.H.A.), más cercanos a los nominales de las acciones objeto de conversión o canje. El resto de las emisiones son de 1.000 pts. (Banesto y BBV) y, con la excepción del Santander cuyos títulos tienen un nominal de 50.000 pts. y se asimila a lo mencionado para las emisiones de las Cajas de Ahorro ya que éstas son obligaciones puras a tipo fijo.

También respecto a la duración, el Santander con 10 años, constituye una excepción. Lo normal son 5 años, aunque generalmente a partir del primero se pueda ejercer ya el derecho de conversión en 2, 3 ó más períodos fijados con anterioridad.

Por lo que respecta a los tipos de interés, es válido lo dicho con carácter general, es decir, que están por debajo de los de mercado, y señalar además que incluso más bajos que los ofrecidos por las Cajas de Ahorro, influidos tanto por el propio nombre de la entidad emisora, como por la opción de conversión. Los tipos mínimo y máximo corresponden a dos emisiones del B.H.A., la 1ª en 1.988 al 7%, y la 2ª en 1.990 al 11,75%.

Se han realizado siete emisiones a tipo de interés fijo B.N.P. (1ª y 2ª emisión), Guipuzcoano (2ª), Banesto, B.H.A. (1ª), Central y Santander y el resto, con tramos variables. El pago de cupones se efectúa semestralmente y la amortización para aquéllos títulos que no acudieron a la conversión o canje tiene lugar por una sola vez al final del período total.

3. PERSPECTIVAS

Cuando aparece un producto nuevo en el mercado financiero suele ocurrir que tras un breve período de tanteo, viene una gran expansión de mayor o menor duración, dependiendo de las características específicas y del entorno, para

proseguir con una evolución más sosegada, y así hasta que o bien se consolida o fracasa.

Las financiaciones subordinadas, como producto financiero nuevo, también han seguido la pauta descrita más arriba.

El Cuadro III refleja los saldos vivos de dichas obligaciones (puede comprarse el fuerte incremento habido y ya comentado, entre los años 1.987 y 1.988). Para 1.989 este incremento, aún siendo importante, es netamente inferior y su evolución futura dependerá de una serie de factores que a continuación exponemos, pero que pasan por dotar de liquidez a estos títulos. En este sentido existen indicios para la creación de un mercado secundario de deuda subordinada, patrocinado concretamente por el Grupo Peninsular, entidad que agrupa a varias Cajas de Ahorro. No olvidemos que para las Cajas de Ahorro estas F.S. y las cuotas participativas, si llegan a cuajar, serán los únicos instrumentos para capitalizarse, además de incrementar las reservas a través de la generación de beneficios.

Para los bancos, las emisiones de F.S. se seguirán efectuando de acuerdo con lo siguiente:

- 1) tanto para cubrir el coeficiente de recursos propios e, incluso aunque no hubiese problema para cubrir este coeficiente, en la medida que funcionen los mercados cautivos (tipos más bajos, red de colocación propia).
- 2) en ciclos bajistas de las Bolsas, (que suelen coincidir con ciclos alcistas de tipos de intereses) las emisiones de nuevas acciones, bien por ampliación de capital directamente, bien a través de fórmulas de conversión de obligaciones, son más difíciles de aceptar por el mercado dados los altos costes de capital que representan para las empresas, y por lo tanto se seguirá recurriendo a las emisiones subordinadas.
- 3) el ajuste hacia el encaje técnico experimentado por el nuevo coeficiente legal de caja en España (5% para los nuevos pasivos) hace de la expansión del Balance y la consiguiente ganancia de cuota de mercado, una cuestión estratégica para la gran Banca, por ello, la holgura en el coeficiente de recursos propios resulta una condición sine qua non.

CUADRO III

Saldos vivos de obligaciones subordinadas (miles de millones)

<u>Año</u>	<u>Importe</u>	<u>% de crecimiento sobre el año anterior</u>
1.985	10,3	-
1.986	16,1	56,3
1.987	49,2	205,6
1.988	180,3	266,5
1.989	252,0	39,8

Fuente: B. Estadístico - B.E. (Enero 1.990)

Las Cajas de Ahorro que han disminuído en 1.989 el volumen de emisiones de F. S. respecto al gran boom del año anterior, seguirán emitiendo F.S., pero las razones no son trasladables idénticamente.

- Respecto a la primera, sí seguirán captando recursos propios de acuerdo a sus necesidades, pero la capacidad comercial de la red, es mucho más limitada que en la Banca, en este sentido la organización de un mercado secundario que dote de liquidez a estos títulos constituiría un importante atractivo.
- La segunda condición no es válida para las cajas que carecen de capital y por tanto no hay posibilidad de F.S. convertibles.
- Por último, la tercera sí es válida, aunque las Cajas de Ahorro no tienen un balance lo suficientemente flexible, en términos de sensibilidad a los tipos de interés, como para lanzarse a la guerra de captación de nuevo pasivo a través de las cuentas de alta remuneración. (Solamente las grandes lo intentarán como de hecho ya ha ocurrido con la Caja de Ahorro y M. de P. de Madrid).

-o-o-o-o-0-o-o-o-o-

A N E X O

Características de las emisiones de Obligaciones Subordinadas realizadas
por Cajas de Ahorro y Bancos en el período 1.985 / 1.990

-o-o-o-o-o-

m.m. (millones de pts.)

m. (miles de pts.)

C A J A S - (1.985)

Entidad	Importe efectivo (m.m.)	Tipo interés nominal	Nº de pagos al año	Duración-años	Núm. de reembolsos
C.A. de Murcia	500	11 F	2	5½	1
C.A. y M.P. de Barcelona.	3.000	11,5 V	12	Perpetua (✕)	
" "	2.000	11,5 V	12	Perpetua (✕)	
T O T A L	5.500				

(✕) Con posibilidad de reembolso a los 10 años.

m.m. (millones de pts.)

C A J A S - (1.986)

Entidad	Importe efectivo (m.m.).	Tipo interés nominal	Nº de pagos al año	Duración años	Núm. de reembolsos
M.P. y C.General de A. de Badajoz	250	9,5 F	2	5½	1
C.A. y M.P. Cádiz	450	8 F	2	6	1
C.A.Provincial de Orense	700	9,5 V	2	5½	1
C.P.A. y M.P. de Huelva	520	9,5 F	2	5	1
C.A. Pontevedra	600	10 F	2	6	1
C.Insular de Canarias	1.000	10,5 F	4	5½	1
C.A. y M.P. de Pamplona	500	10 F(✕)	2	6	1
C.A. de Valencia	3.500	10	2	5½	1

T O T A L : 7.520
(8 emisiones)

<u>B A N C O S</u>					
B.N.P. España(**)	1.700	10 F	5	2	1

T O T A L : 9.220
(C. y B.)

(✕) fijo 3 años.

(**) convertibles

C A J A S - (1.987)

Entidad	Importe efectivo (m.m.)	Tipo interés nominal	Nº de pagos al año	Duración años	Nº de reembolsos
C. Insular de Canarias	500	9,25 F		5	1
C.A. y M.P. Cádiz	246	10 F		6	1
C.A. y M.P. Ceuta	150	12 F		5	1
C. Provincial de A. y M.P. de Huelva	155	9,50 V		5½	1
C.A. y M.P. de Cáceres	600	12 F		6	1
C.A. de Jérez	1.500	10 F		5½	1
T O T A L :	3.151				
B A N C O S					
B.N.P. España (✕)	3.000	10 F	2	5	1
B.Fin.Ind.INDUBAN (✕)	30.000	9 V	2	6	1
T O T A L : (C. y B.).	36.151				

(✕) = Emisiones convertibles.

C A J A S - (1.988)

Entidad	Importe efectivo (m.m.)	Tipo interés nominal	Nº de pagos al año	Duración años	Nº de reembols.
C.A. y M.P. Zaragoza. A. y R.	6.000	10,5 V	2	Perpetua (*)	-
C.A. Cuenca y C.R.	1.500	10 V	2	" (*)	-
C.A. Valencia	4.800	10,5 V	2	"	-
C.A. y M.P.Barcel.	7.500	10,5 V	12	"	-
C.A. de Murcia	1.000	10,5 V	2	10	1
C.A. y M.P. Ronda	3.000	10 F		5½	1
C.A. Prov.Orense	600	10 V	2	10½	1
C.A. Ins.Canarias	1.000	10 F	4	5½	1
C.A. Prov.Albacet.	1.000	10 V	2	Perpetua (*)	-
C.A. y M.P.Vitoria	1.400	10 V	2	" (*)	-
C.A. y M.P. Murcia	1.000	9 V	2	" (*)	-
C.A. Layetana	1.500	10,5 V	4	Perpetua (*)	-
C.A. Penins.Cataluña y Baleares	15.000	10,5 V	12	Perpetua (*)	-
" "	19.000	10,5 V	12	Perpetua (*)	-
C.A. y M.P. Ceuta	75	10,5 V	12	10	1
M.P. y C.A. Córdoba	2.000	10 F	12	5½	1
C.A. Sabadell	2.900	11,5 V	2	Perpetua (*)	
C.A.Prov.Ponteved.	1.000	10,5 V	2	10	1
C.A. Plasencia	455	9,5 F	-	10	1
C.A. Galicia	9.750	10,5 V	4	Perpetua	-
C.A. Mediterráneo	3.000	9,5 V	2	Perpetua	
C.A.Municip.Bilbao	2.500	10 F	2	5½	1
C.A. Manresa	2.000	10,5 V	12	Perpetua	-
C.A.Municip.S.Sebas.	2.500	11 V	2	5	-
C.Rural Prov. Jaen	250	10 F	2	10	5
C.A.Prov.Alicante	1.000	10 V	2	10	1
C.A.Prov.Huelva	260	10 V	2	10	1
C.A. y M.P. Ceuta	400	11 F	12	6	1
C.A. Torrent	500	9,5 V	2	Perpetua	-
C.A. Valencia	3.000	10 V	2	Perpetua	-
C.A.Prov. Toledo	1.500	10 V	2	10	1
C.Gral.A y M.P.Gran.	1.200	10 V	2	7	1
C.A. y M.P. Cádiz	200	10 F	2	6	1
C.A. y M.P. Municip. Pamplona	570	10,5 V	2	10	1

Total: 99.360

...../.....

C A J A S - 1.988 (continuación)

C.Prov.A. Granada.	400	10	F	2	5,5	1
M.P. y C.G. A de Badajoz	1.500	10,5	V	2	Perpetua (*)	-
C.A.Prov. Orense	700	10	V	2	10,5	1
M.P. y C.A. Sevill.	1.500	10	V	2	Perpetua	-
C.A. y Soc.Sagunto	250	10	V	2	10	1
C.A. y M.P. A. y - Rioja	2.400	9,75	V	4	Perpetua (*)	-
C.Gral. Canarias	2.000	10,25	V	4	Perpetua (*)	-
C.de C. y C.Real	500	10	V	2	Perpetua (*)	-
C.A. Tarrasa	2.500	10,5	V	2	Perpetua (*)	-
C.Prov.A. Alava	1.500	10	V	2	10	1

Total: 13.250

TOTAL - 1.988 112.610
(44 emisiones)

(*) Se puede amortizar a los 20 años previa autorización del B.E.

B A N C O S - 1.988

Entidad	Importe (m.m.)	Nominal del título (mil.)	Interés nominal	Nº de pagos al año	Duración	Nº de amortización	Convertibilidad
B. Guipuzcoano	2.500	10	10,25 V	2	5	1	si/canjeables
B. Santander	12.000	50	10,5 F	1	10,5	1	-
BANESTO	30.000	1	8 F	2	5	1	canjeables
B.Hispano Americano	15.000	10	7 F	2	5	1	si/Warrant
T O T A L : (4 emisiones)	59.500						

m.m. (millones de pts.)

m. (miles de pts.)

C A J A S - 1.989

Entidad	Importe efectivo (m.m.)	Precio nominal de un título	Interés nominal	Nº de pagos al año	Duración en años	Nº de reembolsos	Preamortizables por el emisor
Caja Almería	1.000	10	10	2 V	7	1	No
Caja Canarias	1.200	50	10,25	4 V	-	-	Si
Caja S. Sebastián	1.500	100	11,50	2 V	5,5	1	No
Caixa Sagunto	300	100	10,50	2 V	Perpetua.	-	Si
Caixa Mqnlleu	1.200	100	10,50	12 V	-	-	Si
Caixa Pop.Valencia	58	100	10,50	2 V	7	1	No
Caja Alicante	2.000	-	11,38	2 V	11	1	No
Caja Sur (Córdoba)	1.100	50	10,50	2 F	5,5	1	No
Caja Rioja	1.000	5	10,50	2 F	5,5	1	No
Caja Jérez	2.400	100	10,50	4 V	-	-	Si
Caja Cáceres	500	100	10,50	2 F	6	1	No
Caja Jérez	1.500	50	11,50	4 F	5,5	1	No
Caja Toledo	500	100	10,50	2 V	10	1	No
T O T A L : (13 emisiones)	14.258						

B A N C O S - 1.989

Entidad	Importe Efectivo (m.m.)	Precio nomi- nal tít.(mil)	Interés nominal	Nº de pagos al año	Duración en años	Nº de reem- bolsos.	Convertibles
Banco Central	49.000	0,5	10 F	2	5	1	canjeables
B.B.V.	35.000	1	10 V	2	6,5	1	conv. o canj.
" (ampliac.)	5.000	1	10 V	2	6,5	1	" " "
B.B.V. - 2º	5.000	1	10	-	6,5	1	
B. Guipuzcoano	4.000	1	10,75 F	2	5,5	1	convertib.
TOTAL :		98.000					
(4 emisiones - 2 con ampl.)							

B A N C O S - 1.990

Entidad	Importe efectivo (m.m.)	Tipo interés nominal	Nº de pagos al año	Duración años	Nº de reembols
B.H.A. (*) " ampliacion.	25.000 (40.000)	11,75 V	2	5	1

(*) Convertibles