

## CUOTAS PARTICIPATIVAS DE CAJAS DE AHORRO ESPAÑOLAS: UN NUEVO (Y NONATO) INSTRUMENTO FINANCIERO

Salvador Sánchez-Terán Sánchez-Arjona\*  
Eva Ferrada Lavall\*\*

*En el Perú, las cajas de ahorro han adquirido la importancia que merecen a inicios del siglo XXI. No obstante, la experiencia europea en el funcionamiento de estas instituciones se remonta a la década de los ochenta.*

*El presente artículo, de forma sumamente completa, desarrolla claramente una serie de temas relevantes acerca de la evolución de las cajas de ahorro, tales como su surgimiento, su relación y competencia con los bancos, sus particularidades y su financiamiento, adentrándose especialmente en un nuevo instrumento financiero denominado cuotas participativas. Además, con una finalidad práctica, los autores explican los supuestos, trámites y fórmulas aplicables a cada tema específico.*

*Así, en las líneas que siguen se aprecia el análisis exhaustivo de una figura innovadora en Europa y que, evidentemente, traerá repercusiones en nuestro país, tan emparentado con la tradición jurídica española.*

\* Licenciado en Derecho, Economía y en Administración y Dirección de Empresas en la Universidad Pontificia Comillas (Madrid). Master en Derecho Fiscal en el Centro de Estudios Tributarios y Económicos. Especialista en temas de Derecho societario, Derecho financiero, Derecho bancario y del Mercado de Valores. Socio del Uría Menéndez Abogados.

\*\* Master en Asesoría Jurídica de Empresas. Asociada principal del Uría & Menéndez Abogados.

## I. LAS CAJAS DE AHORRO EN SU LABERINTO: CRECIMIENTO Y CORE CAPITAL

### A) Las cajas de ahorro y los problemas del éxito: crecimiento y necesidad de core capital

Las cajas de ahorro españolas son unas entidades de crédito de naturaleza fundacional que, creadas en su mayoría a finales del siglo XIX y primeras décadas del siglo XX, han demostrado una extraordinaria capacidad de adaptación y de competencia con el sistema bancario, al punto de representar actualmente algo más del 50% del mercado crediticio en nuestro país.

En efecto, a lo largo del siglo XX, y muy en particular a partir de la liberalización del sistema financiero en la década de los años 70, las cajas de ahorro han sabido competir eficientemente con los bancos, consiguiendo, gracias a la calidad del servicio y al fuerte arraigo local, unas elevadas tasas de fidelización de su clientela.

Visto en perspectiva, no pueden sorprender las inmensas dificultades que la banca extranjera ha encontrado en el desarrollo de su actividad minorista en España, emparedados entre unos bancos españoles, enormemente dinámicos y agresivos comercialmente, y unas cajas de ahorro, como decimos, con gran capacidad de preservación de su clientela local.

A ello hay que añadir que entre las cajas de ahorro, las mayores han llevado a cabo, en los últimos veinticinco años, una agresiva y exitosa expansión fuera de sus regiones de origen. Y para financiar todo ese crecimiento, las cajas de ahorro necesitan recursos propios.

Pues bien, por su carácter fundacional, las cajas de ahorro no tienen accionistas, carecen de dueños en sentido estricto y ello conlleva que no pueden acceder a los mercados de capitales para obtener en ellos "equity", si se nos permite utilizar el término inglés. Las cajas de ahorro deben destinar por ley una parte de su beneficio a Obra Benéfico-Social (en adelante, OBS); esto es, proyectos sociales, culturales y asistenciales de honda repercusión en la zona de influencia de cada caja de ahorro, lo que sin duda, contribuye a reforzar los lazos de la entidad con su clientela. La parte del beneficio después de impuestos que no se destina a OBS queda como reservas de la caja con el consiguiente aumento de los recursos propios básicos. Es interesante constatar como el porcentaje de los beneficios, antes de impuestos destinados a la dotación de la obra benéfico-social, ha ido reduciéndose paulatinamente, pasando de

un 37,28% en 1980 a un 19,94% en 1999, con una leve recuperación en los primeros años del siglo XXI. Esta caída en la atribución a la OBS compensa el aumento en la parte del beneficio que se destina a pagar impuestos (alrededor del 22% en media sectorial) y permite que la dotación de reservas se nutra con un porcentaje de entre el 50% y el 60% del beneficio antes de impuestos de las cajas de ahorro como mecanismo esencial para reforzar la solvencia de estas entidades.

### B) Las experiencias italiana y noruega

A finales de los años 80 y primeros años 90 del siglo pasado, las cajas de ahorro y, en general, el sistema financiero y los partidos políticos españoles observaron con atención las diversas formas de afrontar el problema de la necesidad de recursos propios de las cajas de ahorro en diversos países de nuestro entorno, y muy en particular, en Italia y Noruega.

En Italia, el sector de las cajas de ahorros tenía una gran similitud con el español, que se materializaba en aspectos tales como un origen histórico parecido, una configuración jurídica similar y un número y tamaño de entidades muy próximos. Pues bien, en Italia se abordó un proceso de "privatización" de las cajas de ahorro, cuyo instrumento jurídico esencial fue la Ley 218/1990, del 30 de julio, sobre disposiciones en materia de reestructuración e integración patrimonial de los institutos de derecho público, popularmente conocida como Ley Amato, completada por los Decretos Legislativos 356/1990, 357/1990 y 358/1990, del 20 de noviembre.

Este conjunto normativo impuso la segregación de los dos ámbitos de actividad de las cajas de ahorro italianas. Por una parte, la actividad financiera sería ejercida por una entidad con estatutos de banco, es decir, por una sociedad anónima. Por otra parte, la actividad benéfico-social correspondería a una fundación (caja fundación), que inicialmente sería la propietaria de las acciones del banco y cuyo objeto principal sería precisamente administrar, en el más amplio sentido de la palabra, dichas acciones, incluyendo la posibilidad de venderlas a terceros o de llevar a cabo una fusión con otra entidad bancaria, fuese o no caja de ahorros. Lo que ocurrió posteriormente ya es historia. La llamada Directiva Dini, Decreto del Ministerio del Tesoro del 18 de noviembre de 1994, impuso las primeras obligaciones de desinversión por parte de las cajas fundación de sus participaciones en los bancos resultantes de aquella segregación. Unos años después, otro bloque normativo (Decreto

Legislativo 153/1999 en desarrollo de la Ley 461/1998) completó la separación de las cajas fundaciones y los bancos anteriormente participados por ellas, prohibiendo e incluso imponiendo la reducción obligatoria de las participaciones mayoritarias por parte de las cajas fundación en sus respectivos bancos.

El resultado final del proceso ha sido la desaparición de las cajas de ahorro como entidades de crédito en Italia, al menos en su configuración jurídica tradicional.

En claro contraste con lo ocurrido en Italia; en Noruega, el sector de las cajas de ahorro ha conservado en lo sustancial el modelo tradicional de caja, si bien a la vez lo ha ampliado para incorporar unos títulos novedosos, los certificados de capital primario, en los que claramente se inspira la figura de las cuotas participativas españolas. Es importante advertir que, a diferencia de las cuotas participativas, los certificados de capital primario de las cajas de ahorro noruegas cuentan con ciertos derechos políticos. Al igual que las cuotas participativas, son valores negociables en bolsa. Gracias a esta innovación, las cajas noruegas cuentan actualmente con un adecuado nivel de capitalización en términos agregados.

### C) Las cuotas participativas como acciones "sin voto" de las cajas de ahorro españolas

Ante la ausencia de capital social, las cajas de ahorro han venido financiando el fuerte crecimiento de los últimos 25 años recurriendo a la emisión de deuda subordinada que constituye recursos propios de segunda categoría (TIER II), teniendo determinados límites, y en los últimos años, mediante la emisión de participaciones preferentes que son unos valores híbridos que bajo ciertos requisitos computan como recursos propios básicos de primera categoría (TIER I) con el límite del 30% de los recursos propios básicos del grupo de la entidad de crédito. En definitiva, tanto la deuda subordinada como las participaciones preferentes constituyen fuentes de captación de recursos propios para las cajas de ahorro, pero con una limitación cuantitativa. Cuando el crecimiento del negocio crediticio desborda el alcance de esa limitación cuantitativa, se hace obvia la necesidad de contar con formas alternativas de generar recursos propios que computen como TIER I para las cajas de ahorro.

Y ante esa apremiante necesidad, e inspirada en los certificados emitidos por las cajas de ahorro noruegas, se introdujo en el ordenamiento jurídico español la figura de las cuotas

participativas, en primer lugar mediante la reforma del artículo 7 de la Ley 13/1985 y, posteriormente, y con mayor desarrollo, por el Real Decreto 664/1990, del 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro. La realidad es que este nuevo instrumento financiero constituyó, y todavía constituye, un rotundo fracaso habida cuenta de que ni una sola de las cajas de ahorro españolas ha realizado hasta el momento ninguna emisión de cuotas participativas, con la única excepción, que confirma la regla, de una emisión realizada en su día por la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y suscrita íntegramente por sus miembros, esto es, por las propias cajas de ahorro.

Los motivos de este fracaso son varios: por una parte, la complejidad, elevado coste y rigidez de aquel primer marco normativo de las cuotas, frente a la flexibilidad y menor coste de emisiones de deuda subordinada y de participaciones preferentes. De otro lado, han pesado significativamente las resistencias que gran parte del sector de las cajas de ahorro y de la clase política han tenido siempre hacia unos valores que, pese a carecer de derechos políticos, han sido percibidos como un posible caballo de Troya para la privatización de estas entidades.

Pero no es menos cierto que el desarrollo de este nuevo instrumento financiero conllevaría muy relevantes aspectos positivos para las cajas de ahorro y, en particular, los siguientes:

- Financiación de un crecimiento solvente.
- Nuevas posibilidades de fidelización de los clientes.
- Sometimiento de la gestión y valoración de las cajas al escrutinio de los mercados.

Presumimos que con esto en mente, el gobierno modificó el régimen de las cuotas participativas mediante Real Decreto 302/2004, del 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro que contiene el actual marco normativo de este, todavía nonato, instrumento financiero y que analizaremos a continuación.

## II. CONFIGURACIÓN NORMATIVA DE LAS CUOTAS PARTICIPATIVAS

### 1. Características principales de las cuotas participativas

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

- A) Computan como recursos propios básicos del grupo de la caja emisora y sus fondos se aplican a compensar pérdidas de la caja en la misma proporción que su fondo fundacional y sus reservas.
- B) Únicamente pueden ser desembolsadas mediante aportaciones dinerarias que deben quedar íntegramente realizadas en el momento de su suscripción, por lo que no se permite la figura de los "dividendos pasivos" característica de las acciones.
- C) Pueden emitirse cuotas participativas de distinta clase y serie, correspondiendo a todas las de la misma clase los mismos derechos.
- D) Tienen duración indefinida, si bien se admite su amortización en determinados supuestos analizados más adelante.
- E) Son valores nominativos que se representarán necesariamente mediante anotaciones en cuenta y deberán cotizar en las Bolsas de Valores o, en otros mercados o sistemas organizados de negociación, tanto españoles cuanto extranjeros, en los que esté autorizada la admisión a negociación de valores de renta variable.
- F) El volumen de cuotas participativas de una caja de ahorros en circulación no podrá exceder el 50% del patrimonio de la caja, entendiéndose por "patrimonio" la suma de su fondo fundacional, las reservas generales de la caja y el fondo para riesgos bancarios generales.
- G) Por tratarse de valores negociables, su oferta pública, de venta o suscripción, y su admisión a negociación en un mercado secundario oficial español estará sujeta al régimen previsto en la Ley 24/1988, del 28 de julio, del Mercado de Valores y normativa de desarrollo, por lo que podrá ser necesario, en su caso, la publicación de un folleto informativo, entre otros requisitos.
- H) La emisión de cuotas participativas debe inscribirse en el Registro Mercantil. Aunque no se establece expresamente, nos parece que la inscripción debe realizarse una vez ejecutada la emisión, es decir, una vez han sido suscritos y desembolsados los valores y el órgano de administración ha dado por cerrada la emisión, de forma similar a lo que sucede en la inscripción del aumento de capital en el caso de las sociedades de capital.

## 2. Fondos creados en la emisión de cuotas participativas

Como consecuencia de la emisión de cuotas participativas, se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables que integrarán el pasivo de la caja emisora, y cuya comprensión es fundamental para entender el funcionamiento jurídico y económico de las cuotas:

- A) **Fondo de Participación**, que es igual a la suma del valor nominal de las cuotas participativas emitidas. Este Fondo sólo podrá ser distribuido entre los cuotapartícipes en el momento de la amortización de las cuotas o de liquidación de la caja.
- B) **Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes**, integrado por (i) el porcentaje del excedente de libre disposición de la caja emisora correspondiente a las cuotas participativas ("Excedente de las Cuotas", tal y como se define más adelante) que no sea destinado al Fondo de Estabilización ni sea distribuido efectivamente a los cuotapartícipes y, (ii) un porcentaje del importe de la prima de emisión de las cuotas (infra, apartado 4.3).

Este Fondo podrá distribuirse entre los cuotapartícipes en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y, en caso de existir, previa aprobación del sindicato de cuotapartícipes.

- C) **Fondo de Estabilización**, que se dota con el porcentaje del excedente de las cuotas que cada año decida la asamblea general de la caja emisora y cuyos recursos pueden ser distribuidos entre los cuotapartícipes para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas participativas. La creación de este fondo es optativa para la caja.

Aunque no lo haya previsto expresamente, el Real Decreto 302/2004 parece dar a entender que cada emisión de cuotas participativas tendrá sus propios fondos diferenciados de los de otras emisiones de este tipo de valores.

Tanto el Fondo de Participación cuanto el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, pero no el Fondo de Estabilización, computan como recursos propios de primera categoría del grupo de la caja emisora.

Estos tres fondos pertenecen a los titulares de las cuotas y son independientes de las demás partidas

del pasivo de la caja, es decir, no es posible pasar recursos de los fondos de las cuotas a las reservas generales, fondo fundacional o demás partidas del pasivo de las cajas y, en sentido inverso, tampoco es posible dotar los fondos de las cuotas con cargo a ninguna otra partida de la caja. Esta regla de total independencia de los fondos de las cuotas participativas y demás partidas del pasivo de las cajas tiene, no obstante, las siguientes dos excepciones:

(i) De un lado, esos fondos (incluyendo el de estabilización cuando exista) han de aplicarse a la compensación de pérdidas en la misma proporción y orden que el fondo fundacional y las reservas de la caja (artículo 8.2 del Real Decreto 302/2004) de acuerdo con las reglas que se indican a continuación. En primer término, cuando la compensación se realice con cargo a reservas, las pérdidas imputables a los cuotapartícipes se compensarán, en primer lugar, con cargo al Fondo de Estabilización, en su caso, y a continuación con cargo al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. En segundo lugar, las pérdidas atribuibles a los cuotapartícipes se compensarán con cargo al Fondo de Participación en la misma proporción que las restantes lo sean con cargo a los fondos fundacionales de la caja. Finalmente, cuando por el importe de las pérdidas compensables no fuera necesario efectuar compensaciones con cargo a fondos fundacionales de la caja y, sin embargo, la suma del Fondo de Estabilización, en su caso, y el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes no fuera suficiente para compensar las imputables a los cuotapartícipes, la diferencia se compensará con cargo al Fondo de Participación.

(ii) De otro lado, conforme a lo dispuesto en el artículo 14.1 del Real Decreto 302/2004, las modificaciones en el valor contable de activos, pasivos o compromisos de la caja emisora que tengan como contrapartida cuentas de reserva, se imputarán proporcionalmente al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y a las reservas generales.

### 3. Derechos de las cuotas participativas

#### 3.1. Derechos económicos

Las cuotas participativas otorgan a sus titulares los siguientes derechos económicos:

A) Participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja

A.1) Determinación de la parte del excedente de libre disposición de la caja correspondiente a las cuotas

Los cuotapartícipes tendrán derecho a participar en el excedente de libre disposición de la caja (diferencia entre el beneficio bruto y la previsión para impuestos) en la proporción que resulte de aplicar la siguiente fórmula:

$$EC = \frac{VCC}{P + VCC}$$

donde:

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

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

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

A.2) Reparto del Excedente de las Cuotas

Determinado el Excedente de las Cuotas con arreglo a esta fórmula, la asamblea general de la caja aprobará cada año, sujeto a las limitaciones que más adelante se indican, su distribución entre los siguientes tres destinos:

(i) Cantidades para ser pagadas efectivamente a los cuotapartícipes, ya sea con cargo al Excedente de las Cuotas o, en su caso, al Fondo de Estabilización (la "Retribución Efectiva").

(ii) Dotación para el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes.

(iii) Dotación para el Fondo de Estabilización.

A.3) Retribución líquida

En cuanto a la Retribución Efectiva, la Ley 13/1985 prevé expresamente el derecho de los cuotapartícipes a la "percepción de una retribución de carácter variable" con cargo al Excedente de las Cuotas o, en caso de existir, al Fondo de Estabilización. Es decir, el legislador parece haber

previsto una especie de "dividendo" obligatorio en favor de los cuotapartícipes (sujeto a algunos límites) a modo de compensación por la ausencia de derechos políticos (de forma similar a lo que ocurre con las acciones sin voto de las sociedades anónimas).

Además de esta Retribución Efectiva con cargo al Excedente de las Cuotas o al Fondo de Estabilización, el Real Decreto 302/2004 prevé dos supuestos adicionales de retribución líquida en favor de los cuotapartícipes:

- (i) Una retribución con cargo al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, que la caja podrá acordar en cualquier momento, previa autorización del Banco de España y previa aprobación, en caso de existir, del sindicato de cuotapartícipes.
- (ii) Una distribución de cantidades a cuenta de la Retribución Efectiva, que guarda notoria similitud con la prevista en la Ley de Sociedades Anónimas para la distribución de dividendos a cuenta y se halla sometida a requisitos también muy semejantes. Esta distribución a cuenta puede ser acordada por la asamblea general o por el consejo de administración de la caja, requiere la formulación por este último órgano de un estado contable acreditando que existe liquidez suficiente para la distribución que deberá ser incluido en la memoria de la caja, y la cantidad a distribuir no podrá exceder de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio imputables a los cuotapartícipes, deducidas las pérdidas de ejercicios anteriores, las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias –a pesar de que estas reservas se dotan con el resultado del ejercicio una vez deducido el Excedente de las Cuotas– y la estimación de impuestos sobre dichos resultados.

#### A.4) Límites al reparto del Excedente de las Cuotas

En todo caso, la distribución por la asamblea general del Excedente de las Cuotas entre los tres destinos indicados en el apartado A.2) anterior, se halla sujeta a varias limitaciones:

- a) De acuerdo con la Ley 13/1985, la asamblea general deberá "tener en cuenta el coeficiente de solvencia a la hora de realizar tal distribución (del Excedente de las Cuotas)". Ni la Ley 13/1985 ni el Real Decreto 302/2004 concretan los criterios a los que deberá

ceñirse la caja para el cumplimiento de esta previsión. Por ello, debe entenderse que en cada distribución del Excedente de las Cuotas la asamblea habrá de justificar el cumplimiento de este criterio.

- b) La Ley 13/1985 dispone que, cuando en un año la caja de ahorros emisora, o su grupo consolidado, presente un déficit de recursos propios sobre el mínimo legalmente exigido, el 100% del Excedente de las Cuotas se destinará al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. En estos casos, la aprobación por la asamblea general de una Retribución Efectiva con cargo al Fondo de Estabilización requerirá la previa autorización del Banco de España.
- c) En algunas normas autonómicas, la distribución del Excedente de las Cuotas requiere la previa autorización de la autoridad competente de la correspondiente Comunidad Autónoma.
- d) El Real Decreto 302/2004 establece unos límites, mínimos y máximos, de la Retribución Efectiva anual. Así, la Retribución Efectiva con cargo al excedente no podrá ser inferior al porcentaje que, sobre su parte en el excedente, se atribuya a la OBS, ni superior al 50%. En este sentido, de acuerdo con lo previsto en los artículos 11.4 y 11.5 de la Ley 13/1985, las cajas de ahorros habrán de destinar a reservas o a fondos de provisión no imputables a riesgos específicos, como mínimo, el 50% del excedente resultante de sustraer a los excedentes de libre disposición el Excedente de las Cuotas, salvo en casos excepcionales con la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, debiendo destinar a la OBS la parte del excedente no atribuido a las reservas.

No obstante lo anterior, el Banco de España podrá autorizar porcentajes de retribución superiores al 50% cuando dichas decisiones no debiliten de forma apreciable la solvencia de la caja.

- e) Finalmente, de acuerdo con el Real Decreto 302/2004, la caja emisora deberá incluir en el acuerdo de emisión los criterios para la dotación del Fondo de Estabilización, así como la aplicación de sus recursos a la retribución de las cuotas, por lo que la distribución del Excedente de las Cuotas y de la Retribución Efectiva quedarán afectadas por lo previsto en el acuerdo de emisión en relación con el Fondo de Estabilización.

### B) Derecho de suscripción preferente

Los cuotapartícipes tendrán derecho a suscribir un número de nuevas cuotas proporcional a su participación en el excedente de libre disposición antes de la emisión, de forma que puedan mantener dicha proporción tras la nueva emisión. Los derechos de suscripción preferente son transmisibles en las mismas condiciones que las cuotas.

No obstante, este derecho podrá ser excluido cuando el interés de la caja así lo exija. Para ello se requerirá que el órgano emisor, previa inclusión de la correspondiente propuesta en la convocatoria de la reunión que haya de resolver sobre la emisión, acuerde expresamente la supresión del derecho y, además, que en la estimación del valor económico de las cuotas a emitir se incluya una estimación del valor teórico de los derechos de suscripción preferente que se pretenden suprimir. Al contrario de lo que ocurre en la regulación de las sociedades anónimas, la norma no contempla de modo expreso la necesidad de que, en caso de exclusión, se emitan las cuotas a valor real o “valor razonable”, tal vez porque, como posteriormente tendremos ocasión de indicar, las cuotas deberán emitirse a “valor real” en casi todos los supuestos, haya o no exclusión del derecho de suscripción preferente.

La norma reglamentaria exige, además, que la supresión del derecho de suscripción preferente sea aprobada por el sindicato de cuotapartícipes, cuando exista. No obstante, esta previsión reglamentaria ha sido declarada nula por el Tribunal Supremo en una sentencia del 26 de octubre de 2005.

### C) Obtención del valor liquidativo de las cuotas en caso de liquidación de la caja emisora

Por valor liquidativo se entiende la parte que corresponda a cada cuota participativa de su Fondo de Participación, Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y 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.

### D) Obtención, en los casos de amortización descritos en el apartado 8.A) (fusión) posterior, del valor de mercado de las cuotas participativas.

El valor de mercado se calcula como una media de cotización o, en caso de no ser posible determinar esa media, mediante la valoración efectuada por

un auditor independiente elegido por sorteo (entendemos que por la propia caja mediante un procedimiento con las suficientes garantías) de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo al propio auditor de la caja.

### 3.2. Rango de las cuotas participativas

Los anteriores derechos económicos de los titulares de cuotas participativas están sometidos en su ejercicio a un específico orden de prelación que determina lo que se conoce como “rango de la emisión”. De un lado, cada emisión se sitúa *pari passu* con otras emisiones de cuotas de la misma caja y, en el supuesto de liquidación de ésta, por delante de las OBS de la entidad, en cuanto al destino del remanente que pudiera quedar una vez atendidas todas las obligaciones de la caja; y, de otro lado, se sitúa por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de la propia caja. En particular, las cuotas participativas se sitúan por detrás de las obligaciones de la caja por la emisión de participaciones preferentes y deuda subordinada o de las garantías prestadas respecto de emisiones de participaciones preferentes o de deuda subordinada realizadas por una filial suya.

### 3.3. Derechos políticos

Las cuotas participativas carecen de todo derecho político. La Ley 13/1985 ha configurado incluso un supuesto de amortización automática, que deberá estar previsto en los términos de la emisión, para el caso de una futura modificación del régimen jurídico relativo a los derechos políticos de los cuotapartícipes. Es decir, el legislador no sólo ha dejado muy claro que las cuotas carecen de derechos políticos, sino que, cerrando cualquier resquicio a un eventual cambio de criterio en este punto, ha previsto que si alguna vez llegan a tenerlos, lo cual sólo podrá ocurrir si el propio legislador decide otorgárselos, las cuotas emitidas conforme al régimen actualmente en vigor deberán ser amortizadas. Se ha querido eliminar, de este modo, cualquier posibilidad de que las cuotas puedan llegar a servir de cauce o instrumento para alterar el *status quo* de las relaciones de poder y de control subyacentes al actual sistema de gobierno de las cajas de ahorros, en un intento de evitar que cualquier reticencia derivada de ese eventual riesgo afecte negativamente a la difusión de estos valores en los mercados financieros.

Así, las cuotas participativas se configuran como un “instrumento de renta variable pura desprovisto de derechos políticos”, tal y como indica la propia Exposición de Motivos del Real Decreto 302/2004.

#### 4. Precio de emisión de las cuotas; valor económico de la caja emisora

##### 4.1. Cálculo del valor económico de la caja

El Real Decreto 302/2004 establece cómo se obtendrá el valor económico de la caja, que servirá, en algunos casos, para fijar el tipo de emisión de las cuotas.

En primer lugar, la propia caja deberá hacer una valoración, teniendo en cuenta el fondo de comercio, las plusvalías latentes y la capacidad real de generación de beneficios en el futuro, criterios todos ellos que, conjuntamente aplicados, se corresponden con los seguidos en la práctica actual de la compraventa de empresas, dando así lugar a una valoración dinámica de la caja. Si se trata de una primera emisión, habrá de obtener, además, un informe de un auditor independiente, elegido por sorteo de entre los auditores que hayan auditado entidades de crédito, excluyendo el de la propia caja, que permita contrastar las estimaciones sobre el valor económico y el importe de la prima de emisión hechas por la propia caja, y en el que, en caso de discrepancia sustancial (la norma no proporciona criterios para determinar el alcance de la discrepancia), el auditor deberá indicar el valor económico y el importe de la prima que estime adecuados. En cambio, si se trata de las segundas o sucesivas emisiones, este informe sólo se requerirá cuando la emisión no se realice conforme a lo previsto en el artículo 5.1 del Real Decreto 302/2004 (básicamente, suscripción de un porcentaje de la emisión por inversores institucionales). Adicionalmente, y sólo cuando se trate de la primera emisión y ésta no se realice conforme a lo previsto en el referido artículo 5.1, se requerirá un segundo informe realizado por un experto en valoración de entidades financieras elegido por la propia caja.

El Real Decreto 302/2004 no establece si el acuerdo de emisión debe aprobarse una vez emitidos los informes o si, por el contrario, estos pueden ser obtenidos con posterioridad al acuerdo de emisión. En nuestra opinión, el silencio legal ha de interpretarse en el sentido que el acuerdo de emisión habrá de ser adoptado a la vista de los referidos informes (como ocurre, por ejemplo, en el caso de las sociedades anónimas respecto del informe de auditor en los acuerdos de aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente). Por consiguiente, la secuencia habitual del proceso consistirá en que, inicialmente, el consejo realice una estimación del valor económico de la caja y de la prima de

emisión, procediendo además a encargar los informes del auditor y, en su caso, del experto, para que posteriormente, una vez obtenidos los que procedan, la asamblea general o el consejo de administración acuerden la emisión de las cuotas.

##### 4.2. Determinación del precio de emisión

La Ley 13/1985 no establece criterios claros en este punto. Ni lo hace para el cálculo del tipo de emisión de las cuotas, ni tampoco para el cálculo de la prima. Por su parte, el Real Decreto 302/2004 ha establecido, en función del procedimiento elegido para la colocación de las cuotas, dos métodos para la determinación del tipo de emisión.

De un lado, cuando la emisión se realice en régimen de oferta pública y el procedimiento de colocación asegure que las ofertas se presenten en condiciones de transparencia y libre concurrencia, correspondiendo al menos el 20% del volumen de las peticiones a inversores institucionales (en este supuesto el legislador está pensando en un proceso de *book building*), el tipo de emisión será el que resulte de este procedimiento. Téngase en cuenta, no obstante, que si se trata de la primera emisión, la caja deberá solicitar, en todo caso, el informe a que nos hemos referido en el apartado 4.1., y puede suceder que los tipos resultantes del informe y del procedimiento de colocación previsto en este apartado sean distintos.

De otro lado, si el procedimiento de colocación no se corresponde con el que acabamos de describir, el tipo de emisión será igual o superior a:

- a) Para la primera emisión de cuotas participativas, el mayor de los establecidos en los dos informes elaborados por el auditor independiente y por un experto en valoración de entidades financieras, mencionados en el apartado 4.1. precedente.
- b) Para las segundas y sucesivas emisiones, el tipo de emisión establecido en el informe del auditor, mencionado en ese mismo apartado.

Ni la Ley 13/1985 ni el Real Decreto 302/2004 determinan cómo se ha de repartir el tipo de emisión de una cuota entre su valor nominal y prima de emisión. En este sentido, la Ley 13/1985 únicamente establece que “el punto de partida para la valoración de la prima” será el valor económico de la caja, lo que parece indicar que el

valor nominal de la cuota debe corresponderse con el valor teórico contable de la caja y la prima de emisión con el *goodwill* de la entidad.

#### 4.3. Reparto de la prima de emisión

La Ley 13/1985 dispone que la “prima se asignará a las reservas generales de la caja y al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes en la proporción que determine el acuerdo de emisión”. A tal efecto, el artículo 6 del Real Decreto 302/2004 establece unos criterios para la distribución de la prima entre estas dos partidas, dependiendo de que se trate de la primera emisión de cuotas o de la segunda y sucesivas, que se materializan en las siguientes fórmulas de cálculo:

- A) Primera emisión. El reparto de la prima entre las reservas generales de la caja y el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$X = [(PC + VN + E) \times c] - VN$$

donde:

- X = Porcentaje de la prima a destinar al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. No podrá ser superior al importe de la prima.  
 PC = Patrimonio de la Caja antes de la emisión (Fondo Fundacional, más reservas generales de la caja, más fondo para riesgos generales de la caja).  
 VN = Valor nominal del conjunto de cuotas emitidas.  
 E = Prima de emisión total.  
 c = Porcentaje del excedente de libre disposición ofrecido a los nuevos cotapartícipes en el acuerdo de emisión, expresado en tanto por uno.

El importe X será destinado al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes y el resto de la prima de emisión a las reservas generales de la caja.

- B) Segundas y sucesivas emisiones. El reparto de la prima se calculará de acuerdo con la siguiente fórmula:

$$Y = [(PC + VNP + VN1 + E) \times d] - VN1$$

donde:

- Y = Porcentaje de la prima a destinar al Fondo de Reservas de los nuevos

Cuotapartícipes. No podrá ser superior al importe de la prima.

- VNP = Neto patrimonial del conjunto de las antiguas cuotas antes de la emisión, obtenido como suma de los fondos de participación, de reservas de los cotapartícipes y de estabilización.  
 VN1 = Valor nominal del conjunto de las nuevas cuotas emitidas.  
 E = Prima de emisión total de las nuevas cuotas.  
 d = Porcentaje del excedente de libre disposición ofrecido a los nuevos cotapartícipes en el acuerdo de emisión, expresado en tanto por uno.

El importe Y será destinado al Fondo de Reservas de los nuevos Cuotapartícipes. Del importe restante, se atribuirá a los fondos de reservas de los cotapartícipes de emisiones anteriores la parte que les corresponda de acuerdo con el porcentaje en que tuvieren derecho a participar en el excedente de libre disposición antes de la nueva emisión, y el resto se atribuirá a las reservas generales de la caja.

## 5. Emisión de las cuotas participativas

### 5.1. Órgano competente

El órgano competente para emitir cuotas participativas es la asamblea general de la caja, quien puede delegar esta competencia en el consejo de administración. La validez máxima de la delegación será de tres años y en ella se podrá incluir la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente así como la de acordar la creación del sindicato de cotapartícipes.

En todo caso, la asamblea deberá fijar un límite global al porcentaje inicial del excedente de libre disposición que, mediante la primera y sucesivas emisiones, y conforme a lo previsto en el artículo 7, apartados 4.a) y 6, de la Ley 13/1985, podrá ser distribuido entre las cuotas.

### 5.2. Acuerdo de emisión

El acuerdo de emisión deberá incluir, como mínimo:

- (i) El “porcentaje inicial del excedente de libre disposición que será atribuido a los cotapartícipes una vez suscrita la emisión” y que “se ajustará a lo dispuesto en el artículo 7.4.a) de la Ley 13/1985 (precepto que

determina el Excedente de las Cuotas, calculado aplicando la fórmula ya indicada) mediante la aplicación del reparto de la prima de emisión previsto en el artículo 6º del propio Real Decreto 302/2004. Debe tenerse en cuenta que, en el momento de la aprobación de la emisión, no será posible calcular el Excedente de las Cuotas mediante la aplicación del referido artículo 7.4.a) ya que, por ejemplo, se desconocerá el número de cuotas participativas que finalmente serán suscritas y, por tanto, el volumen de cuotas en circulación. Por ello, parece correcto entender que la caja deberá hacer una estimación del referido porcentaje inicial utilizando los criterios a su juicio más adecuados:

- (ii) El valor nominal y el número máximo de cuotas a emitir.
- (iii) El momento a partir del cual los cuotapartícipes participarán en el excedente de libre disposición de la caja.
- (iv) Las estimaciones del valor económico de la caja y de la prima de emisión.
- (v) La existencia, en su caso, de un sindicato de cuotapartícipes y sus facultades.
- (vi) La constitución, en su caso, del Fondo de Estabilización y su dotación prevista, así como su aplicación a la retribución de las cuotas.
- (vii) Una referencia al derecho de suscripción preferente y al régimen reglamentariamente previsto para su supresión.

## 6. Tenencia de cuotas participativas

### 6.1. Límite a la tenencia de cuotas

Ninguna persona, natural o jurídica, o grupo económico, podrá ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes, con

la excepción aplicable al Fondo de Garantía de Depósitos u otras entidades del sector de las cajas de ahorros en determinadas situaciones y previa autorización del Banco de España. Esta norma limitativa parece tratar de evitar que, no obstante carecer las cuotas participativas de derechos políticos, su concentración en un sólo titular o en un reducido número de cuotapartícipes pueda proporcionarles, por la vía de una dependencia financiera, un nivel significativo de influencia sobre la caja emisora. Su incumplimiento será sancionado con la suspensión de todos los derechos económicos de las cuotas adquiridas por la persona o grupo incumplidor.

Para complementar la disciplina legal en esta materia y controlar el cumplimiento de la referida limitación, el Real Decreto 302/2004 regula el régimen de comunicaciones e información sobre la tenencia de determinados paquetes de cuotas, en los términos básicos que se indican a continuación:

- A) Las participaciones indirectas se determinan de acuerdo con el artículo 18 del Real Decreto 1245/1995<sup>1</sup>, del 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.
- B) Los cuotapartícipes deberán comunicar a la caja emisora y al Banco de España las adquisiciones o transmisiones de cuotas que determinen que su porcentaje alcance un 5% o descienda por debajo de él.
- C) Trimestralmente, la caja deberá comunicar al Banco de España todos los cuotapartícipes que tengan la condición de entidades financieras (con independencia de su porcentaje) y los que, no siendo entidades financieras, tengan un porcentaje igual o superior al 0,5% del volumen de cuotas en circulación.

Alguna consideración merecen en este punto los aspectos relativos a la obtención de la

<sup>1</sup> El artículo 18 del Real Decreto 1245/1995 establece: "1. (...), las acciones, aportaciones, o derechos de voto a integrar en una participación significativa incluirán: a) Los adquiridos directamente por una persona física o jurídica; b) Los adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona física; c) Los adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica, o participadas por entidades del grupo; d) Los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o con sociedades de su grupo. 2. Se considerarán sociedades controladas aquéllas en las que el titular ostente el control en el sentido del artículo 4 de la Ley 24/1988 y participadas aquéllas en las que ostente alguno de los porcentajes previstos en el artículo 185 de la Ley de Sociedades Anónimas. 3. Las participaciones indirectas se tomarán por su valor, cuando el titular tenga el control de la sociedad interpuesta, y por lo que resulte de aplicar el porcentaje de participación en la interpuesta, en caso contrario".

información a remitir trimestralmente por la caja. Las cuotas estarán admitidas a negociación en un mercado secundario, siendo normalmente la entidad encargada de su registro contable la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores S.A. (en adelante, "Iberclear") a través de las entidades participantes. Por ello, la obtención de esta información dependerá de que Iberclear y las entidades participantes se la proporcionen a la caja. A estos efectos, el Real Decreto 302/2004 ha establecido que será de aplicación el artículo 22 del Real Decreto 116/1992, del 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación, y liquidación de operaciones bursátiles, en el que se dispone que las normas de funcionamiento de Iberclear contendrán las previsiones necesarias para que, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos sean nominativos por imperativo legal (ahora habrán de añadirse las cuotas participativas) sean comunicadas a dichas entidades. Igualmente, Iberclear proporcionará la identidad de los accionistas de las sociedades cotizadas con ocasión de las juntas generales y entendemos que ahora deberá indicar también los titulares de cuotas participativas con ocasión, en su caso, de reuniones del sindicato de cuotapartícipes.

Iberclear deberá articular, en consecuencia, las previsiones necesarias para que esta información pueda ser proporcionada a la caja. A su vez, dicha información deberá ser proporcionada a Iberclear por las entidades participantes, quienes, en la práctica, excusando su pasividad en sus deberes de secreto, no siempre proporcionan la información sobre la identidad de sus clientes con valores depositados en sus cuentas de valores, lo que puede dificultar en la práctica el cumplimiento de la obligación de información de la caja.

- D) En el caso de que el Banco de España compruebe que una persona o grupo económico alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de cuotas superior al 5%, se dirigirá al adquirente o entidad matriz instándole a que en el plazo de un mes (que podrá ser de 6 meses en determinados supuestos especiales) enajene las cuotas excedentes u otorgue un mandato irrevocable para su venta ordenada y urgente.

Si el adquirente incumple el requerimiento, el Banco de España impondrá a la caja la suspensión de la totalidad de los derechos económicos correspondientes a las cuotas afectadas. La retribución correspondiente a estas cuotas se integrará definitivamente en las reservas generales de la caja y en el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, y la participación en el excedente libremente disponible que les corresponda y no sea distribuida se integrará en el Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. Estas medidas cesarán cuando, una vez acreditado por el adquirente el retorno a los límites exigibles, el Banco de España declare el levantamiento de la suspensión, comunicándolo a la caja.

- E) Finalmente, serán de aplicación a los administradores y directivos de la caja las obligaciones de comunicación de tenencia de cuotas previstas en el Real Decreto 377/1991, del 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

#### 6.2. Autocartera de cuotas

La Ley 13/1985 permite que las cajas de ahorros mantengan una autocartera de cuotas participativas procedentes de adquisiciones derivativas, si bien no está permitida su adquisición originaria mediante suscripción. El límite de esta autocartera para la caja y su grupo consolidable es el mismo que el existente para las sociedades anónimas cotizadas, es decir, del 5% de las cuotas totales emitidas. Cuando por adquisición o adjudicación de cuotas se supere ese límite, por regla general no es admisible –incomprendiblemente, a nuestro modo de ver– el recurso a la enajenación para desprenderse del excedente, sino que habrá que proceder a su amortización siguiendo, en lo que resulte aplicable, el procedimiento previsto en la Ley de Sociedades Anónimas para la reducción de capital. No obstante, y por excepción, se podrá recurrir tanto a la enajenación cuanto a la amortización cuando el excedente sobre el límite de la autocartera se haya generado como consecuencia de la cesión de cuotas a la caja en el marco de un proceso de fusión (ver, *infra*, apartado 8. A)).

La retribución que corresponda a las cuotas participativas en autocartera se destinará a las reservas generales de la caja y al Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes, en la proporción que éstos tengan derecho a participar en el Excedente de

las Cuotas en la fecha del reparto. Conforme a lo establecido en el Real Decreto 302/2004, la disciplina de la Ley de Sociedades Anónimas relativa a la autocartera de acciones es de aplicación, en cuanto sea compatible, a las cuotas participativas.

### 7. Sindicato de cuotapartícipes

La Ley 13/1985 deja libertad a las cajas de ahorros para decidir la creación de un sindicato de cuotapartícipes con ocasión de la emisión de cuotas participativas. El Real Decreto 302/2004 desarrolla esta figura, que ha sido configurada a semejanza del sindicato de obligacionistas y cuyas reglas básicas de funcionamiento son las siguientes:

- A) Los cuotapartícipes deberán aprobar un reglamento interno del sindicato, que deberá ajustarse a las previsiones contenidas en el acuerdo de emisión.
- B) El presidente del sindicato podrá acudir a las asambleas generales de la caja con voz pero sin voto y podrá solicitar informes que interesen a los cuotapartícipes.
- C) La asamblea de cuotapartícipes podrá ser convocada por el consejo de administración y por el presidente del sindicato (quien deberá convocarla cuando lo soliciten cuotapartícipes que representen la vigésima parte de las cuotas emitidas), hallándose sometida a reglas específicas de convocatoria la adopción de acuerdos de especial relevancia. En todo caso, la asamblea se reunirá al menos una vez al año para informar a los cuotapartícipes de la marcha de la caja.
- D) Los acuerdos se adoptarán, en primera convocatoria, por mayoría absoluta si asisten cuotapartícipes que representen al menos las dos terceras partes de las cuotas en circulación y, en segunda convocatoria, por mayoría absoluta, cualquiera que sea el número de asistentes.
- E) Será necesaria la aprobación del sindicato para acordar el reparto del Fondo de Reservas de los Cuotapartícipes. La necesidad de contar con la aprobación del sindicato para la

supresión del derecho de suscripción preferente en la emisión de las cuotas y para proceder a la amortización de éstas ha sido declarada nula por el Tribunal Supremo en su sentencia del 26 de octubre de 2005.

### 8. Amortización anticipada de las cuotas participativas

Tanto la Ley 13/1985 cuanto el Real Decreto 302/2004 contemplan los siguientes supuestos específicos de amortización anticipada de las cuotas participativas:

- A) Fusión. En los casos de fusión de la caja de ahorros emisora de cuotas, los cuotapartícipes dispondrán de un plazo de, al menos, un mes<sup>2</sup> contado desde la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil para ceder sus cuotas, si así conviene a su interés, a la entidad emisora. El precio de amortización en estos casos será el valor de mercado descrito en el precedente apartado 3.1.D).

En el caso de que las cuotas hayan sido emitidas por la entidad absorbida en la fusión (que, por tanto, se extingue en ésta) aquéllas se canjearán por cuotas de la entidad resultante de la fusión. Para ello, el proyecto de fusión recogerá la correspondiente relación de canje, que deberá asegurar que el valor económico de los derechos de los cuotapartícipes no se altere y que deberá ser informada favorablemente por un experto independiente. Por lo demás, y a falta de una expresa previsión del Real Decreto 302/2004 en este sentido, parece razonable entender que, una vez realizado el canje de las cuotas emitidas por las entidades extinguidas, los titulares de las nuevas cuotas tendrán el mismo derecho a cederlas a la entidad resultante de la fusión, ya que en caso contrario se les estaría privando del derecho de cesión que la Ley 13/1985 recoge, sin distinciones, para todos los casos de fusión.

En el supuesto de que, como consecuencia de la cesión de cuotas en un supuesto de fusión, se superase el límite permitido de autocartera de cuotas, la caja deberá proceder bien a la enajenación o bien a la amortización del exceso en el plazo máximo de tres meses.

<sup>2</sup> La Ley 13/1985 en el apartado 9 de su artículo 7 establece un plazo mínimo de un mes, mientras que el artículo 13 del Real Decreto 302/2004 prevé un plazo mínimo de treinta días para este mismo supuesto. Obviamente, ha de prevalecer lo dispuesto en la Ley, con las consiguientes consecuencias en orden a las reglas de cómputo del plazo (artículo 5.1 del Código Civil español).

Finalmente, el Real Decreto 302/2004 ha extendido el derecho a ceder las cuotas participativas a los casos de cesión total de activos y pasivos de la caja emisora en favor de otra, pero no a aquellos otros en los que intervenga en la operación de cesión una sociedad o entidad distinta de una caja de ahorros.

- B) Amortización en caso de sobrepasar el límite de autocartera. En el caso de que la caja emisora de las cuotas participativas supere el límite de autocartera permitido (5% de las cuotas totales emitidas), deberá proceder a la amortización del exceso sobre el límite permitido en el plazo de máximo de tres meses. Como se ha indicado, y a diferencia de lo permitido para la autocartera que pudiera ser generada en un proceso de fusión, la regla general es que para restablecer el límite legal de autocartera, sólo es posible el recurso a la amortización del excedente. A tal efecto, el Real Decreto 302/2004 establece que deberá aplicarse a esta amortización el procedimiento de reducción de capital de la Ley de Sociedades Anónimas. Consecuentemente, el acuerdo deberá ser adoptado por la asamblea general de la caja y deberá publicarse en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en dos periódicos de gran circulación en la provincia en la que la caja tenga su domicilio. Además, será de aplicación el derecho de oposición de los acreedores de la caja, incluyendo a los impositores, en los términos previstos en la referida Ley y en la medida en que sean compatibles con la naturaleza y fines de la operación.
- C) Modificación del régimen jurídico de los derechos políticos. El acuerdo de emisión de cuotas deberá incluir una cláusula de amortización automática para el supuesto de producirse una modificación en el régimen jurídico de los derechos políticos de los cotapartícipes. No disponemos, sin embargo, de ninguna pauta o criterio normativo para la delimitación de los supuestos determinantes de esta amortización, por lo que, cuando menos, parece que cualquier clase de alteración que implique el otorgamiento de un derecho político deberá desencadenar la aplicación de la cláusula. Esta conclusión es coherente con la voluntad del legislador de configurar las cuotas como un instrumento financiero carente de derechos políticos. La amortización se llevará a cabo de acuerdo con un plan específico que deberá ser aprobado por el Banco de España y que,

entendemos, deberá incluir el precio de amortización, con el fin de que no se vea afectada la solvencia de la caja.

- D) Otros supuestos de amortización. El artículo 12 del Real Decreto 302/2004 ha recogido expresamente la posibilidad de amortización anticipada de las cuotas participativas por simple decisión de la entidad emisora, configurando así un supuesto que guarda alguna semejanza con la reducción de capital de las sociedades anónimas. En este supuesto, para la amortización de las cuotas será necesaria, además del inevitable acuerdo de la asamblea general de la caja emisora, la autorización del Banco de España. Asimismo, se requerirá el cumplimiento de las garantías y plazos previstos en la Ley de Sociedades Anónimas para los acuerdos de reducción de capital, es decir, la publicación del acuerdo de amortización en los términos anteriormente indicados a efectos del eventual ejercicio de su derecho de oposición por los acreedores de la caja cuyo crédito haya nacido antes de la fecha del último anuncio del acuerdo de amortización y no se encuentre adecuadamente garantizado (incluyendo a los impositores de la caja).

No está claro, en cambio, si resulta aplicable a la operación la previsión del apartado tercero del artículo 164 de la Ley de Sociedades Anónimas que establece que "cuando la reducción implique amortización de acciones mediante reembolso a los accionistas y la medida no afecte por igual a todas las acciones, será preciso el acuerdo de la mayoría de los accionistas interesados". Y aunque la cuestión sea dudosa, no parece infundada una respuesta negativa si se advierte, de un lado, que el artículo 12.1 del Real Decreto 302/2004 no somete la amortización anticipada que en él se contempla a la disciplina de la reducción de capital de la Ley de Sociedades Anónimas en su conjunto, sino sólo al "cumplimiento de las garantías y plazos previstos" en ella, y; de otro lado, que esta específica remisión puede considerarse razonablemente respetada con el reconocimiento del derecho de oposición al que anteriormente nos hemos referido.

Por lo demás, nada ha previsto el Real Decreto 302/2004 acerca del precio de amortización a pagar al cotapartícipe en estos casos. A nuestro modo de ver, al no tener los titulares de las cuotas ningún cauce para participar en la aprobación de la operación, sería razonable que los cotapartícipes percibiesen, como mínimo, el mayor del valor liquidativo y del valor de mercado de las cuotas participativas.