

Antoni Serra Ramoneda

PREFERENTES
Y SUBORDINADAS.
UNA TRAGEDIA ESPAÑOLA

Director de la colección: Gonzalo Pontón Gijón

Consejo asesor:
José Manuel Blecua
Fátima Bosch
Victòria Camps
Salvador Cardús
Ramon Pascual
Borja de Riquer
Joan Subirats
Jaume Terrades

© del texto: Antoni Serra Ramoneda, 2016
© de esta edición: Edicions UAB, 2016
© de la imagen de la cubierta: Euro down the drain. TaxRebate.org.uk / CC-BY

Edicions UAB
Servei de Publicacions de la Universitat Autònoma de Barcelona
Edifici A
08193 Bellaterra (Cerdanyola del Vallès)
Tel. 93 581 10 22
sp@uab.cat
www.uab.cat/publicacions

ISBN: 978-84-945163-6-8
Depósito legal: B.22434-2016
Impreso por Gràfiques JOU, SL
Impreso en España – Printed in Spain

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del *copyright*.

Índice

PRÓLOGO	9
-------------------	---

CAPÍTULO I

EL NACIMIENTO DE LOS TÍTULOS HÍBRIDOS	19
1.1. El origen de las acciones preferentes y sus metamorfosis . . .	19
1.2. Las obligaciones subordinadas	29
1.3. Una peculiaridad germánica: los <i>Genussscheinen</i>	33
1.4. El detonante de los títulos híbridos	35

CAPÍTULO 2

BASILEA Y SUS RATIOS	45
2.1. La preocupación por la solvencia	45
2.2. Basilea: la medición de la solvencia	51
2.2.1. <i>El ratio Cooke</i>	52
2.3. Los efectos del nuevo enfoque	62
2.4. Los efectos y las limitaciones de Basilea I	64
2.5. Basilea II y el ratio McDonough	67
2.6. Un balance pobre	69

CAPÍTULO 3

LOS ACUERDOS DE BASILEA EN ESPAÑA	73
3.1. Un proceso avanzado: el caso español	73
3.2. Las dos Basileas en España	79
3.2.1. Basilea I y su impacto	79
3.2.2. Basilea II, de breve vida	83

3.3. El dispar arranque de los híbridos	86
3.4. El arraigo de los híbridos	101
3.5. La evolución de la solvencia	106
3.6. El fracaso de las cuotas participativas	115
CAPÍTULO 4	
ANÁLISIS DE LAS PARTICIPACIONES.	123
4.1. Composición y evolución de las emisiones de títulos híbridos	123
4.2. Las participaciones preferentes: el bloque fundamental . . .	128
4.2.1. Importe, frecuencia e ISIN de las emisiones.	129
4.2.2. Vida y condiciones de amortización	131
4.2.3. Las condiciones de la remuneración	133
4.3. Las obligaciones subordinadas: el año 1985 como punto de partida.	146
4.4. Auge y ocaso de la deuda subordinada	147
4.5. Singularidades	150
CAPÍTULO 5	
RIESGO Y LIQUIDEZ	165
5.1. La valoración del riesgo	165
5.2. El problema de la liquidez.	174
5.2. Un mercado secundario poco efectivo.	184
CONCLUSIÓN	193
1. Basilea y la dialéctica reglamentaria	193
2. Omisiones y responsabilidades en el caso español	196
BIBLIOGRAFÍA	205
TABLAS DE PREFERENTES.	213
TABLAS DE SUBORDINADAS.	227

PRÓLOGO

Durante más de veinticinco años ininterrumpidos, una proporción nada desdeñable de mi vida activa, he ocupado cargos de responsabilidad en estas singulares entidades que fueron las cajas de ahorros, de las que hoy apenas queda rastro. Empecé el periplo en 1978 en la entonces Caixa de Pensions de Catalunya i Balears, hoy conocida como La Caixa, donde llegué a ocupar el cargo de secretario de su consejo de administración. Por circunstancias que ahora no vienen al caso, tuve que abandonarlo a regañadientes y precipitadamente para desembarcar como presidente en la Caixa de Catalunya. Había de ser un nombramiento provisional, pues la misión era apaciguar la jaula de grillos en que presuntamente se había convertido el correspondiente órgano de gobierno. Se preveía la pronta promulgación de una nueva legislación que obligaría a una renovación a fondo de toda la estructura organizativa, momento en que sería relevado. Con esas perspectivas acepté resignado el papel de bombero que se me adjudicaba. Tras unos primeros tanteos, comprobé que el fuego no era tan grave como desde fuera se suponía. La paz se impuso en el consejo de administración, hubo un cambio de director y pronto las cifras contables iniciaron un proceso de clara mejoría.

Pero el hombre propone y Dios dispone. Vencido mi primer mandato, se me pidió que siguiese al frente de la entidad. Las aguas estaban mansas y el viento soplaba de popa. Me encontraba cómodo compaginando mis tareas universitarias con las que comportaba la presidencia. Las renovaciones se fueron sucediendo y la supuesta interinidad duró nada menos que veinte años. Solo alcanzado el 2004 se me comunicó, por par-

te de quien tenía el derecho de hacerlo, que el cargo pasaría a manos de una persona que había tenido importantes responsabilidades institucionales y políticas. Y así, apenas entrado el 2005, se deshicieron los lazos que me unían a estas entidades de ahorro que tanto han dado que hablar en los años transcurridos hasta la fecha.

Cuando me desvinculé del sector, aún imperaba el convencimiento de que las cajas de ahorros españolas no solo gozaban de una salud de hierro sino que además habían alcanzado una eficiencia que se traducía en un constante crecimiento de su cuota de mercado en detrimento de la que correspondía a los bancos. La confianza era absoluta y el ahorro creciente de una enriquecida clase media fluía hacia sus arcas sin recelo alguno. Cierto es que alguna voz aislada denunciaba quedamente indicios de males que, de no atajarse, podían poner en peligro la continuidad de esta bonanza. Pero eran pocas y pronto silenciadas bajo la acusación de pájaros de mal agüero o de cenizas a quienes las pronunciaban.

Al abandonar la Caixa de Catalunya las cifras eran contundentes. El conjunto de las cajas españolas mantenía la tendencia exponencialmente creciente de los años anteriores con unos beneficios totales netos consolidados que superaban los cinco mil millones de euros. Su red de oficinas seguía ampliándose frente a la parálisis o incluso inicio de repliegue de la de los bancos. El volumen de emisiones de títulos híbridos en circulación parecía nimio en comparación con el crecimiento de su pasivo, por lo que se estimaba una probabilidad casi nula de que no percibieran la remuneración prometida. Esta confianza les permitió dotarles de unas condiciones que redundaban en un coste que apenas superaba el de los bonos y las obligaciones simples, que también empleaban para captar los recursos que les permitían su extraordinario crecimiento.

La Caixa de Catalunya no era una excepción. Tras un tropiezo por una inversión equivocada en una compañía de se-

guros, en 2004 ya había recuperado su velocidad de crucero. Su expansión geográfica, con fuerte concentración en Madrid y Levante, se saldaba positivamente al alcanzar las nuevas oficinas abiertas el umbral de rentabilidad más pronto de lo esperado. Se había diseñado y puesto en práctica un modelo de participación en empresas inmobiliarias que parecía prudente por su diversificación y racional por su reparto de incentivos entre los promotores y el socio financiero. Tanto es así que fue elogiado por las instancias superiores y sirvió de inspiración a algunos de nuestros competidores. De ahí que, llegado el momento, abandonara la Caixa de Catalunya razonablemente satisfecho de la tarea realizada, convencido de su solidez y solvencia y con la tranquilidad de haber cumplido al pie de la letra con las disposiciones legales que determinaban mis funciones y mi remuneración como presidente del consejo de administración de la entidad.

Permítaseme un inciso. La presidencia de una caja de ahorros catalana ofrecía rasgos esquizofrénicos. Según la legislación vigente en esta comunidad autónoma, el cargo no tenía carácter ejecutivo y hasta el 2005, cuando ya me había desligado de la Caixa de Catalunya, su remuneración se debía limitar a unas dietas cuyo límite superior estaba fijado por la Generalitat y que solo se movía en función del IPC. Su importe anual dependía, pues, del número de asistencias a las reuniones de los órganos colegiados celebradas, pero, en cualquier caso, por grande que fuera la frecuencia, siempre estaba a una distancia más que respetable de los emolumentos percibidos por el director general, el máximo ejecutivo de la entidad. Sin embargo, frente al Banco de España, a las autoridades competentes y sobre todo a la opinión pública, el presidente era el máximo responsable del correcto funcionamiento de la entidad, del estricto cumplimiento de la normativa legal y de los fines sociales que habían conducido a la creación de la caja. Era quien estaba destinado a recibir la primera y más fuerte reprimenda

y, de terciarse, la correspondiente sanción en caso de cualquier desviación de la senda ortodoxa. Se diría que el modelo que se tenía en la mente era el imperante en otras comunidades autónomas, como por ejemplo la de Madrid, donde el cargo de presidente tenía facultades ejecutivas y comportaba la dedicación exclusiva a la entidad con una remuneración que en algunos casos tenía muchos ceros a la derecha. Aún ahora, las instancias judiciales y los medios de comunicación en sus tratamientos de la crisis de las cajas de ahorros, con una visión muy centralista, no son conscientes de las diferencias existentes en los modelos de gobierno dentro del Estado español y miran con el mismo prisma situaciones diversas. No toda España es Madrid.

Pero, *revenons à nos moutons*, como diría un francés para urgir a retomar el tema del que se estaba hablando. Bien es verdad que era consciente de la existencia de un punto débil en la caja que abandonaba: la escasa proporción de los recursos propios frente al volumen de los ajenos administrados. Esta es una tara que se arrastraba desde su nacimiento. Al fundar la Caja, la Diputación de Barcelona la dotó con un capital muy exiguuo, concretamente 50.000 pesetas, que incluso por aquellas fechas no era una suma que justificara un repique de campanas. Pero, para tranquilidad de futuros depositantes y reguladores, en sus estatutos se incluyó una cláusula por la que la institución fundadora se hacía garante de todos los compromisos que la Caja, considerada un mero apéndice, asumiera. En consecuencia, la protección de la Diputación, con un presupuesto generoso, restaba importancia al exiguo importe contable de los recursos propios de la Caja.

Esta cláusula se mantuvo tal cual durante muchos lustros, a pesar de que el éxito de la nueva entidad financiera fue considerable y el volumen de los recursos por ella administrados alcanzó una dimensión tan superior al presupuesto anual de la Diputación fundadora que el aval por esta concedido pasó a

ser puramente virtual. Finalmente, se aprovechó la reforma de los estatutos que exigía su adaptación a una nueva normativa para eliminar en 1992 la referida cláusula que los acontecimientos habían tornado obsoleta.

Durante los años de vigencia de la mencionada protección, los beneficios generados y no dedicados a la obra social habían permitido acumular unas reservas que eran un importante múltiplo del capital fundacional. Aun así, los recursos propios nunca llegaron a alcanzar una proporción confortable del pasivo. Siempre había que estar muy atento al consumo de ellos que cualquier decisión de inversión implicaba. Era un dogal que restringía las posibilidades de actuación.

No es de extrañar, pues, que tan pronto como desde Basilea se abrió la posibilidad de incrementar los recursos propios computables a efectos del cálculo de la solvencia, Caixa Catalunya, como comercialmente se hacía llamar, lanzara una emisión de deuda subordinada. Fue en 1992, su importe nominal era de quince mil millones de pesetas, con un interés inicial del 11,5% anual y de vida perpetua. Aliviaba, aunque modestamente, el coeficiente de solvencia. La operación se repitió cuatro años más tarde con el mismo importe, pero ahora el interés era más moderado y la duración era de diez años. En 1998 volvió a repetirse la operación con la diferencia de que ahora el plazo de amortización era de quince años. Total, cuando se alcanza 1999, fecha de inicio del período que analizo en la obra, en el balance de la Caja figuraba una deuda subordinada por un total de 45.000 millones de pesetas, suma que no parecía desproporcionada frente a unos depósitos de la clientela superiores a 2,1 billones de pesetas y unos beneficios antes de impuestos, pero después del abono de los intereses a las subordinadas, que se acercaban a los once mil millones.

A partir de la fecha indicada, 1999, todo se acelera. Como podrá comprobarse en los datos que figuran en páginas posteriores, las emisiones de deuda subordinada de las cajas de aho-

rros aumentan considerablemente, si no en frecuencia cuando menos en volumen. Caixa Catalunya no es una excepción. Entre 2000 y 2009 son cinco las emisiones que efectúa por un importe global de 1.210 millones de euros, que vienen a sumarse a los recursos propios, aunque de segunda categoría. Pero tampoco se desaprovecha la ocasión de fortalecer a los de primera categoría a través de las malhadadas participaciones preferentes, que entonces hacen su aparición en escena. En 1999 el nominal colocado en el mercado era de 300 millones de euros, que aumentaron en 180 millones dos años más tarde. Comparativamente, Caixa Catalunya está entre las que, en términos relativos a los depósitos de la clientela, más propensión mostraron a emitir títulos híbridos. No obstante, las cifras son concluyentes. Al acabar el año 2009, cuando la dura realidad se hizo evidente, la suma de subordinadas y preferentes que tenía en circulación ascendía a 1.690 millones de euros, un 7,7% del total de las cajas. Ello quiere decir que son numerosas las personas que han sufrido penalidades por haber atendido a las ofertas de alguna de las oficinas de la red de Caixa Catalunya. A juzgar por los acontecimientos posteriores, unas cuantas habrán podido recuperar si no la totalidad por lo menos una proporción respetable de la suma que invirtieron en la adquisición de subordinadas o preferentes de dicha entidad, pero a costa de muchos sudores fríos y enrevesados pleitos. Pero otras, espero que pocas, habrán salido trasquiladas y con cicatrices que difícilmente se cerrarán por haberse hecho con unos títulos cuya complejidad desconocían. Y alguna habrá que, aunque ahora de manera oportunista lo niegue, sabía perfectamente el riesgo que corría pero consideraba que los mayores intereses lo compensaban.

Contribuí a dar luz verde a las emisiones que tuvieron lugar antes de 2005. De ahí que, en momentos de reflexión, me haya planteado la pregunta de cómo no supe ver el peligro que estos títulos entrañaban y las insuficiencias estructurales

del mercado de capitales español para asegurar que fueran a parar a manos de inversores con el perfil adecuado al riesgo que entrañaban. Es cierto que en mi descargo puedo aportar sólidos argumentos. Incluso de haber sido dotado de la vista de un lince, por aquellas fechas no habría sido capaz de ver nube alguna en el cielo que presagiara tormenta. Por otro lado, caso de haberme opuesto, posiblemente no hubiera arrastrado suficientes votos en el consejo para imponer mi opinión dada la euforia prevalente. Los resultados que conseguíamos cubrían con muchas creces el importe de los títulos que teníamos en circulación. Como también es cierto que los reguladores, encabezados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que son quienes hubieran debido dar las señales de que algo no se estaba haciendo bien, no solo no ponían objeción alguna sino que incluso alentaban la generación de títulos híbridos. Ello no exonera de la responsabilidad de no haber sido capaz de oponerme a su emisión anticipando los riesgos que llevaban asociados. Eso sí, de haberlo hecho y de haber sido escuchado, hubiéramos crecido menos y, dentro de la euforia imperante, en una metáfora militar, la opinión pública nos hubiera adscrito al pelotón de los torpes, que, como saben los expertos, lo forman quienes son incapaces de marchar de manera acompasada con el vibrante tono de los pífanos y el redoble de los tambores que definen su ritmo. Por otro lado, cuando las cosas empezaron a torcerse, pongamos que hacia 2007, las autoridades competentes no avisaron del temporal ni tomaron las medidas oportunas para minimizar sus desastres. Prueba de ello es el lamentable espectáculo que dio el año 2009, en el que las preferentes proliferaron sin que nadie pusiera orden en el sálvese quien pueda que se generalizó. Pero el hecho innegable es que, de encontrarme con alguien perjudicado por una participación preferente o subordinada emitida durante mi mandato, me sentiría incómodo y compungido. Se dice que la historia no puede rescribirse. No sé, pues, qué ha-

bría ocurrido si nos hubiéramos abstenido de utilizar los aludidos refuerzos de los recursos propios y hubiésemos optado por formar parte del pelotón de los torpes, decisión que hubiera podido ser refrendada o anulada por mi sucesor. Pero son muchos quienes aseguran que si la nariz de Cleopatra no hubiese sido tan perfecta hoy el mundo sería distinto. Lo que nadie sabe es si mejor o peor.

Este gusanillo me indujo a indagar minuciosamente en el proceso que llevó a la aparición de estos títulos híbridos y su utilización por las cajas de ahorros españolas. Mi pretensión era tener una imagen detallada de lo ocurrido y de la conjunción de factores que provocó el desastre. En otras palabras, detectar qué es lo que se había hecho redomadamente mal para que los resultados fueran tan desoladores. Creí que sería una tarea de recopilación relativamente sencilla. Pero me encontré con la sorpresa de ver que los datos desagregados oficiales eran escasos y en todo caso desperdigados. Me imagino que, por vergüenza torera, no había interés alguno en enseñar los trapos sucios de una actuación poco edificante de las instancias políticas y de las propias entidades, sobre todo en los años finales. Prueba de ello es que son varias las cajas que dejaron de publicar la preceptiva memoria anual o la redactaron muy sucinta, y hasta enigmática, en el año 2009. Comprendí que reconstruir el mosaico completo requeriría tiempo al haber de rebuscar en fuentes varias, comenzando por las memorias y los documentos originales de las propias cajas de ahorros, las teselas que lo integraban. De ahí que haya conseguido, quizá de manera imperfecta, mi objetivo cuando el tema de las subordinadas y las preferentes ya se aleja por el horizonte, empujado por nuevos acontecimientos de calado para el mundo financiero. Pero es lo que hay. Aun así, en la historia económica española la tragedia de las subordinadas y preferentes habrá dejado unas señales tan profundas que, durante mucho tiempo, quienes profesional o vocacionalmente se dedican a

escudriñar y tratar de explicar el pretérito le dedicarán muchas páginas en sus escritos. Y espero que en este libro encuentren una ayuda para un mejor desempeño de su tarea.

Preferentes y subordinadas: una tragedia española es el título que he elegido. Se explica porque estas dos categorías de títulos han sido y son utilizadas por muchas entidades financieras a lo largo y ancho de la geografía mundial sin provocar la hemorragia que, en cambio, conocimos en España. Algo debimos de hacer mal. Ojalá hayamos aprendido.

Agradecimientos

A quienes disfrutamos de una cronología avanzada nos cuesta mucho manejar con soltura los programas informáticos que tanta utilidad tienen para el análisis y el manejo de bases de datos, como es el caso de Excel. He tenido la suerte de poder contar con la ayuda de colegas de primera división para resolver problemas que se me atragantaban. No puedo dejar de citar a los profesores Rafel Crespí, de la Universitat de les Illes Balears, y Martí Sagarra, de la de Girona, quienes, además, al haber trabajado a menudo con balances de entidades financieras, me han dado valiosas opiniones sobre mis borradores y me han ayudado a corregir errores. Por otro lado, Esther Amela, hasta hace poco estudiante de la UAB y ahora ya graduada, ha sido decisiva tanto en la mejora de la presentación del texto como en la confección de las tablas, especialmente aquellas en las que figuran las emisiones individualizadas de preferentes y subordinadas con sus características esenciales. Es de una eficiencia extraordinaria.

Formé parte del equipo de investigación, encabezado por los profesores Miguel Ángel García Cestona y Pere Ortín, encargado de realizar el proyecto ECO2013-48496-C4-4-2, aprobado y financiado por el Ministerio de Economía y Com-

petitividad. Colegas de hace años en el mismo departamento universitario, tuvieron el gesto, que agradezco, de cargar al presupuesto los honorarios de la CNMV por el suministro, aunque parcial, de los datos sobre emisiones de bancos y cajas de ahorros de títulos híbridos y bonos y obligaciones simples. Espero que los resultados de la inversión les sean de alguna utilidad como para compensarles, siquiera parcialmente, el sacrificio.

El nacimiento de los títulos híbridos

1.1. El origen de las acciones preferentes y sus metamorfosis

En Dalkeith, una pequeña villa escocesa cercana a Edimburgo, hunden sus raíces estas participaciones preferentes que tanto daño han hecho a muchos compatriotas. Cuentan que, en 1826, un grupo de propietarios de unas minas de carbón, sitas en dicha localidad, consiguió del Parlamento británico una disposición que le autorizaba a constituir una sociedad anónima¹ con un capital social de 10.125 libras esterlinas con el objeto de construir, para después explotar, una línea ferroviaria desde aquel lugar hasta la ciudad de Edimburgo. Su función iba a ser el transporte del mineral y no estaba previsto el de pasajeros. Había de ser forzosamente de tracción animal, pues por aquellas fechas Stephenson aún no había puesto a punto la primera locomotora de vapor. No obstante, la orografía y la geología del terreno hacían que la obra fuera compleja e incluso exigiera la construcción de un túnel con una fuerte pendiente con las consiguientes exigencias financieras. La falta de

1. Por aquellas fechas, la constitución de una compañía que limitase la responsabilidad de sus socios exigía una autorización del Parlamento.