

¿Dónde España puede inspirarse para relanzar su economía? Echemos un vistazo en Europa. Alemania y Francia tienen sus economías en mala situación. Aunque ambos países han comenzado a aplicar algunas medidas, éstas parecen insuficientes dada la gravedad de sus crisis. La cobardía para acometer la cirugía que precisan sus males está aumentando los problemas. Unas actuaciones gubernamentales tibias, unidas a unas fuertes resistencias de franceses y alemanes a renunciar al 'Estado Providencia', están propiciando un estancamiento económico de difícil salida. Uno de los factores a los que achaca la baja competitividad gala y teutona es la sangría de unos beneficios sociales excesivos, en los que la gratuidad estimula un consumo innecesario. Además, la carencia de líderes provoca una pérdida de confianza que inmoviliza los recursos y frena el consumo.

Suecia, país que hace unas décadas era el ejemplo del Estado de Bienestar, fue el primero que acometió el recorte del gasto público. Su modelo era insostenible, razón por la que impulsó reformas que favorecieron la sustitución del dictadura de la Administración por la iniciativa ciudadana.

Inglaterra, aunque tiene una situación económica aceptable, navega demasiado despacio para los tiempos que corren. El influyente *think tank* británico Institute for Economic Affairs (IEA) ha publicado el informe *Cutting tax rates equals higher revenues and higher growth*. El trabajo propone una reducción de impuestos y de gasto público, políticas a las que atribuye un do-

Los impuestos excesivos frenan el dinamismo



Julio Pomés
Director del 'think tank' Institución Futuro

ble beneficio: una mayor recaudación de Hacienda y un mejor bienestar social. El estudio, aunque enfocado al Reino Unido, contiene muchas ideas valiosas para todo gobernante que pretenda espolear el desarrollo económico.

Las propuestas del IEA no son un brindis al sol. Países tan distintos como Suecia, Irlanda y Chile han demostrado que el descenso del gasto público ha favorecido la prosperidad de ciudadanos y países. Cuando el Estado nos resuelve la vida nos sale más caro que cuando nos la solucionamos nosotros; de otro lado nos proporciona la *solución única*, porque la Administración, cual *gran hermano*, nos trata como súbditos mostrencos, arrogándose una tutela a la que no tiene ningún derecho. El secuestro de

las cualidades que diferencian a los ciudadanos (manifestación genuina del ejercicio de la libertad), mediante la imposición de una solución igualitaria, destruye las potencialidades más nobles que encierra cada persona. El destino de un pueblo que se aferre al *estado nodriza* es el reino de la mediocridad.

Tema cada vez que los políticos le hablen de que ahora le van a dar algo gratis. Lo que le están diciendo es que, consume o no ese beneficio social, se lo van a cobrar obligatoriamente vía impuestos. Por ello lo mejor es utilizar el servicio, aunque no sea de su agrado o no lo necesite; mejor consumir a que se lleven nuestro dinero sin que nos den nada a cambio. Otra consecuencia de la gratuidad es el descenso de

la calidad del servicio conforme se amplía su consumo.

Otra política que favorece el despegue de la economía es la tarifa plana de impuestos. La Heritage Foundation ha publicado un voluminoso trabajo que defiende esa propuesta como la más acertada para despertar tanto el dinamismo de la economía como una mayor recaudación de tributos. Los países del Este de Europa son una demostración irrefutable del acierto de esas medidas. Algunos de ellos están consiguiendo tasas de crecimiento del 6%, mientras que los países con mayores cargas impositivas alcanzan un 1%. Otro referente es que los países con bajos impuestos duplican su PIB en seis años, mientras que a los que tienen una escala excesivamente creciente tardan setenta años para el mismo objetivo. Respecto al volumen de la recaudación, los Países Bálticos son una buena demostración de que se consigue más dinero con una tarifa plana del 15% en una economía dinámica que con una tarifa del 50% en una economía estancada.

Por último añadir una razón más del deterioro económico que implica un sistema tributario complejo y agresivo: el coste que implica la propia gestión recaudatoria. Una buena parte de lo recaudado se lo *comen* los funcionarios de Hacienda. Es increíble que los nuevos miembros de la UE, todos ellos partiendo de unas condiciones macroeconómicas lamentables, nos estén dando lecciones de cómo se puede construir país mediante políticas tributarias estimulantes.

A DEBATE

El pasado 29 de julio, la Comisión Ejecutiva del Banco de España autorizó a las entidades de crédito a computar como recursos propios de primera categoría las emisiones de participaciones preferentes que tengan asociada la posibilidad de incrementar su rentabilidad a partir del décimo año de vida—esto es, dotadas de los llamados *step-ups*—.

Las participaciones preferentes—del inglés, Preference Shares—son valores negociables que cuentan con una amplia difusión en los mercados internacionales de capitales. En España, las entidades de crédito comenzaron a utilizarlas hacia finales de la década de los noventa, existiendo a la fecha 22.487 millones de euros emitidos, que se negocian diariamente en el mercado soportado por AIAF.

Estas son un instrumento híbrido entre deuda y capital, que concede a sus titulares el derecho a percibir una remuneración fija en forma de dividendo no acumulativo, el dividendo preferente, cuyo pago está condicionado a la existencia de beneficios distribuibles suficientes y a las limitaciones impuestas por la normativa bancaria española sobre recursos propios (cuando exista un déficit de los mismos).

A diferencia de las acciones ordinarias, las participaciones preferentes no otorgan derechos políticos—tales como asistencia a las Juntas Generales de Accionistas o derechos de voto—a sus titulares. Tampoco conceden derecho de suscripción preferente alguno respecto de eventuales emisiones futuras.

En cuanto a plazo, las participaciones preferentes no suelen tener vencimiento, esto es, se emiten a perpetuidad. Sin embargo, a partir del quinto año contado desde la fecha de desembolso y con autorización previa por parte del Banco

Participaciones preferentes: ¿capital o deuda?

Altina Sebastián González y Sergio R. Torassa
Doctora en Negocios y Dirección de Empresas. Economista

de España, el emisor puede acordar su amortización anticipada.

Finalmente, y en los supuestos de liquidación o disolución del emisor, se sitúan—a efectos del orden de prelación de créditos—por delante de las acciones ordinarias, *pari passu* con cualquier otra serie de Preference Shares y por detrás de todos los acreedores, sean estos comunes o subordinados.

Ventajas

Para los bancos y cajas de ahorro que decidan incorporar las participaciones preferentes dentro de su mix de pasivo, las ventajas son claras: Por un lado, y según la nueva redacción del Artículo 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, el importe colocado se considerará parte integrante del capital social. Por otro, mediante esta fórmula es posible captar recursos a un coste sustancialmente menor que el que debería incurrirse en caso de emitir acciones ordinarias.

Para el inversor particular, el gancho es inmediato, ya que estas ofrecen una rentabilidad interesante, que suele oscilar entre un 4 y un 7%, vigente sólo para el primer año. Sin embargo, al analizar con más detenimiento la natura-

leza del producto, esta remuneración aparentemente elevada no es tal, cuando se ajusta por el riesgo asumido: De hecho, si a la rentabilidad nominal se le restan la prima de riesgo asociado al bajo derecho de prelación de las participaciones preferentes, la prima de iliquidez y el precio de la opción de compra otorgada al emisor, es dudoso que en la mayoría de las emisiones la rentabilidad residual sea superior a la de una imposición a plazo fijo.

Bancos y cajas han colocado estos títulos—valores a través de su red de oficinas, ofreciéndolos entre sus clientes como un instrumento de renta fija con dividendo garantizado y liquidez instantánea. Con el ánimo de colocar el producto, algunos aspectos relevantes eran omitidos, tales como la sujeción del dividendo a la obtención de beneficios suficientes por parte del garante, la perpetuidad de la emisión, las cláusulas de amortización anticipada, la inexistencia de garantía sobre el precio, etc. era sistemáticamente soslayada.

Estas prácticas han dado lugar a numerosos conflictos, alguno de los cuales han debido dirimirse en los tribunales. Así, en sentencia del pasado mes de junio una entidad financiera ha

sido condenada por publicidad ilícita y engañosa, obligándole el juez a exponer la sentencia en todas sus sucursales durante dos meses. La CNMV ha señalado en varias ocasiones que la comercialización de participaciones preferentes es uno de los principales problemas detectados en la venta de productos de ahorro por parte de las entidades financieras. Sin duda, esta es una asignatura pendiente que bancos y cajas deben afrontar, realizando el esfuerzo que sea necesario hasta alcanzar los estándares de transparencia propios de los procesos de distribución entre segmentos de clientela minorista.

La reciente decisión del Banco de España apunta hacia el segmento mayorista, facilitando notablemente el acceso de las entidades financieras españolas a los mercados de capitales. Para que las participaciones preferentes con *step-ups* moderados sean incluidas dentro de los recursos propios regulatorios de primera categoría, las emisiones deben cumplir ciertos requisitos: (1) su colocación ha de quedar limitada al mercado institucional, (2) la remuneración de los primeros diez años ha de ser fija, (3) su computabilidad queda restringida al 15% de los recursos propios de primera categoría y (4) debe clarificarse el cómputo del límite conjunto cuando coexisten participaciones con y sin *step-ups*.

El paso dado por la autoridad monetaria constituye una buena noticia, ya que homologa las posibilidades operativas de las entidades de crédito españolas a las vigentes en las jurisdicciones más avanzadas, permitiendo el acceso de bancos y cajas de ahorro a una fuente de financiación de alta calidad que—por su propia naturaleza—refuerza la solvencia, no solo del propio emisor sino de nuestro sistema financiero en su conjunto.

Expansión

expansion@recoletos.es

R

Depósito Legal M-15572-1986
ISSN 1576-3323

DIRECTOR Jesús Martínez de Rioja Vázquez
DIRECTOR DE REDACCIÓN Iñaki Garay
DIRECTOR ADJUNTO José Apezarena
SUBDIRECTORES Manuel del Pozo y Martí Saballs

REDACTORES JEFES Pilar Cambra, Juan José Garrido, Augusto González-Besada, Vicente Lozano y José Orihuel (Cataluña)

Empresas Francisco Oleo **Finanzas/Mercados** Laura García **Economía** Carlos Cuesta **Entorno** Tino Fernández **Fin de Semana** Mayte A. Ayuso **Empleo** Pilar Trucios **Expansion.com** Cristina Zoilo **Infografía** José Juan Gámez **Fotografía** Rafael Martín **Andalucía** José Luis Padilla **País Vasco** Emilio Cobos **Comunidad Valenciana** Julia Brines **Galicia** Ignacio Pérez de los Heros **Comunidad Europea** Ramón Rodríguez Lavín **Nueva York** Juan Llobell **Londres** Miquel Roig

MADRID 28046 Paseo de la Castellana, 66. Tel. 91 337 32 20. Télex 41889. Fax: **Empresas** 91 337 32 45. **Finanzas** 91 337 32 04. **Economía** 91 321 69 55. **Fin de Semana/ Expansión y Empleo/Especiales** 91 337 32 66.
BARCELONA 08017 Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta. Tel. 93 227 67 00. Telefax 93 227 67 61.
BILBAO 48001 Gran Vía, 8.3.ª dcha. Tel. 94 435 65 20. Telefax 94 435 65 25.
VALENCIA 46004 Pasaje Doctor Serra, 1.2.ª pta. 5. Tel. 96 351 77 76. Fax 96 351 81 01.
SEVILLA 41011 República Argentina, 25.9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01.
A CORUÑA 15003 Juana de Vega, 10 bis. 5.ª Tel. 981 21 80 22/20 85 37. Fax 981 22 84 59.
BRUSELAS Bd. Charlemagne, 46. 1000 Bruselas. Tel. (322) 2311932. Fax (322) 2309303.
NUOVA YORK 1330 Avenue of the Americas, 8.º New York, NY 10019. Tel. (1212) 641 65 96. Fax (212) 641 65 97.
LONDRES Financial Times, Number One Southwark Bridge. London SE1 9HL. Tel. 44 20 78733369. Fax 44 20 78733731.

Publicidad NOVOMEDIA, S.A.

PRESIDENTE José Manuel Rodrigo
DIRECTOR ÁREA ECONOMÍA Pablo Sempere
JEFE DE PUBLICIDAD Jaime Sánchez

MADRID Eva Fernández. Paseo de la Castellana, 66. Tel. 91 337 09 62-91 337 32 58. Fax 91 337 31 77.
BARCELONA Jefe de Publicidad Alicia Monteagudo Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta. Tel. 93 227 67 11. Fax 93 227 67 62.
BILBAO Juan Luis González Anduiza Gran Vía, 8.3.ª dcha. Tel. 94 435 65 20. Fax 94 435 65 25.
VALENCIA José Vicente Sánchez Beato Pasaje Dr. Serra, 1.2.ª pta. 5. Tel. 96 351 77 76. Fax 96 351 81 01.
ANDALUCÍA Miguel Dávila Avda. República Argentina, 25.9.ª B. 41011. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01.
GALICIA Miguel Viu C/ Juana de Vega, n.º 10 bis -5.ª planta. 15003 La Coruña. Tel. 981 20 85 37. Fax 981 22 84 59.

COMERCIAL

SUSCRIPCIONES Paseo de la Castellana, 66. 28046 Madrid. Tel. 902 37 33 37. Fax 91 337 37 71
EJEMPLARES ATRASADOS CDA. Tel. 902 50 54 86. Fax 91 208 93 31.

CIRCULACIÓN

MADRID Paseo de la Castellana, 66. Tels. 91 337 38 76-91 337 37 89. Fax 91 337 37 91.
SEVILLA Polígono Industrial La Palmera. Parcela 3. Carretera Madrid-Cádiz, km. 550. 41700 Dos Hermanas (Sevilla)
BARCELONA Avda. Diagonal, 640. Edif. 3-4.ª planta.

IMPRESIÓN

RECOPIRINT IMPRESIÓN, S.L.
Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR

