

CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA COMERCIALIZACIÓN DE
PARTICIPACIONES PREFERENTES POR LAS ENTIDADES
FINANCIERAS ESPAÑOLAS

Trabajo Fin de Máster



Alumna: Beatriz Reinoso Díez
Tutora: Dña. Anna Bajo Sanjuán
Máster Universitario en Finanzas 2013/2014
Madrid, Septiembre 2014

CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS

Beatriz Reinoso Díez

RESUMEN

Durante los últimos años, las participaciones preferentes han generado en España una enorme polémica debido a que aunque se trata de un producto legítimo y que cuenta con el beneplácito de organismos como el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se han producido irregularidades en torno a los métodos aplicados por bancos y sobre todo cajas de ahorros españolas para comercializarlo. Las participaciones preferentes constituyen un producto financiero de elevada complejidad y riesgo, y su comercialización a través de la red de sucursales de las entidades financieras españolas ha afectado a un elevado número de clientes, que han manifestado su malestar al respecto. Con este trabajo, se pretende comprender cuales han sido las causas que han motivado a las entidades financieras españolas a comerciar de manera masiva este producto entre su clientela minorista, el papel desarrollado por los organismos españoles encargados de la supervisión e inspección de las actividades desarrolladas por las entidades financieras y de los mercados de valores, así como las consecuencias ligadas a dicha comercialización para los diferentes agentes.

Palabras clave: Participaciones preferentes, producto financiero, riesgo, producto complejo, comercialización, clientela minorista.

INDICE

	<u>Páginas</u>
1. Introducción	6
2. Objetivos	8
3. Metodología	9
4. Participaciones preferentes. Producto financiero.	10
4.1 Producto Financiero. Concepto	10
4.2 Características	11
5. Problemática	13
5.1 Contexto de comercialización en España	13
5.1.1 Situación del mercado	13
5.1.2 Evolución de la comercialización de participaciones preferentes en España	14
5.2 Sistema de comercialización	19
5.3 Implicaciones de los empleados de las entidades financieras en la comercialización del producto	21
6. Causas de la comercialización de participaciones preferentes	25
6.1 Impacto de los acuerdos de Basilea. Requisitos de capital de las entidades de crédito	25
6.2 Situación de las entidades de crédito	29
7. Normativa	33
7.1 MIFID	33
7.2 Normativa Española	34
8. Actuaciones de los Órganos de control	37
8.1 CNMV	37
8.2 Banco de España	40
8.3 Responsabilidades de la CNMV y Banco de España	42
9. Consecuencias de la comercialización	43
9.1 Consecuencias para la clientela	43
9.2 Consecuencias para las entidades financieras comercializadoras	45
9.3 Consecuencias para el Estado y el sistema financiero español	47
10. Medidas para afrontar el problema	50
10.1 Soluciones proporcionadas y productos alternativos. El canje de	50

las participaciones preferentes	
10.2 Medidas preventivas	54
11. Conclusiones	57
12. Bibliografía	61

INDICE DE TABLAS

	<u>Páginas</u>
Tabla 1. Emisiones brutas de participaciones preferentes registradas en la CNMV	18
Tabla 2. Reclamaciones recibidas y resueltas por el Servicio de Reclamaciones de la CNMV	40
Tabla 3. Inversiones extranjeras en España	48

INDICE DE GRÁFICAS

	<u>Páginas</u>
Gráfica 1. Emisiones brutas de participaciones preferentes registradas en la CNMV	18
Gráfica 2. Evolución de la inversión exterior en España.	49

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, el sistema financiero español ha venido sufriendo una grave crisis cuyas consecuencias han marcado la economía de nuestro país. Sin embargo, esta crisis que inicialmente se consideraba una crisis financiera, ha generado una crisis ética y una crisis de confianza en todo el sistema financiero español. Los escándalos que han venido aconteciéndose en relación a las cajas de ahorros durante los últimos años, han perjudicado seriamente la confianza de los ahorradores en sus entidades bancarias; y es que, hemos sido testigos de casos de corrupción por parte de directivos de entidades financieras, de los excesivos y en ocasiones ofensivos sistemas de retribución e incentivos de dichos directivos, de dudosas técnicas de comercialización de determinados productos financieros... Es en este último punto mencionado en el que se va a focalizar el desarrollo del tema de este trabajo; en concreto, se centrará en identificar cuáles han sido las causas que han empujado a las entidades financieras españolas a comercializar participaciones preferentes, y determinar las consecuencias que se han derivado para los distintos agentes.

Las participaciones preferentes constituyen un tema de actualidad. Se trata de un producto financiero utilizado por las entidades financieras para la captación de financiación. Muchos han considerado que la comercialización de participaciones preferentes ha constituido una estafa por parte de las entidades financieras, pero lo cierto es que son un producto totalmente legítimo; el problema se ha generado en torno al método de comercialización para la colocación del producto entre los clientes de las entidades financieras. La realidad es que, se trata de un producto cuyas características han favorecido que se consiga el objetivo perseguido con su comercialización, la obtención de financiación por parte de las entidades, al mismo tiempo que el ajuste a las exigencias de la normativa vigente. Las participaciones preferentes están ligadas a una alta rentabilidad a la vez que a un alto riesgo, así como a una elevada iliquidez; por lo que puede no ser un producto adecuado para todos los perfiles de ahorradores que se encuentran entre la clientela de las entidades. Es en este punto en el que las cajas de ahorros comercializaron masivamente el producto, evidenciando la falta de responsabilidad y ética profesional al ofrecer este producto sin el asesoramiento debido a clientes con bajos conocimientos y prácticamente desinformados, lo que ha desencadenado un escándalo debido a la pérdida de los ahorros por parte de los mismos. Y lo que es más grave, se ha desencadenado una crisis de confianza en el sistema financiero, de manera que su

principal pilar para el buen funcionamiento del mismo, la confianza de los particulares, ha comenzado a tambalearse.

2. OBJETIVOS

Con el desarrollo de este trabajo, lo que se pretende es hacer un estudio sobre la comercialización por parte de las entidades financieras españolas en general, y de las cajas de ahorros en particular de participaciones preferentes, haciendo especial hincapié en los efectos generados por esta actuación. En concreto, los objetivos que se persiguen con el desarrollo de este tema son los siguientes:

- Identificar las **causas** que llevan a las entidades financieras, en especial a las cajas de ahorros, a la comercialización de las participaciones preferentes. Lo que se pretende es analizar por qué se eligió este producto en lugar de otro; cuáles fueron los incentivos que llevaron a las entidades financieras a comercializar dicho producto, tratando de exponer en qué situación se encontraban las entidades con anterioridad a la comercialización del producto, así como entender la normativa que favoreció la comercialización de este producto. Asimismo, el trabajo pretende explicar que método de comercialización se utilizó en nuestro país; cuáles eran las ventajas que ofrecía la comercialización de las participaciones preferentes frente a la de otros productos, y por qué se eligió comercializarlo masivamente entre la clientela minorista.
- Identificar las **consecuencias** provocadas por la comercialización de las participaciones preferentes. A simple vista, parece evidente que la comercialización de este producto ha tenido consecuencias importantes para aquellos clientes que lo adquirieron, así como para las entidades que lo comercializaron de forma masiva, afectando de forma notable a su reputación. Sin embargo, no sólo se ven afectados estos dos agentes, sino que el alcance de las consecuencias va mucho más allá, alcanzando a los trabajadores de las entidades financieras (se estudiará qué ha sido lo que ha podido motivar a los trabajadores de las entidades bancarias a vender de forma masiva el producto, así como el papel que desempeñan estos trabajadores en las entidades financieras, y las consecuencias que ha tenido la comercialización del producto para los mismos). Otro agente afectado ha sido el propio Estado, quien se ha visto obligado a intervenir para rescatar algunas entidades financieras; y por último, el sistema financiero en general, el cual presenta una falta de confianza por parte tanto de la población española, así como por parte del resto de países de la Unión Europea.
- Identificar qué **medidas** sancionadoras se están tomando, y qué se podría haber hecho para evitar las consecuencias derivadas de la comercialización de preferentes.

3. METODOLOGÍA

Para la identificación de las causas y consecuencias que han empujado a las entidades financieras españolas en general, y en particular a las cajas de ahorros, hacia la comercialización masiva de participaciones preferentes entre sus clientes minoristas durante los últimos años, utilizaré una metodología mayoritariamente descriptiva. Partiré del análisis de la literatura a partir de diferentes estudios elaborados por organismos como es el caso del estudio realizado por el Defensor del Pueblo sobre las participaciones preferentes. Asimismo, me apoyaré en diferentes estudios académicos, realizados por expertos en la materia, los cuales me ayudarán a ahondar en la problemática generada en torno a este complejo producto. Adicionalmente utilizaré información proporcionada tanto por el Banco de España como por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV).

Para el desarrollo del trabajo estudiaré la evolución del producto financiero, centrándome en mayor medida en los años en los que las participaciones preferentes han desarrollado su etapa de auge, siendo el momento más álgido de las mismas en el año 2009. Estudiaré cómo evolucionaron las emisiones de participaciones preferentes en cuanto a volumen y por tipo de entidad durante estos años, extrayendo datos proporcionados en los informes anuales de la CNMV.

Por último, trataré de identificar las consecuencias de la comercialización de las participaciones preferentes entre la clientela minorista por las entidades financieras. Es necesario analizar además los daños que se han generado a la clientela y al propio sistema financiero español, así como las medidas que se han aplicado para intentar solventar el problema y su regulación..

Una vez elaborado el grueso del trabajo, extraeré mis propias conclusiones basándome en los hechos estudiados a lo largo del mismo.

4. PARTICIPACIONES PREFERENTES

Las participaciones preferentes han sido objeto de polémica en España. Se ha tratado de un instrumento utilizado por parte de los bancos y cajas de ahorros para la obtención de financiación, donde el foco de la problemática se generó en torno a su inadecuada comercialización debido a la elevada complejidad del producto. Para poder comprender la evolución y el desarrollo del conflicto, es necesario profundizar previamente en la comprensión del producto financiero.

4.1 PRODUCTO FINANCIERO. CONCEPTO

Las participaciones preferentes son un producto financiero de elevada complejidad y riesgo. Distintos organismos, como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o el Banco de España, definieron este producto:

Las participaciones preferentes son “un instrumento financiero emitido por una sociedad que no otorga derechos políticos al inversor, ofrece una retribución fija (condicionada a la obtención de beneficios) y cuya duración es perpetua, aunque el emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor (en el caso de las entidades de crédito, el Banco de España)” (Banco de España 2014).

“Las participaciones preferentes son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho al voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas de capital en lo invertido. Con independencia de su carácter perpetuo el emisor, tratándose de una entidad de crédito, suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del Banco de España” (Comisión Nacional del Mercado de Valores 2009).

Se trata, de un producto híbrido, que posee características de renta variable y renta fija. Este producto financiero, es conocido también por la denominación de *acciones preferentes*, en aquellos casos en el que las participaciones preferentes son emitidas por

entidades extranjeras (Banco de España 2014). Las participaciones preferentes constituyen un producto de elevada complejidad y vinculado a un alto nivel de riesgo, como se puede deducir de las definiciones aportadas por el Banco de España y la CNMV, y que posteriormente se abordarán en el apartado siguiente de este capítulo. Para proceder a la adquisición y enajenación de este producto financiero, es necesario recurrir a un mercado organizado secundario, AIAF (Asociación Española de Intermediarios Financieros)¹, el cual, no garantiza una liquidez inmediata de las mismas debido a que en dicho mercado se cruzan pocas operaciones. La principal diferencia respecto a las acciones ordinarias, es que no cotizan en bolsa, ni otorgan derechos políticos a sus tenedores.

4.2 CARACTERÍSTICAS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

Debido a su complejidad, las participaciones preferentes cuentan con unas características muy específicas para este tipo de producto financiero. Distintos organismos identifican diversas características que se enumeran a continuación:

1. No otorgan derechos políticos al inversor.
2. La retribución establecida como pago de intereses queda supeditada a la obtención de beneficios. De este modo, se puede afirmar que la rentabilidad generada por este producto es variable, pudiéndose generar o no intereses en función de si la entidad obtiene beneficios; de no ser así, la rentabilidad obtenida será nula.
3. Falta de liquidez, como consecuencia de las dificultades para vender este tipo de títulos. La enajenación de este tipo de productos se produce, como ya se ha mencionado con anterioridad, en el mercado secundario AIAF, y no está garantizada una liquidez inmediata.

¹ El mercado AIAF constituye el mercado español de referencia para la renta fija, y se encuentra integrado en Bolsas y Mercado Españoles (BME). Consiste en un mercado regulado y sometido al control y supervisión de las autoridades (en concreto por la CNMV) respecto al funcionamiento del mismo, a la admisión a cotización de valores y a la difusión de la información; garantizando la transparencia de las operaciones y fomentando la liquidez de los activos (BME Renta Fija, 2014). En él se lleva a cabo la emisión y negociación de valores de renta fija tanto de empresas públicas como privadas, así como instituciones de igual índole. Asimismo, en este mercado, se negocian las participaciones preferentes de índole minorista.

La finalidad de este mercado es la obtención de financiación por las diferentes empresas y organismos emisores de los valores de deuda, y se caracteriza por tratarse de un mercado primario y secundario al mismo tiempo, al producirse la emisión de los valores y su posterior negociación en el mismo. (Diario Expansión, 2014)

4. No poseen un vencimiento determinado. Tienen carácter perpetuo, lo que implica que el inversor asume un compromiso para toda la vida.
5. Elevada subordinación. Los inversores son los últimos en cobrar en caso de quiebra de la entidad oferente. Únicamente poseen una posición preferente frente a los accionistas de dicha entidad.

En definitiva, las participaciones preferentes son clasificadas como productos híbridos, híbridos, pese a su incorrecta comercialización por parte de las entidades financieras como si como si fueran productos de renta fija, aspecto que se abordará más adelante en este trabajo. Son productos complejos, con una liquidez restringida, de manera que a la hora de hora de enajenar o amortizar estos productos se pueden obtener pérdidas muy elevadas. elevadas. Adicionalmente, no proporcionan una alta remuneración, es más, “ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido” (Banco de España 2002, 41). Por último, el término “preferente” de su denominación, puede conducir a engaño, puesto que en caso de insolvencia por parte del emisor de estos títulos, los poseedores de los mismos son los últimos en cobrar, situándose sólo por delante de los accionistas en el orden de prelación de los acreedores de la entidad.

5. PROBLEMÁTICA

5.1 CONTEXTO DE COMERCIALIZACIÓN EN ESPAÑA

5.1.1 SITUACIÓN DEL MERCADO

Cabe plantearse cuáles han sido los orígenes de este producto financiero, cuya proliferación en España alcanzó su auge en la primera década del siglo XXI, así como cuál ha sido el contexto en el que se ha desarrollado la comercialización del mismo.

Las participaciones preferentes nacen como una fuente de financiación para todas las organizaciones en general, siendo utilizadas mayoritariamente por bancos y cajas de ahorro para suplir sus necesidades de financiación. Así pues, el producto comienza a desarrollarse en España bajo las necesidades de las entidades financieras de captación de recursos propios en un momento en el que estaba acaeciendo una grave crisis y los recursos propios de dichas entidades estaban sumamente deteriorados.

Durante los años en los que proliferaba este producto financiero, el mercado interbancario estaba desarrollando tensiones. Los tipos de interés a un día eran excesivamente elevados, y algunas entidades financieras quebraron, lo que provocó una desconfianza por parte de todas las entidades que operaban en este mercado, reduciéndose el número de operaciones al mínimo. De este modo, las necesidades de capital de las entidades junto con el cierre del mercado interbancario, fruto de la desconfianza generada entre las entidades financieras para prestarse fondos, que se produjo durante esta etapa, hizo que las entidades financieras en general, y las cajas de ahorros en particular (debido a que sus posibilidades para la obtención de capital son más restringidas que las de los bancos), tuvieran que buscar, en esos momentos, medios alternativos al mercado interbancario para obtener financiación. Así, se plantearon dos opciones; la primera de ellas consistía en llevar a cabo ampliaciones de capital, de manera que se pondrían a disposición del mercado acciones nuevas. Sin embargo, en esos momentos los inversores miraban con recelo a la bolsa debido a la crisis de las “punto.com” sufrida a principios del siglo XXI, y que provocó importantes desplomes de las bolsas mundiales con lentas recuperaciones, así como la fuerte sacudida que sufrieron las bolsas mundiales consecuencia de los atentados terroristas del 11-S en EEUU, por lo que las entidades consideraban que no era un buen momento para lanzar ampliaciones de capital, sumándose a este hecho la imposibilidad por parte de las cajas de ahorros para realizar ampliaciones de capital. Esto les lleva a la segunda alternativa: la emisión de participaciones

preferentes; ésta, además de proporcionarles la financiación necesaria, se contabilizaban como recursos propios.

Hay que tener en cuenta que las cajas de ahorros, por su naturaleza, no disponen de las mismas alternativas que los bancos para obtener recursos propios, ya que únicamente pueden incrementar este elemento por medio de dos vías: bien mediante la emisión de cuotas participativas o a través de las participaciones preferentes. Sin embargo, las cuotas participativas constituían un instrumento de renta variable que cotiza en los mercados de capitales, y hasta el año 2008, no se produce ninguna emisión de este instrumento financiero, por lo que la novedad de dicho producto contribuye a que las entidades financieras (mayoritariamente cajas de ahorros), ante las necesidades de financiación, se decantasen por la emisión masiva de participaciones preferentes frente a la emisión de cuotas participativas.

5.1.2 EVOLUCIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES EN ESPAÑA

Pese a que en los últimos años la polémica sobre los métodos de comercialización de las participaciones preferentes por parte de determinadas entidades financieras españolas ha estado en el centro de mira, no se trata de un producto novedoso cuya comercialización haya surgido en los últimos años; sino que se trata de un producto que se viene comercializando desde finales de los años 90 por todas las entidades financieras de nuestro país. De este modo, desde el nacimiento de este producto, se pueden distinguir dos etapas diferenciadas con relación a la evolución de la comercialización de este producto financiero. El punto de inflexión entre estas dos etapas se constituye en el año 2008.

Hasta el año 2008 los inversores que adquirían este tipo de producto financiero recuperaban el 100% del capital invertido gracias a las prácticas que las entidades ponían en marcha. Durante esta primera etapa de comercialización de las participaciones preferentes, el producto se destina mayoritariamente a inversores institucionales (estando recomendado por la CNMV que se destinara al menos el 10% de la emisión del producto a inversores institucionales (Defensor del pueblo 2013, 18)), y su negociación se producía en mercados internacionales.

Asimismo, era habitual que las entidades comercializadoras llevaran a cabo dos tipos de operaciones relacionadas con las participaciones preferentes. Por un lado, las entidades financieras recurrían a la *amortización anticipada*, facilitándose la devolución del capital así como de los intereses generados. La amortización anticipada estaba condicionada al tipo de emisión de que se tratase así como al periodo de tiempo que se hubiera producido desde la adquisición de las participaciones preferentes. En aquellos casos, en los que el que los clientes lo solicitaban, se producía una recompra por parte de la entidad financiera de las participaciones preferentes., de manera que el cliente recuperaba el 100% de su inversión y la entidad volvía a vender el producto a otro cliente. Esta operación es la denominada *recompra de la participación*, y facilitaba la continuidad de la operación a través de algún cliente de la entidad, recolocando el producto en manos de un nuevo cliente, y garantizando, a través de la nueva compra de la participación por un cliente diferente al originario, la obtención de la financiación necesaria para garantizar la devolución del nominal del cliente inicial. Se puede afirmar, que con esta operación, las entidades realizaban un “case” entre sus propios clientes, estando obligados a notificar dicha operación al mercado AIAF (Asociación Española de Intermediarios Financieros).

A partir del año 2008, como consecuencia de las modificaciones que se producen en materia de normativa europea a nivel de mercados de instrumentos financieros, se produce un punto de inflexión en la comercialización de las participaciones preferentes. Esta normativa, conocida como la directiva MiFID cuyas siglas corresponden a *Markets in Financial Instruments Directive*, surge fruto de la necesidad de reforzar el sistema financiero, con el objetivo de mejorar las capacidades de las entidades financieras para absorber perturbaciones derivadas de tensiones con origen en los mercados financieros y económicos. Se busca reducir el riesgo de contagio de las futuras crisis, buscando una mejor gestión del riesgo por parte de las entidades, implementando la transparencia y manteniendo niveles de liquidez adecuados, que permitan la sostenibilidad de un sistema bancario fuerte y resistente.

Derivado de la nueva normativa, se exige a las entidades financieras unos nuevos requisitos con relación a este tipo de producto financiero. Por un lado, se obliga a las entidades a proporcionar una mayor información a los clientes sobre los potenciales productos objetos de adquisición. De este modo, es responsabilidad de la entidad comercializadora el realizar un test sobre conocimientos financieros y experiencia inversora de los clientes que deseen adquirir determinados productos, estudiando así la adecuación del producto a los

diferentes perfiles de clientes y teniendo la obligación de notificarles la no conveniencia de adquisición del producto en el caso de que los conocimientos y experiencia de los mismos no sean los adecuados. Adicionalmente se exige poner a disposición de los clientes el resumen del folleto de la emisión de las participaciones preferentes el cual informa de los posibles riesgos ligados a la operación, y las características del producto (perpetuidad, remuneración condicionada a la existencia de beneficios, elevada subordinación y fluctuaciones en el precio). Por otro lado, la directiva MiFID exige que las entidades clasifiquen los diferentes productos como complejos y no complejos, ante la existencia de un gran número de productos con diferentes características y diferentes riesgos ligados a los mismos, de manera que implican diferentes grados de conocimiento financiero para su comprensión. De este modo, la normativa exige a las entidades que clasifiquen a este tipo de producto como un producto complejo.

Sin embargo, se produce un hecho relevante que marca la orientación del tipo de clientela a quien se había venido destinando la comercialización de este tipo de productos hasta este momento. A partir del año 2008, se produce una pérdida de interés por parte de los inversores institucionales hacia la compra de participaciones preferentes, debido a la subida de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo en este momento, lo que hace más atractivas para los inversores instituciones otro tipo de inversiones como por ejemplo la renta fija, sin tener que asumir el elevado riesgo que las participaciones preferentes implicaban. Por este motivo, las entidades financieras, con el objetivo mantener el nivel de ventas de este producto y debido a las dificultades de acudir a otros mecanismos de financiación, deciden ampliar la venta del producto entre su clientela minorista.

Ante los nuevos visos que estaba tomando la comercialización de este producto, los organismos de control comienzan a lanzar llamadas de atención a las entidades comercializadoras de las participaciones preferentes. Establecen como condición, que si la emisión de este tipo de producto financiero se va a destinar de manera mayoritaria a la clientela minorista, es necesario que un experto independiente a la entidad realice un informe de valoración. La finalidad de dicho informe, consiste en determinar que las características de la emisión destinada a clientes minoristas serían las mismas que si la emisión estuviera destinada a inversores institucionales. Esta recomendación surge en el año 2012 ante la importante oleada de quejas que recibe el Servicio de Reclamaciones de la CNMV, hecho que hace saltar las alarmas y provoca que el organismo emita avisos sobre la gravedad del asunto.

Se produce en estos momentos un desajuste entre el valor de mercado de las participaciones preferentes con el valor del nominal de las mismas como consecuencia de la situación económica que se acontece durante estos años y la delicada situación de determinadas entidades financieras. De este modo, cuando el valor nominal del producto es diferente al valor de mercado, a la hora de realizar la recompra de participaciones preferentes se perjudicaría al cliente que está adquiriendo el producto. La CNMV, emite un aviso sobre esta posible mala práctica, recomendando recurrir a un mercado transparente, multilateral y organizado para que se realicen las operaciones de compra-venta de este producto financiero, el mercado AIAF.

Como se puede observar en la Tabla 1, el valor de las participaciones preferentes registradas en la CNMV entre los años 1999 y 2005 viene oscilando entre 1 millón de euros y 5 millones de euros. Durante los años 2006 y 2007 se produce un descenso en relación al valor de emisiones brutas, y como se puede observar en la Gráfica, se produce la eclosión durante el año 2009 del mayor número de títulos admitidos a negociación registrados hasta el momento, siendo el importe bruto de las emisiones producidas durante ese año equivalente a 12.960 millones de euros. Es durante este año cuando se toma consciencia del problema que se está produciendo, por lo que como muestra tanto la gráfica 1 como la tabla se produce una reducción total de número de emisiones, siendo éstas nulas o por importe poco significativo a partir de 2010, en relación a los importes que habían venido emitiendo durante los años anteriores. La problemática producida en torno al producto, junto con los procesos de reestructuración de las entidades de crédito, fomentaron la fuerte reducción de emisiones que se puede apreciar en el gráfico.

Así pues, se aprecia cómo en el año 2010 se produce una crisis en torno a este producto financiero que hace que las emisiones se desplomen.

Tabla 1. Emisiones brutas de participaciones preferentes registradas en la CNMV.

Años	Millones €
1998	600
1999	4416
2000	2880
2001	4060
2002	3737
2003	3360
2004	5542
2005	1356
2006	911
2007	225
2008	1246
2009	12960
2010	0
2011	200
2012	0
2013	0

Fuente: CNMV

Gráfica 1. Evolución de la emisión bruta de participaciones preferentes registradas en la CNMV.



Fuente: CNMV

5.2 SISTEMA DE COMERCIALIZACIÓN

La comercialización de participaciones preferentes en España se ha visto envuelta en una enorme polémica durante los últimos años. El producto se ha venido vendiendo desde el año 1998, pero es en el año 2009 el año en el que experimentan un mayor volumen de colocación, gracias, principalmente, a la comercialización del producto financiero entre la clientela minorista. En concreto, el producto ha sido comercializado por todas las entidades de crédito españolas, pero especialmente se ha producido un mayor número de emisiones por parte de cajas de ahorros, sobre todo por algunas que habían tenido que ser intervenidas por parte del Estado español, debido al elevado apalancamiento consecuencia del número de créditos promotor e hipotecarios concedidos durante el boom inmobiliario.

Desde el primer momento, para poder adquirir este tipo de producto, ha sido estrictamente necesario que los clientes acudieran a una entidad de crédito, dada la imposibilidad de la clientela de poder acceder al mercado de manera directa para formalizar su contratación. De este modo, las entidades financieras se posicionan como un intermediario entre el cliente y el emisor de las participaciones preferentes. Es en este punto donde se produce un hecho relevante, y que no puede ser obviado, ya que las entidades financieras comercializadoras de este producto son las propias entidades emisoras de estos títulos. Las participaciones preferentes constituyen un instrumento de financiación para el emisor de las mismas, de manera que al coincidir la entidad emisora y la entidad comercializadora, se priorizaran los intereses del emisor-colocador frente a los intereses de la clientela, lo que supone un claro conflicto de interés. Suplir las necesidades de financiación de las entidades financieras y mejorar su solvencia de cara a la normativa vigente, son dos objetivos que eclipsarán el deber de asesorar e informar a la clientela sobre la idoneidad del producto; por lo que parece lógico cuestionarse los mecanismos utilizados por las entidades financieras para la colocación del producto entre sus clientes.

Llegados a este punto, la normativa vigente en España exigía clasificar a las participaciones preferentes como un instrumento complejo, así como clasificar a la clientela de las entidades financieras en función de su perfil de inversión determinado mediante unos test. Sin embargo, durante los años en los que se produce el auge de la comercialización de este producto en nuestro país, se llevan a cabo malas prácticas comercializadoras para colocar el producto entre la clientela minorista de la entidad financiera.

Muchos de los clientes que adquirieron participaciones preferentes venían manteniendo sus ahorros en depósitos a plazo fijo, los cuales les proporcionaban una pequeña rentabilidad a la vez que seguridad y liquidez en torno a sus ahorros. Digamos, por tanto, que el perfil de estos clientes era de carácter *conservador*. Las entidades financieras habían desarrollado una relación con su clientela minorista basada principalmente en la confianza que éstos depositaban en las mismas. De este modo, no les resultó complicado a determinadas entidades comercializar el producto como una alternativa de los depósitos a plazo, caracterizándolos como si se tratara de un producto sin riesgo. El hecho de que la propia entidad comercializadora actuase como asesor de la clientela favoreció también la colocación del producto.

Por otro lado, gran parte de los clientes que adquirieron participaciones preferentes no disponían de los conocimientos financieros necesarios para comprender cuáles eran los riesgos asociados al producto adquirido. Lo cual, junto con la omisión de determinada información en el momento de la contratación del producto en relación a sus características, favoreció que un elevado número de individuos adquirieran este producto aun no siendo el idóneo para su perfil inversor.

Teniendo en cuenta que la distribución de las participaciones preferentes de las entidades se llevaba a cabo a través de las sucursales, se puede afirmar que ha existido un abuso por parte de las mismas de la confianza que su clientela había depositado en ellas. Asimismo, el papel llevado a cabo por los empleados de las mismas se torna significativo, ya que es posible que parte de ellos no fueran conscientes o no poseyeran la formación necesaria para explicar la complejidad del producto a la clientela (Defensor del pueblo 2013, 15).

Las alarmas saltaron cuando muchos de los afectados por la compra de este tipo de productos se dieron cuenta de que aquella inversión que habían realizado, y que les habían garantizado que era segura, en realidad era todo lo contrario. Las consecuencias eran mucho más graves de lo que habían podido imaginar, ya que se enfrentaban a la pérdida de sus ahorros. Todo ello desembocó en una pérdida de confianza en las entidades financieras no sólo de los clientes afectados por la compra de participaciones preferentes, sino del conjunto de la clientela en general, produciéndose un daño reputacional a las entidades comercializadoras de este producto, muy difícil de reparar.

5.3 IMPLICACIONES DE LOS EMPLEADOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS EN LA COMERCIALIZACIÓN DEL PRODUCTO

En España, la comercialización de las participaciones preferentes se ha llevado a cabo a través de la red de sucursales de la mayoría de entidades de crédito del país. Durante años las entidades financieras han coordinado las actividades de comercialización y venta de productos financieros con la actividad de asesoramiento a su clientela. Los empleados de banca, suponen un nexo muy importante entre las entidades financieras y los clientes, constituyendo un elemento clave a la hora de desarrollar una parte muy importante del negocio de las entidades de crédito, la comercialización de productos financieros; de manera que a lo largo del tiempo han construido un vínculo de confianza entre su clientela minorista y los empleados de las sucursales que desarrollan estas actividades.

Lo cierto es que durante muchos años, las entidades financieras emprendieron una lucha por la captación de clientes, consecuencia de la fuerte competitividad que existe en este sector, proporcionando y mejorando los productos financieros y los servicios que dichas entidades proporcionaban. Aunque cada vez más los bancos y cajas de ahorros se están centrando en proporcionar servicios a través de internet, es un hecho, que una parte muy importante de su clientela son reticentes a la utilización de este medio, sobre todo a medida que incrementa la edad de los clientes. De modo que las entidades financieras, conscientes de los lazos generados entre sus empleados y la clientela, lejos de reforzar este vínculo han llevado una actuación oportunista dando prioridad a su interés por reforzar sus recursos propios y obtener financiación, frente al bienestar de sus clientes.

Como consecuencia de la competitividad existente en el sector financiero, los nuevos canales de distribución y la amplia oferta de productos por parte del sector, se han producido cambios en relación con el modelo de organización del trabajo, ampliándose las capacidades de los empleados de banca, la cantidad, la calidad y las condiciones de trabajo. Así, los empleados de las sucursales de entidades financieras, trabajan de acuerdo a unos objetivos que deben cumplir, y una parte de su salario se encuentra vinculada a dichos objetivos. Este sistema, puede ser efectivo en determinados casos, sin embargo en otros puede resultar perjudicial para la clientela, ya que sitúa al empleado de la entidad ante un conflicto de interés entre su propio beneficio y el del cliente.

Al mismo tiempo, y como indican algunos autores (Ariza Montes, Lucia Casademunt y Morales Gutiérrez, 2013) “la implicación laboral de los empleados con su puesto de trabajo

constituye una actitud individual que adquiere carácter estratégico en las organizaciones” y sobre todo, en el caso de las entidades financieras. La implicación laboral se encuentra íntimamente ligada al apoyo social, las expectativas profesionales, la autonomía, el reconocimiento y la coherencia entre los objetivos de los empleados y los de las entidades.

En el caso de las participaciones preferentes, la clientela minorista acudió a las sucursales para adquirir el producto, y fueron estos empleados los encargados de la comercialización del mismo. Es en este punto, donde cabe preguntarse hasta qué punto los empleados de las entidades financieras fueron responsables de su comercialización. Sin que pueda generalizarse al 100%, el hecho es que hubo una clara omisión de información facilitada a los clientes, dado que una parte muy importante de la clientela afirma que no se les comunicó que las participaciones preferentes eran productos ligados a un riesgo elevado ni se les informó de su escasa liquidez. Gran parte de los afectados por las preferentes adquirió este producto debido a la confianza depositada en los empleados de las sucursales, y por ello, muchos compraron participaciones preferentes creyendo que era una alternativa similar a las imposiciones a plazo fijo.

Se pueden barajar dos escenarios para tratar de comprender el comportamiento de los trabajadores. El primero consiste en que una parte importante de los empleados no poseían la formación adecuada para la venta de este producto. Desconocían desde la naturaleza del producto hasta sus características y funcionamiento, por lo que a la hora de proceder a su venta no podían proporcionar detalles e información sobre el mismo. De este modo, los empleados de banca no solo comercializaron el producto entre los clientes de la entidad, sino que también lo hicieron entre sus amigos y familiares, lo que indica el desconocimiento de los riesgos ligados al producto, ya que de conocerlos, no habrían puesto en peligro los ahorros de sus más allegados, e incluso en algún caso, los suyos propios (del Barrio y García, 2013). Que los empleados de la red comercial desconozcan las características de los productos financieros que han de comercializar, supone un problema para la entidad, ya que se enfrentan a un posible daño reputacional y pérdida masiva de clientes como ha ocurrido en el caso de las participaciones preferentes. Es por este motivo que las entidades financieras deberían tomar conciencia de la importancia de invertir en formación para mejorar las capacidades de sus empleados, así como de la importancia de la reasignación de funciones y responsabilidades.

Por otro lado, muchos de los empleados, puede incluso que siendo conscientes de la complejidad del producto, lo comercializaran como consecuencia de los altos niveles de estrés

y presión a los que se encuentran sometidos. La presión ejercida por parte de la dirección de las entidades para vender preferentes y obtener liquidez, ha empujado a que los trabajadores de las entidades a colocar el producto de manera masiva, dando prioridad a los objetivos de la entidad por delante de principios morales. Se produce una “conexión entre las emociones individuales y el contexto laboral que afecta al bienestar psicológico y a la autoestimas personal” (Ariza Montes, Lucia Casademunt y Morales Gutiérrez 2013), de manera que factores como el sentido de la responsabilidad, la mayor o menor dependencia económica como consecuencia de la situación familiar de los empleados, la compatibilización de la vida personal y profesional, la retribución, la autorrealización y la responsabilidad, han afectado a la hora de comercializar el producto. En el caso de la comercialización de este producto financiero, se ha producido un desfase entre la compatibilidad y complementariedad de los objetivos de las entidades financieras (quienes buscaban obtener financiación y reforzar sus recursos propios) y los objetivos de los empleados (que pueden ser desde conservar su puesto de trabajo, promocionar, obtener mayores retribuciones, etc).

Sea cual sea el caso, la comercialización de las participaciones preferentes ha traído consecuencias para los empleados de las entidades comercializadoras, y sobre todo, para aquellas entidades intervenidas con ayudas públicas, en las que los compradores del producto no recuperarán gran parte de la inversión. Ante estos hechos, los trabajadores se enfrentan casi a diario a agresiones verbales e incluso físicas, que van desde insultos, hasta amenazas e incluso destrucción y agresión hacia sus bienes, especialmente a sus vehículos (Del Barrio y García 2013).

Es posible que en algunos casos estos empleados fueran conscientes de la inadecuada idoneidad del producto hacia sus clientes minoristas, y no se sabrá cuáles han sido los motivos individuales que les han motivado para su comercialización. Sin embargo, no hay que olvidar que los empleados no son más que el medio de las entidades para llegar a sus clientes y no los responsables de la creación del producto. Lo cierto es que los empleados son los que están dando la cara por las entidades y recibiendo las consecuencias de la comercialización de un producto financiero, fruto de la mala gestión de las propias entidades. Todas las presiones que están sufriendo los empleados, se están reflejando en un incremento del número de depresiones y problemas psíquicos entre los empleados del sector (Quelart 2012).

Por último, es un hecho que la credibilidad en las entidades de crédito por parte de la clientela se ha visto seriamente resentida. Actualmente, los empleados de dichas entidades

suponen un factor muy importante para las entidades financieras, que quizás no esté siendo reconocido como debería, ya que desempeñan un papel muy importante, de cara a reconstruir la confianza perdida en las entidades financieras.

6. CAUSAS DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

6.1 IMPACTO DE LOS ACUERDOS DE BASILEA. REQUISITOS DE CAPITAL DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO.

La primera causa de la comercialización de las participaciones preferentes está íntimamente ligada con el último acuerdo elaborado por el Comité de Basilea, conocido como Basilea III, cuya entrada en vigor tuvo lugar el 1 de Enero del 2013, contemplando un periodo de adaptación hasta el 1 de Enero del 2019, debido al endurecimiento que estas nuevas medidas conllevan.

Los acuerdos de Basilea consisten en tres acuerdos de supervisión bancaria que proporcionan recomendaciones sobre la regulación de este sector. Son elaborados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, y es importante destacar, que las recomendaciones propuestas por este Comité, no son de obligado cumplimiento; sin embargo son tomadas por el Parlamento Europeo como base para la elaboración del nuevo marco normativo.

El acuerdo de Basilea I fue publicado en 1988, y en él se establece el capital mínimo que las entidades financieras debían de mantener en relación a sus activos ponderados por riesgo. En este acuerdo, se proporciona también la definición de “capital regulatorio”, el cual se encuentra compuesto por dos elementos: Tier 1 y Tier 2 (también conocidos como capital de nivel 1 y 2, respectivamente), cuya diferencia viene determinada por aquellos instrumentos financieros que los componen. El Tier 1 está integrado por elementos capaces de absorber pérdidas durante el ejercicio de la entidad, y el Tier 2 absorbe las pérdidas una vez que la entidad deja de ser viable. Es en este punto, donde el acuerdo engloba a las participaciones preferentes dentro del Tier 1.

Se establece en este acuerdo, el sistema de ponderación de las exposiciones al riesgo y se fija un nivel de capital mínimo en el 8% en relación a sus activos ponderados por riesgo con el que las entidades deben de cumplir.

Posteriormente, en el año 2004, se lleva a cabo una revisión del acuerdo, y se publica un nuevo acuerdo de capital, Basilea II. En él, se mantiene el nivel del capital mínimo, sin embargo, se profundiza y desarrolla en el cálculo de los activos ponderados por riesgo, y

permite a las entidades aplicar calificaciones de riesgo basadas en sus modelos internos (previa autorización del supervisor).

Bajo este contexto, durante años, las participaciones preferentes resultaron ser un instrumento financiero muy atractivo para las entidades financieras, dado que computaban como recursos propios al tratarse de financiación obtenida a perpetuidad, al mismo tiempo que les permitía cumplir con los requisitos de solvencia y las exigencias de capital impuestas por Basilea II. En los años en los que se produjo el mayor volumen de emisiones de este producto en España, las participaciones preferentes debían de cumplir con unos requisitos específicos recogidos en la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985, para que este instrumento financiero pudiera computar como recursos propios. Estos requisitos a cumplir, de acuerdo con el BOE (2003) son los siguientes:

- a. “Ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal [...]”.
- b. “En los supuestos de emisiones realizadas por una entidad filial, los recursos obtenidos deberán estar depositados en su totalidad, descontados los gastos de emisión y gestión, y de forma permanente en la entidad de crédito dominante o en otra entidad del grupo o subgrupo consolidable. El depósito así constituido deberá ser aplicado por la entidad depositaria a la compensación de pérdidas, tanto en su liquidación como en el saneamiento general de aquélla o de su grupo o subgrupo consolidable, una vez agotadas las reservas y reducido a cero el capital ordinario [...]”.
- c. “Tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo. El devengo de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles en la entidad de crédito dominante o en el grupo o subgrupo consolidable.”
- d. “No otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión.”
- e. “No otorgar derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones.”

- f. “Tener carácter perpetuo, aunque se pueda acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.”
- g. “Cotizar en mercados secundarios organizados.”
- h. “En los supuestos de liquidación o disolución, [...], las participaciones preferentes darán derecho a obtener exclusivamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y delante de los accionistas ordinarios y, en su caso, de los “cuotapartícipes²”.”
- i. “En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30 por ciento de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable, incluido el importe de la propia emisión [...]. Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. El Banco de España podrá modificar el indicado porcentaje.”

Sin embargo, como consecuencia de la reciente crisis de confianza, capital y liquidez que ha venido sufriendo durante los últimos años el sistema financiero, se pone de manifiesto la existencia de algunas debilidades del sistema bancario. Queda latente la insuficiencia de los niveles de capital del sistema bancario, debido a la asunción de excesivos riesgos por parte de las entidades financieras, que derivan de errores en la medición de dichos riesgos y por la escasez de la información. La calidad del capital se encontraba deteriorada, y las estructuras de las entidades financieras estaban excesivamente apalancadas, por lo que surge la necesidad

² Los “cuotapartícipes” son los tenedores de cuotas participativas. Se trata “activos financieros o valores negociables que pueden emitir las cajas de ahorros. Representan aportaciones dinerarias de duración indefinida que pueden ser aplicadas en igual proporción y a los mismos destinos que los fondos fundacionales y las reservas de la entidad.” (Banco de España, 2014). Constituyen instrumentos de renta variable, que no otorgan derechos políticos a sus tenedores, y cotizan y se negocian en un mercado secundario organizado. La remuneración de este instrumento financiero está condicionada a obtención de beneficios de libre disposición por parte de las Cajas de Ahorros.

de elevar los niveles de capital en el sistema bancario, no sólo español, sino también europeo. De este modo, y con los objetivos en mente de evitar cometer los mismos errores en el futuro y la consecución de una regulación más fuerte, junto con una supervisión más exhaustiva y una gestión de los riesgos del sector bancario más eficaz, surge el acuerdo de Basilea III, que incorpora los elementos indicados a continuación:

1. Se incrementa la calidad del capital, con el objetivo de garantizar una mayor capacidad de absorción de pérdidas.
2. Se modifica el cálculo de los riesgos a determinadas exposiciones que no se encontraban recogidos adecuadamente.
3. Se establecen colchones de capital que permitan acumular capital en etapas de auge de los ciclos y puedan ser utilizados en momentos de estrés. En concreto estos colchones son dos: el colchón de conservación de capital³ y el colchón de capital anti cíclico⁴.
4. Se establece un ratio de apalancamiento para intentar reducir el endeudamiento del sistema bancario, y complementa al ratio de solvencia.
5. Se eleva el nivel de los requerimientos de capital, con el objetivo de proporcionar mayor estabilidad financiera y fortalecer la solvencia de las entidades.
6. Se refuerzan las normas del proceso supervisor, y se elaboran guías para diferentes áreas del negocio de las entidades financieras.

³ El colchón de conservación de capital tiene por objetivo, la conservación por parte de las entidades financieras de un nivel de capital suficiente para absorber las pérdidas de la entidad ante entornos de estrés, y que le permitan al mismo tiempo mantener los niveles mínimos exigidos por los requerimientos de capital. Este colchón se encuentra constituido por Tier 1. En el caso de que las entidades no cumplieran con el nivel mínimo establecido por este colchón (2,5% de los activos de la entidad ponderados por riesgo), la entidad se enfrentaría a restricciones en materia de distribución de resultados hasta que se pueda cubrir el colchón.

⁴ El colchón de capital anti-cíclico se constituye únicamente, en aquellos momentos en los que se produce un crecimiento excesivo del crédito. Persigue el objetivo de frenar dicho crecimiento desmesurado, permitiendo que en los periodos en los que el crecimiento del crédito sigue una senda estable, el nivel del colchón sea equivalente a cero. En cambio, cuando exista necesidad de constituirlo, coexistirá con el colchón de conservación de capital.

7. Se implanta dos nuevos ratios de liquidez: un ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y un ratio de liquidez a largo plazo.

Este nuevo acuerdo introduce modificaciones importantes respecto a la regulación de los recursos propios de las entidades de crédito; en concreto, se modifica el concepto de capital principal. Se excluye a las participaciones preferentes del cómputo del Tier 1, dado que no eran capaces de absorber las pérdidas en un mismo ejercicio, dejando de formar parte de este modo del capital regulatorio. Basilea III también eleva el nivel de capital mínimo al 9%. De este modo, se produce un endurecimiento de los requisitos de capital; las entidades financieras dejan de disponer de este instrumento financiero que durante años supuso un peso importante en el cómputo de sus recursos propios, debiendo buscar alternativas en otros instrumentos que computen como recursos propios y les permita cumplir con las nuevas exigencias. Así pues, el acuerdo de Basilea III convierte a las participaciones preferentes en un producto escasamente atractivo para las entidades financieras en cuanto emisiones futuras se refiere.

El objetivo último que se ha perseguido con Basilea III es el de promover un sector bancario más resistente, mejorando la gestión del riesgo para todas las entidades financieras.

6.2 SITUACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las siguientes causas de la emisión y venta de participaciones preferentes se encuentran ligadas con la situación y el contexto en el que operaban las entidades financieras. El sector bancario está caracterizado por la fuerte competencia existente entre las entidades de crédito, por lo que durante años se establecen fuertes luchas por mantener cuotas de mercado y la captación de nuevos clientes mediante productos que durante años ofrecieron rentabilidades suculentas. Tanto los bancos como las cajas de ahorros, soportaron un importante crecimiento tanto en volumen de negocio como en términos de expansión territorial desde finales de los años 90. Este crecimiento ha estado íntimamente ligado al sector inmobiliario español, en concreto, a la burbuja inmobiliaria que se genera entre los años 1998 y 2005, por lo que la segunda causa de la comercialización de este complejo producto, se encuentra ligada a la burbuja inmobiliaria española.

Al inicio de este periodo de bonanza, la economía española se encontraba en un momento del ciclo económico en el que el empleo comenzaba a crecer, así como la población española, en gran parte por la llegada inmigrantes ante la oferta de empleo que ofrecía el país en ese momento. Durante estos años, los tipos de interés se sitúan en unos niveles muy bajos, desincentivando de este modo la inversión por parte de los inversores en mercados de renta fija y suponiendo un enorme incentivo para las entidades financieras para la concesión de créditos, más accesibles y atractivos para los clientes. Se produce también un incremento de la capacidad económica de las familias, un crecimiento del sector de la construcción, una mayor demanda de viviendas y reformas fiscales para favorecer la adquisición de viviendas. De este modo, la burbuja inmobiliaria que se estaba produciendo en estos momentos, motiva a las entidades financieras a conceder préstamos a los promotores inmobiliarios y préstamos hipotecarios a las familias. Las condiciones ofrecidas por las cajas de ahorros son prácticamente inmejorables, ya que proporcionaban el cien por cien de la financiación de la construcción de los inmuebles. Ante esta postura adoptada por las cajas de ahorros, los bancos españoles se ven obligados a rebajar los requisitos para la concesión de préstamos promotores e hipotecarios (Ruiz Campo y Zhang 2013).

Ante la creciente demanda de vivienda, el precio de las mismas comienza a subir, suponiendo un enorme incentivo de inversión para los promotores y constructores. Sin embargo, la situación se torna a partir del año 2006, y la demanda de la vivienda por parte de los particulares comienza a disminuir desincentivado por los altos precios alcanzados y el incremento de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo para combatir a la inflación, junto con el incremento de la tasa de paro que se produce en el país. La capacidad económica de las familias se resiente, y los promotores ven como el nivel de venta de viviendas comienza a caer, provocando, que muchos agentes no puedan hacer frente al pago de los créditos hipotecarios y promotores que las entidades financieras concedieron. Ante este incumplimiento del pago de sus clientes, las entidades financieras comienzan a embargar las viviendas, de manera que este activo, comienza a adquirir un peso muy importante en el balance de estas entidades.

A causa de la paralización que sufre el mercado hipotecario se produce durante estos años un deterioro del valor de las viviendas que las entidades financieras mantienen en su posesión. A este hecho, se le suma el incremento de la morosidad ante la posibilidad de quiebra por parte de muchas empresas constructoras y promotoras a las que las entidades

financieras habían proporcionado crédito, y de los particulares a los que habían concedido préstamos hipotecarios. Estos dos acontecimientos contribuyen a la necesidad de obtener financiación adicional por parte de las entidades financieras.

Por último, la última causa que empuja a las entidades financieras a la comercialización de las participaciones preferentes, deriva del cierre de los mercados interbancarios y la imposibilidad de obtener financiación de otras entidades.

El cierre de los mercados interbancarios tiene su origen en la crisis de las hipotecas *subprime* (hipotecas de baja calidad) que se produce en EEUU y se expande por todos los países. En este país, se produce, al igual que en España, una burbuja inmobiliaria. Las entidades financieras estadounidenses comienzan a conceder créditos hipotecarios a todos sus clientes, independientemente de su categoría crediticia. La burbuja inmobiliaria estadounidense tenía sobre todo fundamentos especulativos, dado que los precios de la vivienda en este país se encontraban creciendo de manera continuada, por lo que los clientes solicitaban préstamos hipotecarios que esperaban devolver con la posterior venta del inmueble por un importe superior al préstamo obtenido.

Por otro lado, los inversores de todo el mundo, demandaban activos “seguros”, es decir, activos que estuvieran calificados con AAA por las agencias de rating. Ante el descenso del ahorro en EEUU consecuencia de un importante déficit en su balanza por cuenta corriente, y la escasez de activos con la calificación demandada por los inversores, las entidades financieras estadounidenses comienzan a “titularizar” los préstamos hipotecarios que habían concedido. Mediante la “titulización”⁵ de las hipotecas, se convierte a este tipo de activos en activos de renta fija que se negocian en mercados organizados. Con ello, las entidades financieras consiguen diversificar los riesgos ligados a estas hipotecas, al ser adquiridos estos nuevos títulos por entidades financieras de todo el mundo. Este proceso, se aplica sobre las hipotecas *subprime*, y pese al riesgo que estaba ligado a las mismas, las agencias de calificación continuaban otorgando calificaciones de bajo riesgo a este tipo de productos; poniéndose en

⁵ La “titulización” consiste en un proceso mediante el cual una cartera de activos homogéneos y con unas características, se transforman en valores negociables en un mercado organizado. Se les conoce también bajo la denominación de *Asset Backed Securities*. Para la transformación es necesaria la figura del “vehículo especial” (SPV: *Special Purpose Vehicle*), a la que la entidad originadora transfiere los activos y la SPV transfiere los fondos a esta entidad.

evidencia el serio conflicto de intereses al que se enfrentaban (la pérdida de clientes a los que debían otorgar calificaciones de riesgo elevadas).

Así pues, en el momento en que el escenario económico comenzó a cambiar, debido al aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y la caída del precio de la vivienda, comenzaron a surgir las dificultades por parte de los individuos que habían solicitado las hipotecas para hacer frente al pago de las mismas. Las entidades financieras habían traspasado el riesgo vinculado a las hipotecas *subprime* mediante titulizaciones a entidades financieras de todo el mundo, de manera, que el problema se había extendido y no existía ningún modo de conocer el valor total de los activos tóxicos y quienes estaban expuestos a los mismos (se produce así el llamado “riesgo moral” o “moral hazard”). Es en este punto, cuando se produce el cierre de los mercados, debido a la pérdida de confianza de las entidades financieras para prestarse dinero entre sí.

De modo que, ante las necesidades de financiación a las que se enfrentaban las entidades financieras españolas, junto con las dificultades latentes para obtener financiación de entidades financieras extranjeras, los bancos y cajas de ahorros españoles, emprenden la búsqueda de alternativas para la obtención de financiación, decantándose por la emisión de participaciones preferentes sobre todo por parte de las cajas de ahorros.

7. NORMATIVA

7.1 MiFID

En el año 2007, surge nueva normativa europea, las Directiva 2004/39/CE y 2006/73/CE y el Reglamento (CE) 1287/2006, como respuesta a la necesidad de satisfacer determinadas carencias que se venían produciendo en los mercados de instrumentos financieros. En concreto, la nueva normativa se centraba en reforzar la protección de los inversores, buscaba crear un marco jurídico armonizado para todos los mercados de instrumentos financieros de la Unión Europea.

Esta normativa es conocida bajo las siglas MiFID, que provienen de “*Markets in Financial Instruments Directive*”; también conocida en español como Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros. En concreto, “la MiFID es la normativa europea que armoniza en Europa la regulación sobre los mercados de valores, los instrumentos financieros que en ellos se negocian, la organización y relación con sus clientes de las entidades financieras que prestan servicios de inversión y la protección al inversor” (CNMV, 2008). Asimismo, con la elaboración de la MiFID, se persiguen unos objetivos concretos enumerados a continuación:

- Reforzar y mejorar la protección de los inversores minoristas.
- Mejorar la transparencia y eficiencia de los mercados financieros europeos.
- Aumentar la competencia entre las entidades que proporcionan servicios de inversión.

Se trata de una normativa que no se aplica a los productos bancarios ni de seguros, sino que únicamente se aplica, según la CNMV, a determinados productos financieros: las acciones, obligaciones, valores de renta fija, fondos de inversión y derivados. De modo que quedan reguladas bajo esta normativa todos los servicios de: compra/venta, de asesoramiento en materia de inversión, de gestión de carteras, de intermediación y ejecución de órdenes, y de administración y custodia de instrumentos financieros que estén relacionados con este tipo de productos y sean proporcionados por entidades financieras.

La MiFID consiste en una normativa que deben aplicar todas las entidades financieras europeas que presten servicios de inversión y que introduce tres principios básicos a cumplir en el momento de proporcionar este tipo de servicios, reforzando así el objetivo de mejorar la protección del inversor (CNMV 2008):

1. “Actuar de forma honesta, imparcial y profesional, en el mejor interés de sus clientes.”
2. “Proporcionar información imparcial, clara y no engañosa a sus clientes.”
3. “Prestar servicios y ofrecer productos teniendo en cuenta las circunstancias personales de los clientes.”

Otra novedad que introduce la MiFID, consiste en la clasificación de los productos financieros como complejos o no complejos. De modo que, según aumenta la complejidad del producto financiero en el que la clientela quiere invertir, aumentará también las exigencias de información y de protección que la entidad debe proporcionar a los clientes interesados en el producto en cuestión. La complejidad del producto depende directamente de la dificultad para comprender las características y riesgos a los que está vinculado.

Por otro lado, conforme a la MiFID, se establece que las entidades deben cumplir con la obligación de información a la clientela, de manera que la información proporcionada debe cumplir con los siguientes requisitos (Caba Tena, y otros 2013):

1. La información “ha de ser exacta, en el sentido de que no exprese los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes de manera imparcial y visible”.
2. Así mismo, ha de ser “suficiente y comprensible, para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios.”
3. Por último, la información “no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes”.

La relevancia de esta nueva normativa europea, supone cambios importantes en materia de mercados de instrumentos financieros y sobre todo en materia de protección de los inversores. De este modo, surge la necesidad de trasponer la MiFID a las normativas de los diferentes países.

7.2 **NORMATIVA ESPAÑOLA**

La normativa MiFID, se traspuso a la legislación española a través de la Ley 47/2007 y el Real decreto 217/2008 suponiendo una modificación de la Ley del Mercado de Valores vigente hasta el momento. Inicialmente dicha ley buscaba regular los mercados primarios y

secundarios de valores negociables, estableciendo las normas de emisión y oferta pública, determinando los principios de organización y funcionamiento de dichos mercados, e indicando el régimen de supervisión de aquellos agentes que en ellos participaban.

Con la ley 47/2007 se amplía la regulación en torno los sistemas de negociación de instrumentos financieros y a la prestación de servicios de inversión, y en ella se especifica una clasificación de instrumentos financieros a los que es de aplicación la misma. Asimismo, se recoge en esta ley un endurecimiento de las exigencias que deben cumplir las entidades que proporcionan servicios de inversión, imponiendo unas normas de conducta que van desde conocer al cliente, proporcionarle la información necesaria sobre los productos financieros, registrar los contratos, hasta proteger y proporcionar un trato distintivo en función de la categorización de sus clientes.

Se refuerza así la protección de los inversores, dado que hasta el momento, las entidades venían ofreciendo un trato homogéneo a todos sus clientes independientemente de su categoría o nivel de conocimientos. Los distintos niveles de protección se establecen en función de tres criterios principales (Caba Tena, y otros 2013). El primero de ellos, abarca la relación jurídica que vincula al inversor con la entidad oferente del servicio inversor, el siguiente se relaciona con el tipo de producto financiero con el que se vincula la inversión y por último el perfil del cliente. De este modo, la nueva ley establece dos categorías en las que las entidades deben encuadrar a sus clientes de manera individualizada, teniendo en cuenta su experiencia inversora, su conocimiento de los mercados de valores y la magnitud del importe a invertir.

1. Cliente minorista → Son aquellos con menor experiencia y conocimientos sobre mercados financieros; por este motivo, recibirán un mayor grado de protección respecto a las otra clasificación de clientela. En esta categoría se encuentran ubicados la mayoría de los inversores particulares.

En relación con el tema central de este trabajo, ha sido mayoritariamente a este tipo de clientela a quienes se les han vendido participaciones preferentes, abusando de su escasez de conocimientos y experiencia.

2. Cliente profesional → Se trata de aquellos clientes que poseen experiencia en el ámbito de las inversiones, y cuentan con unos conocimientos que les respaldan para llevar a cabo la toma de sus propias decisiones de inversión, valorando por sí mismos los riesgos que éstas conllevan. Por este motivo, el nivel de protección en comparación

con el de la clientela minorista es inferior. Dentro de esta categoría se encuentran las entidades financieras, los organismos públicos que gestionan la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, los inversores institucionales y empresarios que cumplan al menos dos de tres condiciones relacionadas con el volumen del activo, la cifra anual de su negocio y recursos propios.

Con respecto a la categorización de los productos financieros como *productos complejos* y *productos no complejos*, no existe una lista cerrada sobre cuales pertenecen a un grupo u a otro, sin embargo, la CNMV (2008) determina que los productos no complejos deben cumplir los siguientes requisitos:

- “Se pueden reembolsar de forma frecuente a precios conocidos por el público. En general, siempre es fácil conocer su valor en cualquier momento y hacerlos efectivos.”
- “El inversor no puede perder un importe superior a su coste de adquisición, es decir, a lo que invirtió inicialmente.”
- “Existe información pública, completa y comprensible para el inversor minorista, sobre las características del producto.”
- “No son productos derivados.”

De modo que los productos complejos son aquellos que no cumplen o bien con alguna de esta característica o con ninguna, y que implican mayor riesgo y menor liquidez para los inversores. Algún ejemplo de producto complejo son, entre otros: derivados, futuros, opciones, swaps, warrants, turbowarrants, contratos por diferencias (CFD), fondos de inversión libre (*hedge funds*), productos estructurados que incluyan derivados...

El éxito de esta nueva normativa dependerá del grado de compromiso de las diferentes entidades, quienes son responsables de que la información llegue a su destinatario. Para ello, deberán comprometerse con la formación del personal de las entidades financieras, proporcionándoles los conocimientos necesarios para entender la trascendencia e implicaciones de aquellos productos que ofrecen. También es importante tomar conciencia de la importancia de la documentación exigida en torno a este tipo de contratos, así como conseguir el compromiso de las autoridades encargadas de la supervisión y control, que lleven a cabo un seguimiento del proceso y sean capaces de aplicar las medidas oportunas para el correcto funcionamiento de los mercados financieros.

8. ACTUACIONES DE LOS ORGANISMOS DE CONTROL

En este apartado se lleva a cabo una recopilación de las actuaciones-medidas preventivas que los órganos encargados de supervisar y controlar los mercados financieros y los productos y servicios que en ellos se ofrecen, pusieron en marcha durante los últimos años. De modo que, de forma indirecta, estos órganos de control habrían sido responsables de la supervisión y seguimiento de la evolución de las participaciones preferentes, las cuales han provocado la problemática ya descrita anteriormente, recayendo sobre ellos parte de la responsabilidad de alertar tanto a las entidades financieras de sus malas prácticas como de su obligación de información.

8.1 CNMV

“La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos” (CNMV 2014). Sus competencias consisten en:

- Velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios.
- Velar por la protección de los inversores.

Asimismo, la CNMV recoge la información de todos los intervinientes en los mercados, información que tiene carácter público.

Con relación a la actuación por parte de la CNMV en relación a las participaciones preferentes, este organismo, tras percatarse en el año 2008 de la disminución de volumen de colocaciones de participaciones preferentes entre inversores institucionales y el incremento de la misma entre la clientela minorista de las entidades financieras, emite el 17 de Febrero del 2009 un aviso a las entidades comunicándoles que si este tipo de producto financiero era comercializado de forma mayoritaria entre su clientela minorista, estaban obligados a elaborar un informe de valoración realizado por un experto independiente a la entidad, con el que se pudiera demostrar que las condiciones bajo las que se estaba realizando esa emisión destinada a la clientela minorista sería equiparable a una emisión destinada a inversores institucionales. Con ello se pretendía limitar los posibles conflictos de intereses que pudieran surgir durante la

elaboración de dicho informe, y dificultando, al menos, la tentación de aprovecharse de los individuos particulares.

Tan solo unos meses más tarde, en mayo de ese mismo año, la CNMV vuelve a emitir un comunicado, éste dirigido a aquellas entidades emisoras encargadas de comercializar el propio producto (es decir, dirigido a entidades financieras), en el que les recalca la importancia de aplicar buenas prácticas de comercialización con relación a las participaciones preferentes, recordándoles su obligación de poner a disposición tanto de la clientela como de sus empleados toda la información necesaria acerca del producto.

Este organismo, también exige a las entidades el presentar ante ella un folleto y proporcionar un tríptico-resumen a los clientes, para aquellos casos en los que se produzca una recompra de participaciones preferentes a cambio de otros instrumentos financieros; debiendo constar en el folleto los siguientes elementos (Defensor del pueblo 2013):

1. “Los riesgos específicos del producto y la compañía, como en cualquier emisión
2. Informes de valoración de experto independiente en aquellas emisiones sin tramo institucional.
3. Advertencias en caso de que la CNMV haya detectado una desviación significativa respecto al precio de la valoración.”

En Mayo del 2010, la CNMV recomienda que la compra-venta de participaciones preferentes tenga lugar en un mercado organizado, multilateral y transparente, que permita a los inversores tener acceso al mismo y obtener información de él. Un mes más tarde, en junio del 2010, la CNMV lanza otro aviso, en el que especifica que para que se puedan realizar operaciones de “case”⁶ por parte de las entidades emisoras-comercializadoras, es preciso que se gestionen adecuadamente las posibles situaciones en las que surjan conflictos de interés. De este modo, las operaciones de “case” serían adecuadas cuando la transacción se realizara a un precio similar al valor razonable del producto o se obtuviera un resultado similar al que se obtendría acudiendo a una plataforma electrónica o entidad de liquidez. Para mitigar los posibles conflictos de interés, el organismo proporciona unos criterios de buenas prácticas.

⁶ Las operaciones de “case” son aquellas mediante las cuales las entidades financieras llevan a cabo una recompra o amortización anticipada de la participación preferente que se encuentra en manos de uno de sus clientes, quien desea enajenar o liquidar el producto, para su posterior adjudicación a otro cliente de la misma entidad financiera. De no haber existido las operaciones de “case”, las posibilidades de que las entidades financieras hubieran amortizado anticipadamente el producto habrían sido mucho menores.

Con relación a la comercialización de participaciones preferentes, la CNMV revisa la comercialización del producto financiero y emite datos acerca de las nuevas emisiones de manera anual en sus “Informes anuales sobre los mercados de valores y su actuación”. Con este seguimiento, lo que pretenden comprobar es que se está aplicando la normativa, y en caso de detectar incumplimientos de la misma, el organismo notificará estas irregularidades al gobierno. Del mismo modo, a lo largo del año 2011, se realiza un seguimiento de los métodos que las entidades aplican para realizar el case de operaciones entre su clientela, obteniendo como conclusión la necesidad de reforzar la información de los clientes de las entidades.

De manera complementaria, la CNMV puso a disposición de los particulares, a través de su página web, guías donde se especificaban las características del producto, y detallaba los riesgos a los que estaba vinculado el mismo, así como documentos, en los que aclaraba todo tipo de dudas que podían surgir con respecto a las participaciones preferentes y los derechos de los inversores.

A finales del año 2012, el organismo informa que a través de los canjes realizados mayoritariamente por encima del valor de mercado (es decir, las entidades canjeaban las participaciones preferentes por otros productos financieros cuyo valor superaba al que poseían las preferentes que se encontraban en circulación en ese momento), y al 100 por cien del valor nominal del producto (devolviéndose la totalidad del importe invertido por la clientela), por parte de algunas entidades financieras, había conseguido que el saldo vivo de este producto se redujera en hasta un 60%. Sin embargo, no ha sido posible llevar a cabo el canje de este producto para los clientes de todas las entidades, lo que ha supuesto la pérdida de los ahorros de muchos inversores que confiaron en sus entidades financieras.

Pese a las advertencias lanzadas por esta institución, no se fue capaz de evitar la pérdida de los ahorros de un número elevado de clientes, se estima que cerca de 400.000 clientes minoristas se han visto afectados por la comercialización de este producto (P. M. Simón 2014). Las indicaciones marcadas por la CNMV parecen claras, sin embargo, no sirve de mucho realizar advertencias y no hacer luego un seguimiento exhaustivo de si se están modificando las pautas de actuación. De hecho, el organismo procedió a la emisión de estas pautas debido a la detección de irregularidades y al registro de un elevado número de quejas por parte de los inversores minoristas. En concreto, la CNMV recibió durante el año 2012 en su Servicio de Reclamaciones, 1331 reclamaciones relacionadas con las participaciones preferentes frente a las 191 Y 284 recibidas durante 2010 y 2011, constatándose, como

muestra la Tabla 2, del importante incremento de reclamaciones recibidas (CNMV 2012). Este importante número de demandas que llegaban a su Servicio de Reclamaciones, muestra que el organismo poseía parte de la responsabilidad de hacer llegar las advertencias de las irregularidades que se estaban produciendo a los organismos competentes para la regulación del mismo (el Gobierno) y realizar un seguimiento del mecanismo de comercialización, para minimizar los perjuicios que han derivado de la misma.

Tabla 2. Reclamaciones recibidas y resueltas por el Servicio de Reclamaciones de la CNMV.

	2010		2011		2012	
	Número	% Total	Número	% Total	Número	% Total
Reclamaciones resueltas						
Participaciones Preferentes	191	10,77 ⁷	284	13,61	1331	39,15
❖ De entidades financieras						
- <i>Comercialización del producto</i>	94		133		1088	
- <i>Otras causas</i>	57		62		94	
❖ De entidades no financieras	40		89		149	
Reclamaciones resueltas	1774		2086		3400	
Total de reclamaciones recibidas	2296		2005		10900	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV

8.2 BANCO DE ESPAÑA

Otro organismo de control es el Banco de España. Las competencias de este organismo son más amplias que las de la CNMV, y emanan de dos vías, como la propia entidad define. Por un lado, el Banco de España desarrolla funciones que derivan de su integración en el SEBC (Sistema Europeo de Bancos Centrales), y por otro lado desempeña competencias propias al tratarse de un banco central nacional.

Las competencias derivadas de su participación en el SEBC son (Banco de España 2014):

⁷ % Total de reclamaciones resueltas que corresponde a las participaciones preferentes. Cálculo:

$$\% \text{ Total} = \frac{\text{Participaciones Preferentes} * 100}{\text{Reclamaciones Resueltas}}$$

- “Definir y ejecutar la política monetaria de la zona del euro, con el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios en el conjunto dicha zona”.
- “Realizar las operaciones de cambio de divisas que sean coherentes con las disposiciones del artículo 111 del TUE⁸, así como poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas del Estado”.
- “Promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago en la zona del euro. En este contexto, se enmarcan las operaciones de provisión urgente de liquidez a las entidades”.
- “Emitir los billetes de curso legal”.

Y por otro lado, las funciones como banco central nacional son:

- “Poseer y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos no transferidas al BCE”.
- “Promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero y, sin perjuicio de las funciones del BCE, de los sistemas de pago nacionales. En este contexto, se enmarcan las operaciones de provisión urgente de liquidez a las entidades”.
- **“Supervisar la solvencia y el cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito, otras entidades y mercados financieros cuya supervisión se le ha atribuido”.**
- “Poner en circulación la moneda metálica y desempeñar, por cuenta del Estado, las demás funciones que se le encomienden respecto a ella.
- “Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de información estadística”.
- “Prestar los servicios de tesorería y de agente financiero de la deuda pública”.
- **“Asesorar** al Gobierno, así como realizar los informes y estudios que resulten procedentes”.

Con relación a la actuación del Banco de España en materia de participaciones preferentes, éste muestra su temprana preocupación con respecto a las participaciones preferentes, en el año 2002 al constatar que este producto financiero estaba adquiriendo un protagonismo importante en los recursos propios de determinadas entidades financieras, así como alguna irregularidad en torno a su comercialización entre la clientela minorista de las

⁸ TUE: Tratado de la Unión Europea.

mismas. El Banco de España se percató del posible riesgo reputacional que implicaba la comercialización del producto financiero entre la clientela minorista, al estar vinculado a un riesgo elevado y falta de liquidez (Banco de España 2002).

Mediante los Informes de Estabilidad Financiera de este organismo, se estudia la evolución en cuanto el volumen de emisiones de participaciones preferentes, mostrando cómo en el año 2009 se produce una intensificación del volumen comercializado de este tipo de producto. Por este motivo, durante ese mismo año la entidad elabora un informe, recalando la complejidad a la que están ligada las participaciones preferentes, pero sin mostrar ningún tipo de medida para reducir el número de emisiones (CNMV, 2009).

8.3 RESPONSABILIDADES DE LA CNMV Y BANCO DE ESPAÑA

Una vez conocidas las competencias de cada organismo, se puede concluir que por un lado la CNMV no posee la potestad sancionadora necesaria para poder haber impuesto restricciones a la comercialización de las participaciones preferentes al detectar el problema. Su principal función es la supervisión, y desde la detección del problema, el organismo lanzó numerosos avisos al respecto. Actualmente, se está **estudiando conceder a la CNMV mayor capacidad sancionadora y supervisora de la que actualmente tiene**, ampliando de este modo sus competencias (P. Simón 2014). Sin embargo, el Banco de España sí posee capacidad sancionadora pero no aplicó ninguna medida paliativa para el problema de las preferentes en el momento en que detectó el peligro de la comercialización masiva de este producto. La falta de medidas que pudieran mitigar o al menos minimizar las consecuencias que la comercialización de este producto por parte del Banco de España una vez que la institución se percató del problema, podría ligarse a una falta de responsabilidad por su parte, ya que descuidó el buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero. De manera, que la comercialización de participaciones preferentes trajo consigo, de forma casi inmediata, consecuencias que afectaron tanto a los inversores directamente implicados como a la población en general, tambaleándose la confianza de ésta en las entidades de crédito.

9. CONSECUENCIAS DE LA COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

En este apartado se va a realizar un análisis de las consecuencias, directas e indirectas, que ha generado la comercialización de este complejo producto financiero para la clientela que adquirió participaciones preferentes, para las entidades financieras así como para el Estado y el sistema financiero español.

9.1 CONSECUENCIAS PARA LA CLIENTELA

Sin duda, el colectivo más afectado por la comercialización de participaciones preferentes lo constituyen los clientes de las entidades financieras oferentes, llegando a alcanzarse casi el medio millón de personas afectadas (De Barrón 2014).

La consecuencia directa que han sufrido los afectados, ha sido la incertidumbre de qué ocurrirá con sus ahorros. Un número importante de clientes minoristas invirtieron en este producto creyendo que estaban realizando una inversión segura, como les confirmaron a la hora de contratar el producto. De manera, que cuando quisieron darse cuenta, sus ahorros estaban inmovilizados debido a la falta de liquidez ligada al producto. Hay que tener en cuenta, que una parte considerable de los clientes que adquirirían este producto eran personas jubiladas, quienes buscaban obtener una rentabilidad a sus ahorros de toda la vida, así como personas jóvenes con el mismo objetivo y con un perfil inversor conservador. Incluso se han llegado a producir casos, los que evidencian la existencia de irregularidades en la comercialización del producto, en los que se han vendido participaciones preferentes a analfabetos o personas con alzhéimer (Navas 2013).

De este modo, la clientela afectada ha hecho frente a la posibilidad de perder la totalidad de sus ahorros ante las difíciles situaciones que algunas de estas entidades estaban atravesando. En el caso de determinados bancos, han ofrecido alternativas de canje de este producto a sus clientes. Sin embargo, la mayor problemática se ha generado en aquellos bancos que han sido intervenidos con ayudas públicas. A este respecto, con el Real Decreto Ley 24/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito, recogiendo las exigencias impuestas por Bruselas, se establece que en el caso de entidades con problemas financieros que hayan recibido ayuda por parte del Estado “los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes y deuda subordinada) podrán ser obligados a

asumir parte de las pérdidas de una entidad en reestructuración o resolución” (Banco de España 2012) .

Asimismo, se otorga al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) las competencias necesarias para establecer los mecanismos de canje para este tipo de entidades, por lo que establece la posibilidad de realizar el canje de las participaciones preferentes por acciones ordinarias, de menor valor. En este caso, los preferentistas asumirían una pérdida de hasta el 70% del importe invertido inicialmente en las participaciones preferentes.

El origen de que sean los preferentistas los que asuman la pérdida de este producto radica en la normativa europea de ayudas de Estado, que busca “reducir lo máximo posible el coste para el contribuyente de la reestructuración” y procesos de recapitalización llevados a cabo por el Estado (Banco de España 2012) .

Las posibles pérdidas o la inmovilización de sus ahorros afectan a la vida cotidiana de estos individuos. Para empezar, se enfrentan a una situación de incertidumbre que genera estrés y angustia. A ello, hay que sumarle la situación personal de cada individuo (personas en paro, personas con hijos o familiares a su cargo...). Muchas personas invirtieron en participaciones preferentes pensando que tendrían acceso a sus ahorros una vez transcurrido un periodo de tiempo. Pues bien, ese periodo de tiempo se ha convertido en años en el mejor de los casos, si consiguen recuperar parte de sus ahorros, de manera que los afectados no pueden contar con ese colchón económico que poseían para hacer frente a sus necesidades e imprevistos.

Al riesgo de la pérdida de la mayor parte de sus ahorros, se une el coste que deben asumir a la hora de emprender procedimientos de reclamación y procesos judiciales; no sólo en términos dinerarios sino también en términos temporales. Demandar a las entidades supone una vía lenta y costosa en condiciones normales, por lo que teniendo en cuenta la situación de los preferentistas, es comprensible que muchos hayan optado por recurrir al *arbitraje*. Este proceso consiste en una vía extrajudicial cuyo resultado equivale al de una sentencia judicial, el cual supone una reducción del coste y rapidez de ejecución respecto a los procesos judiciales. El arbitraje a aplicar a los afectados por este producto financiero, consiste en un arbitraje de consumo que únicamente se puede aplicar a los clientes minoristas que adquirieron participaciones preferentes de entidades financieras intervenidas por el Estado (Caba Tena, y otros 2013). Hay que tener en cuenta que “este canal para la resolución de

conflictos es de carácter voluntario, luego, si el oferente del servicio no lo asume expresamente, no será posible la emisión de un laudo” (Caba Tena, y otros 2013).

Por otro lado, a consecuencia de los métodos de comercialización utilizados en los que se ha omitido información e incluso engañado a los clientes para que adquirieran el producto, se ha generado un sentimiento de rechazo en estos ahorradores hacia las entidades financieras. Se produce un sentimiento de estafa en la mayoría de ellos, de manera que será tremendamente complicado que estos clientes recuperen la confianza en cualquier entidad en lo que a sus ahorros se refiere.

9.2 CONSECUENCIAS PARA LAS ENTIDADES FINANCIERAS COMERCIALIZADORAS.

La comercialización de las participaciones preferentes ha generado un daño importante en las entidades financieras. Como ya se ha comentado anteriormente, durante años tanto los bancos como cajas de ahorros, pusieron especial hincapié en la relación entre las entidades y sus clientes, generándose un vínculo de confianza que con la comercialización de este producto se destruyó. El hecho de que se haya omitido información a la hora de vender el producto, otorgándole características similares a las de las imposiciones a plazo, junto con su denominación errónea como participaciones “*preferentes*” que puede generar confusión, (dado que el producto es de todo menos preferente, ya que los preferentistas son los penúltimos en cobrar en el orden de prelación), y que los encargados de comercializar el producto fueran los empleados de las sucursales en los que los clientes habían depositado su confianza durante años; suponen la combinación de factores idónea para la venta masiva y adquisición del producto. Por ello, cuando se desató la polémica, los clientes enfadados perdieron la confianza en las entidades financieras que les habían vendido el producto. De este modo, las entidades de crédito españolas comercializadoras de preferentes, sobre todo cajas de ahorros como Bankia, la CAM o NovaCaixaGalicia (NCG), han perdido una parte muy importante de su clientela. La huida de clientes unida a la mala gestión de algunas de estas entidades, y a la crisis financiera que se ha producido en los últimos años ha provocado una caída importante del volumen de negocio, que ha contribuido al agravamiento de la situación de las entidades, sobre todo en el caso de las cajas de ahorros, siendo necesario llevar a cabo ajustes en cuanto a la gestión y medición del riesgo por parte de todas las entidades, así como poner en marcha las medidas marcadas por el sistema de reestructuración y recapitalización

del sistema bancario español puesto en marcha por el gobierno. Por consiguiente, la consecuencia directa, es que el número de cajas de ahorros ha pasado de 45 en diciembre del 2009 a 11 en marzo del 2014 (CECA 2014) proporcionando una aceleración del número de fusiones y adquisiciones único en la historia económica de nuestro país.

Adicionalmente, la comercialización de este producto ha tenido efectos sobre los empleados de las entidades financieras, ya que han sido los encargados de ofrecer el producto a los clientes. Muchos de ellos no han sido conscientes de las consecuencias y riesgos que se encontraban ligados al producto, por lo que algunos llegaron incluso a invertir en él y lo comercializaron entre sus familiares y amigos. Este hecho puede generar una pérdida de confianza en sí mismos y genera un sentimiento de culpabilidad que les conduce a la angustia. Ya no solo eso, sino que, actualmente, los empleados de las sucursales se encuentran a menudo expuestos a situaciones de amenazas verbales incluso físicas en sus puestos de trabajo.

Otro factor que les empujó a comercializar participaciones preferentes, fue la presión a la que les sometía la entidad para colocar este producto que le permitía obtener financiación, produciéndose un desajuste entre los objetivos de la entidad y los de sus trabajadores, así como un conflicto de interés en los mismos, ya que el sistema de incentivos podía llegar a ser contrario a la función de asesoramiento que deben desarrollar los empleados. La exposición a situaciones de estrés y presión a la que se encuentran sometidos los empleados, muchas veces afecta a su rendimiento y motivación a la hora de desarrollar sus funciones diarias, disminuyéndose la productividad en el puesto de trabajo y afectando a los resultados de las entidades. Se genera también una pérdida de confianza por parte de los empleados en la propia entidad, ya que en muchas ocasiones son contrarios a las políticas de comercialización de las mismas y no encuentran el apoyo y soporte que buscan para motivarse.

En definitiva, la comercialización de las participaciones preferentes ha generado un daño reputacional en todo el sistema bancario español en general, independientemente de que las entidades financieras hubieran comercializado el producto o no, o que las que lo ofrecieron, hayan propuesto soluciones para devolver la inversión a sus clientes. La destrucción de la confianza de la clientela y de la plantilla, precisa de un intenso trabajo de reconstrucción por parte de las entidades, que deberán centrarse de nuevo en sus clientes y trabajadores, en recuperar su confianza y recobrar la reputación perdida.

9.3 CONSECUENCIAS PARA EL ESTADO Y SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

La crisis financiera internacional surgida en el año 2007, saca a la luz las carencias y debilidades de los sistemas financieros de todo el mundo, mostrando la necesidad de introducir nuevas medidas en el sistema financiero internacional. En España, aunque las participaciones no han sido el único elemento que ha evidenciado las debilidades del sistema, han supuesto uno de los factores contribuyentes al mismo. Ante la delicada situación de algunas entidades financieras españolas, el Estado se ha visto obligado a recurrir a los mecanismos europeos para la recapitalización de parte del sistema financiero, debiendo realizar una reforma regulatoria que permitiera cumplir con las medidas establecidas por los organismos supranacionales. De este modo, se pone en marcha por parte del Gobierno, un proceso de reestructuración del sistema financiero español con el objetivo de establecer “medidas de garantía de los activos financieros, un reforzamiento de los recursos de las entidades de crédito y una mejora de los procedimientos para la gestión de entidades en situación de crisis” (Urbaneja Cillán 2014) así como reformar el sistema de las cajas de ahorros. La reestructuración de las cajas de ahorros ha tenido por objeto fusionar y reducir el número de cajas de ahorros en el sistema financiero.

Se hace necesario crear el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), que es una entidad de Derecho Público, que tiene como objetivo “gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito” (FROB 2014). Esta entidad ha desempeñado un papel importante en el proceso de reestructuración del sistema bancario español, a pesar de ser conocido coloquialmente como “banco malo”. En cuanto a su financiación, obtiene una parte importante de sus fondos directamente del Estado, de modo que inicialmente el Gobierno otorgó 9.000 millones de euros y más tarde amplió esta cifra por 6.000 millones de euros más.

Ante las limitaciones del Gobierno para llevar a cabo todo este proceso de reestructuración, surge la necesidad de recurrir a los mecanismos europeos que garantizaran el proceso de recapitalización del sector financiero español. De este modo, la banca española se sometió a exámenes de expertos europeos para concretar cuáles eran las necesidades de financiación reales. La necesidad de recursos propios por parte de las entidades financieras españolas, empujan al gobierno a solicitar en el año 2012 asistencia financiera a Europa. Esta asistencia financiera, provenía de dos fondos de ayuda Europeos: el de Facilidad Europea de

Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Una vez que el gobierno recibía los fondos, era el encargado de entregárselo al FROB para que éste lo gestionara conforme a las necesidades de las diferentes entidades.

Esta asistencia que se otorgó a España, fue por un importe equivalente a 100.000 millones de euros, de los que finalmente España solo ha utilizado 41.300 millones. Esta ayuda se equipara a un préstamo con unos intereses que el Estado se compromete a devolver en su totalidad. El periodo de asistencia finalizó a finales del año 2013 e implicó que el sector financiero español se sometiera a duros ajustes y estrictas condiciones y exigencias. De este modo, España pasa a estar bajo la tutela de la “troika” integrada por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), quienes se encargan de supervisar que se cumple con las condiciones establecidas en referencia a la reestructuración bancaria. Aunque actualmente ya ha finalizado el proceso de asistencia financiera, el sistema bancario español continuará sometiéndose a la vigilancia europea hasta que se haya devuelto el 75% del préstamo recibido, hecho que se prevé para el año 2026 (G. Gallego 2013).

En definitiva, el sistema financiero español se ha sometido a un proceso de reestructuración y recapitalización que implica un elevado coste para el Estado. La gestión del sistema financiero ha estado en el punto de mira por parte de los organismos europeos, debido a las dificultades atravesadas y las necesidades de financiación. El apoyo y ayuda europea ha supuesto un factor importantísimo a la hora de establecer los mecanismos de recapitalización de la banca española.

En segunda derivada, esta desconfianza hacia todo el sistema financiero español también ha podido ahuyentar a potenciales inversores extranjeros que hayan podido retirar sus intereses económicos de nuestro país o incluso frenar nuevas entradas inversoras.

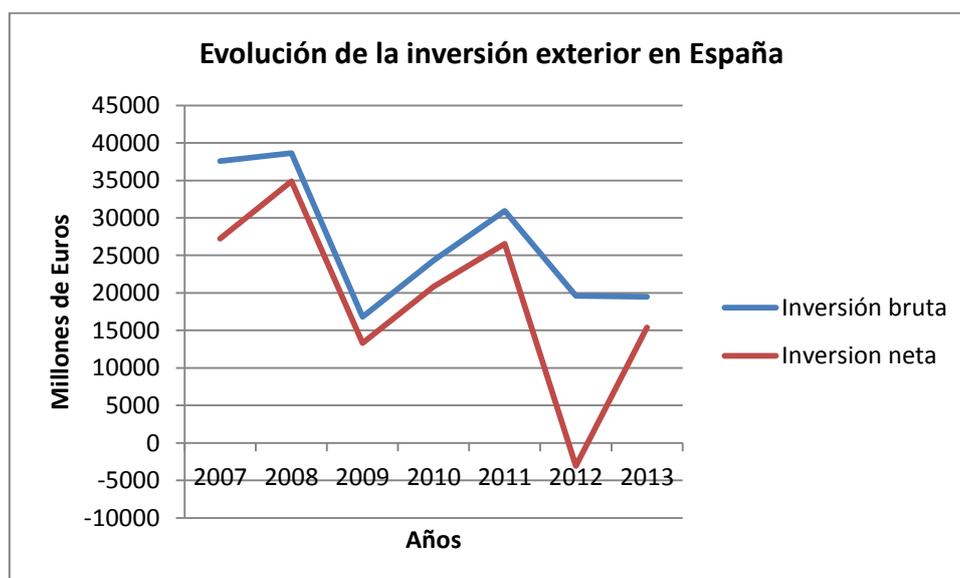
Tabla 3. Inversiones extranjeras en España

	Millones de Euros													
	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta	Inv. Bruta	Inv. Neta
INVERSIÓN TOTAL en participaciones en capital	37588	27221	38659	34886	16818	13331	24317	20833	30917	26533	19629	-3091	19484	15398
INVERSIÓN DESCONTADAS ETVE	29486	19272	29299	25590	12405	9989	12282	9145	24756	20505	14533	8805	15812	11998
❖ En sociedades no cotizadas	11277	1399	15209	11689	8657	6397	9763	7179	24412	20940	14128	9349	15779	12246
❖ En sociedades cotizadas	18209	17872	14090	13902	3748	3592	2519	1966	344	-435	405	-544	33	-248
INVERSION DE ETVE	8102	7950	9360	9296	4413	3342	12036	11688	6161	6027	5095	-11897	3671	3400

Fuente: Registro de Inversiones Exteriores

Como se puede observar en la Tabla 3 (extraída del informe de Inversiones Exteriores Directas 2013) los años en los que se produjeron los mayores volúmenes de inversiones extranjeras en participaciones de capital en España se encuentran comprendidas entre los años 2007 y 2008. La gráfica 2 muestra como a partir del año 2008, las inversiones extranjeras tanto brutas como netas en España desarrollan una tendencia negativa, siendo el año 2012 el año en el que se produce el menor volumen de inversión extranjera en nuestro país. Los volúmenes de inversión varían desde el máximo (año 2008) en el que se logró una inversión bruta de 38.559 millones de euros, y una inversión neta de 34.885 millones de euros hasta los mínimos alcanzados en el año 2012 (inversión bruta de 19.629 millones de euros e inversión neta (desinversión) de -3.091 millones de euros).

Gráfica 2. Evolución de la inversión exterior en España.



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad

10. MEDIDAS PARA AFRONTAR EL PROBLEMA

En este apartado, se analizará cuáles han sido las diferentes alternativas propuestas para mitigar el problema causado por las participaciones preferentes a sus tenedores. El producto adjudicado a la clientela minorista contaba con una extremada complejidad por lo que las entidades se han visto obligadas a ofrecer alternativas que pudieran eludir el daño reputacional que les podría llegar a causar este conflicto. Así mismo, se propondrán diversas líneas de actuación que podrían contribuir a que este problema no volviera a surgir en un futuro próximo.

10.1 SOLUCIONES PROPORCIONADAS Y PRODUCTOS ALTERNATIVOS. EL CANJE DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES.

Tradicionalmente, las entidades emisoras de las participaciones preferentes venían practicando la recompra de este producto cuando los clientes recurrían a ellas para solicitar la liquidación del mismo antes de la fecha de amortización (cinco años). Sin embargo, las entidades dejaron de recomprar el producto cuando el valor de mercado de las preferentes se situó por debajo del valor nominal de las mismas. Ante el cese por parte de las entidades de llevar a cabo amortizaciones anticipadas y por tanto, devolución de las cantidades invertidas por la clientela, gran parte de los inversores que poseían este producto, se encontraron ante una situación de incertidumbre al desconocer lo que iba a ocurrir con sus ahorros invertidos en el producto. Debido a este hecho, la clientela comenzó a interponer denuncias y reclamaciones en la CNMV. Como dato destacado, durante el año 2012, se registraron un total de 10.900 reclamaciones, de las que el 39,5% de las mismas estuvieron relacionadas con las participaciones preferentes (Fernández 2014).

Según Caba Tena, y otros (2013, 315) la clientela que mantenía y mantiene en su posesión este producto financiero se podía encontrar en las siguientes situaciones:

1. Recuperación del nominal debido a la amortización por el emisor al cumplirse la fecha de posible amortización (quinto año).
2. En el caso de que no se lleve a cabo la amortización por parte del emisor, cabría alguna de las siguiente opciones:

- a. Venta de las participaciones preferentes en el mercado secundario (AIAF), previa solicitud al emisor, pudiendo ser adquirido este producto por otra entidad financiera con el que el emisor poseyera un contrato de liquidez previo o por un nuevo emisor.
 - b. Recompra de las participaciones por el emisor. El emisor es libre de aceptar o no esta recompra, sin embargo, los emisores de este tipo de producto suelen establecer una condición para recomprar el producto: que las participaciones preferentes sean sustituidas por otro producto financiero de la entidad emisora, produciéndose de este modo el llamado canje.
3. En el caso de que la entidad emisora (y comercializadora, en el caso de las entidades financieras) presentase pérdidas significativas e incumpliera con los requisitos de recursos propios establecidos, “la participación de los tenedores en la absorción de las pérdidas corrientes o futuras podrá implicar la conversión de las participaciones en acciones ordinarias, o la reducción de su valor nominal” (Caba Tena, y otros 2013).
 4. Ante situaciones de liquidación o disolución de la entidad emisora, el orden de prelación a la hora de obtener el reembolso del valor nominal invertido en participaciones preferentes será el siguiente: acreedores (comunes y subordinados), preferentistas y accionistas ordinarios ó cuotapartícipes (en el caso de las cajas de ahorros. De este modo, los tenedores de este producto financiero sólo recuperaría el importe o parte del importe de su inversión, por delante de los accionistas ordinarios de la entidad.

Como consecuencia del alto número de denuncias y reclamaciones interpuestas por los afectados de las participaciones preferentes, las entidades financieras han puesto a disposición de los consumidores diversas alternativas para que éstos pudieran recuperar la inversión realizada en este producto.

No hay que olvidar, que las reclamaciones se están produciendo en un momento en el que se está llevando a cabo un proceso de reestructuración y recapitalización del sector bancario español, y en el que el gobierno solicita un apoyo financiero externo a Europa para cumplir este objetivo. Es en este punto, donde se imponen restricciones sobre las alternativas a ofrecer a los clientes afectados por las participaciones preferentes emitidas por entidades

financieras (la mayoría cajas de ahorros) que han tenido que ser intervenidos con fondos públicos.

El Memorandum de Entendimiento (MoU)⁹ recoge aspectos relacionados con los instrumentos híbridos (entre los que se encuentran las participaciones preferentes) y prevé que se deberán tomar medidas que minimicen el coste de la reestructuración para los contribuyentes. Establece que “tras asignar pérdidas a los accionistas, las autoridades españolas exigirán la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada [...]” (BOE 2012, 84557), quedando eximidos de esta obligación los bancos que no hayan recurrido a la ayuda pública. Se determina que aquellas entidades con dificultades de capital que soliciten o tengan que ser intervenidas con ayuda pública, deberán convertir el capital híbrido y su deuda subordinada en recursos propios. La Ley 9/2012; recoge que en los planes de reestructuración y de resolución de las entidades financieras se deberán incluir acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital de dichas entidades. Estas acciones de gestión afectarán de manera directa a las participaciones preferentes entre otros elementos como son las obligaciones convertibles, los bonos y obligaciones subordinadas. Las distintas posibilidades de medidas que se ofrecen, son las siguientes:

- a. “Ofertas de canje por instrumentos de capital de la entidad de crédito, sean acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital.”
- b. “Oferta de recompra de los valores, ya sea mediante su abono directo en efectivo o condicionado, conforme a su valor actual, a la suscripción de acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital de la entidad o a la reinversión del precio de recompra en algún otro producto bancario.”
- c. “Reducción del valor nominal de la deuda.”
- d. “Amortización anticipada a valor distinto del valor nominal.”

⁹ El Memorandum de Entendimiento (*Memorandum of Understanding*) es el documento que recoge las condiciones derivadas de la concesión de asistencia financiera solicitada por el Estado español en el año 2012, con el objetivo de sanear el sistema financiero español, recapitalizando parte de las entidades financieras del país. Se establecen en dicho documento medidas centradas para la consecución de dicho saneamiento y determina también que la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI serán los encargados de supervisar el citado proceso.

- e. “Otras por las que se modifiquen los términos de las emisiones afectadas y, en particular, la introducción del carácter discrecional del pago de la remuneración.”

Estas medidas que se ofrecen, deberán ser aceptadas de manera voluntaria por los inversores, y de no ser así, al no encontrarse conforme con el reparto de los costes, se aplicarán con carácter vinculante por decisión del FROB.

Sin embargo, algunas medidas, como los procesos de recompra y canje, van a quedar condicionadas a que la entidad emisora y comercializadora de las participaciones preferentes haya solicitado o no apoyo financiero al Estado español.

Aquellas entidades que no precisaron de asistencia pública de fondos, han podido ofrecer estas medidas, permitiendo a los tenedores del producto, recuperar la totalidad o la mayor parte de su inversión en el producto. Estas entidades financieras, han recurrido mayoritariamente al canje de las participaciones preferentes por otros productos financieros; siendo totalmente voluntarios los procesos de recompra y canje de participaciones preferentes por parte de entidades no intervenidas con fondos públicos.

En este contexto, el Congreso de los Diputados rechazó la proposición de ley con la que se pretendía regular el proceso de canje de este instrumento financiero. Ésta recogía condiciones como que el proceso de canje se llevara a cabo por la totalidad del valor nominal de la inversión, se produjese el canje por acciones u obligaciones subordinadas convertibles en acciones de la entidad emisora, y por último, pretendía prohibir la comercialización de participaciones preferentes entre la clientela minorista.

De modo que los clientes se veían obligados a acceder a los canjes ofrecidos por las entidades financieras, ante el riesgo de no poder recuperar el importe invertido. Además, ante los nuevos requerimientos de capital establecidos por Basilea III, en los que las participaciones preferentes dejan de computar como recursos propios para las entidades; la CNMV argumenta, que el canje voluntario por estas entidades viene motivado por la sustitución de las participaciones preferentes por otros productos que computen como recursos propios de la entidad y que por lo tanto, les permitan cumplir con los nuevos requerimientos de capital.

Los productos ofrecidos por las entidades financieras para el canje de las participaciones preferentes deben de ser más líquidos y de menor complejidad a las participaciones preferentes. En general, los productos que han sido ofrecidos como alternativa

a las preferentes han sido bonos subordinados obligatoriamente convertibles, acciones (en autocartera o de nueva emisión), cestas de títulos (30% de bonos subordinados obligatoriamente convertibles a 1 y 2 años desde el canje, y 70% de deuda subordinada a 10 años “bonos simples” con cupones del 4%) y bonos simples a tres años al 3% anual fijo (Caba Tena, y otros 2013).

De estas alternativas de canje, el canje por acciones sería la alternativa que facilitaría al inversor obtener liquidez, al poder recurrir al mercado secundario y ante la posibilidad de obtener dividendos en función de la compañía emisora de la acción. Sin embargo, cabe la posibilidad de que el cliente incurra en una pérdida al sufrir las acciones pérdidas de valor en el mercado.

Los bonos simples, por otro lado, proporcionarán al inversor rendimientos periódicos, teniendo que esperar hasta la fecha de amortización del bono para poder recuperar el principal invertido.

Con respecto a los bonos subordinados obligatoriamente convertibles, dependerían de las condiciones de la emisión de los mismos, y al convertirse en acciones cuentan con la ventaja de obtención de liquidez recurriendo al mercado secundario, aunque también cuentan con la desventaja de que las acciones puedan sufrir pérdidas de valor en función de su volatilidad.

10.2 MEDIDAS PREVENTIVAS

A día de hoy parece complicado que este mismo problema pueda volver a surgir en un futuro próximo con este mismo producto financiero, dado que la repercusión de su problemática ha sido tal que la mayoría de la población española ha tomado conciencia de las consecuencias que ha acarreado este producto para aquellos que lo habían adquirido. Sin embargo, las participaciones preferentes no son más que un claro ejemplo del problema que puede generar el adquirir productos sin poseer pleno conocimiento de sus costes y riesgos, por lo que las posibles medidas que se proporcionarán en este apartado no están dirigidas a las participaciones preferentes en concreto, sino a todos los productos financieros a los que puedan ser de aplicación. Algunos organismos, como el Defensor del pueblo (2013) ya han proporcionado propuestas sobre medidas que ayuden a evitar posibles problemas futuros de

índole similar. A continuación, se ofrecen una serie de medidas que podrían ayudar a reducir los impactos negativos de la comercialización de productos financieros complejos.

1. En primer lugar, las entidades financieras deberían ofrecer sus productos financieros a clientes con un perfil inversor adecuado. Para ello, deberán asumir su responsabilidad y mantener una ética profesional tanto por parte de la entidad en cuestión como por parte de los empleados que en ella trabajen, pues, al fin y al cabo, serán estos los que mantengan un contacto directo con la clientela y serán, por tanto, los encargados de la colocación del producto. De este modo, se hace necesario el compromiso de la entidad respecto a la educación financiera de sus empleados, proporcionándoles la formación necesaria para que éstos conozcan a la perfección el producto y puedan explicárselo a los posibles inversores. Asimismo, éstos deberán asumir la responsabilidad de informar adecuadamente a los inversores sobre los productos en los que estén interesados, al mismo tiempo que deberán realizar los test para clasificar a la clientela en función de su perfil. Deberán conocer al cliente, en el sentido de conocer la finalidad que persigue o quiere cubrir con su inversión, valorando el último lugar, la idoneidad del producto a su perfil inversor.
2. Por otro lado, sería adecuado que se estableciera un sistema más exhaustivo que garantizara la total comprensión por parte de la clientela de las características de los productos, los riesgos a ellos asociados, las comisiones y gastos vinculadas a los mismos. Por ejemplo, estableciendo un periodo mínimo de unos días hasta la formalización y firma del contrato para que los clientes pudieran recapacitar sobre todos estos aspectos, y pudieran solventar todo tipo de duda que surgen una vez que no se encuentran en frente de la persona encargada de explicar el producto. De este modo se evitaría que se produjeran inversiones no deseadas por parte de los inversores. Al igual que se realiza un test para clasificar a la clientela en función del perfil inversor, se podrían realizar unos test “tipo” para cada tipo de producto financiero que las entidades ofrecen, de manera que se aseguraran que los clientes mantienen un nivel adecuado de comprensión sobre el producto.

3. Otra medida, sería evitar ligar las remuneraciones e incentivos de los empleados de las entidades financieras a la colocación de los productos financieros entre la clientela. La explicación está ligada a un claro conflicto de intereses entre el incentivo del empleado y la obligación de proteger el interés de los clientes.
4. Elaborar un código de conducta único para todas las entidades financieras y sociedades de inversión, donde se recojan los derechos tanto de los inversores-clientela como de las entidades, y que fomente las buenas prácticas, facilitaría la transparencia de las propias entidades y reforzaría la confianza perdida por parte de la clientela en las mismas.

Con estas medidas, lo que se pretende es mostrar que se puede aprender de los errores cometidos, y proponer soluciones para, sino es el caso de evitar, al menos reducir el impacto negativo y consecuencias que se deriven de una mala comercialización de un producto financiero, como se ha producido en este caso. En el caso de las preferentes, se ha producido, sobre todo, una omisión de información hacia la clientela adquirente del producto, por lo que es importante reforzar las exigencias en materia informativa hacia la clientela minorista por parte de las entidades.

11. CONCLUSIONES

El problema suscitado por la comercialización de las participaciones preferentes entre la clientela minorista de las entidades financieras, ha adquirido un peso importante en relación a la situación actual de las dichas entidades. No se ha tratado de un producto financiero novedoso, ni ilegal, sino que constituye un producto legítimo cuya comercialización en España se remonta hasta la década de los 90. Hasta el año 2008, las entidades financieras echan mano de este instrumento financiero de manera comedida, sin embargo, en el año 2009 se produce una emisión masiva de este producto financiero.

Las causas que mueven a las entidades financieras a emitir participaciones preferentes y a comercializarlas entre su clientela minorista derivan de:

- Los **acuerdos** elaborados por el **Comité de Basilea**. Estos acuerdos son tres, y en los dos primeros se establece el nivel de capital mínimo que las entidades debían mantener en relación a sus activos ponderados por riesgo. Definen también la composición del capital regulatorio, de manera que las participaciones preferentes quedan englobadas dentro de uno de los componentes de dicho capital regulatorio: el Tier 1. De este modo, las participaciones preferentes se posicionan como un producto atractivo para las entidades financieras en el sentido de que al ser un instrumento que se contabiliza como recursos propios permite a las entidades cumplir con los requisitos de solvencia impuestos en el acuerdo de Basilea II.
- El segundo hecho que favoreció la comercialización de este producto, deriva de la **burbuja inmobiliaria** producida en España entre los años 1998 y 2005. La economía española se encontraba en una fase de expansión del ciclo económico. El crecimiento del empleo, del sector de la construcción y la demanda de vivienda en estos momentos, suponen un contexto favorable para la concesión de préstamos promotores e hipotecarios por parte de las entidades financieras. Sin embargo, en el momento en que estas condiciones comienzan a variar, surgen las dificultades a la hora de devolver dichos préstamos, por lo que las entidades financieras se ven obligadas a embargar los inmuebles, adquiriendo estos bienes un peso importante en los balances de estas entidades. El incremento de la morosidad de los clientes hace necesario que las entidades financieras busquen alternativas para la obtención de financiación.

- La siguiente causa que motivó a la emisión de este producto financiero, fue el **cierre de los mercados interbancarios**. Ante la necesidad de obtener financiación por parte de los bancos y cajas de ahorros españolas, se restringe la posibilidad de acudir al mercado interbancario para poder pedir prestado fondos a otras entidades financieras. El cierre de los mercados interbancarios derivó de la crisis de las hipotecas *subprime* de EEUU que se expande por todo el mundo a través de la titulización de dichas hipotecas. Se produce un efecto contagio, que introduce en los sistemas financieros un elemento que les hace tambalear: la desconfianza. Ante la imposibilidad de saber qué entidades se encontraban afectadas por este problema y en qué medida lo estaban, las entidades financieras de todo el mundo dejan de prestarse dinero entre sí.

Estos tres elementos, empujan a los bancos y en especial, a las cajas de ahorros españolas (cuyas posibilidades para ampliar sus recursos propios son más restringidas que las de los bancos) a emitir y comercializar participaciones preferentes entre su clientela minorista para poder obtener financiación y cumplir así con los requisitos de capital impuestos por el Comité de Basilea.

Las participaciones preferentes constituyen un producto financiero sometido a la normativa europea y española. De manera que la MiFID, en su afán por reforzar la protección de los inversores, sobre todo inversores minoristas, que son más vulnerables que los inversores profesionales, introduce la obligación de clasificar este producto como un producto complejo y recalca la importancia de proporcionar información exacta, comprensible y fiable.

La verdadera problemática surge en torno a la comercialización de este producto financiero. Las entidades estaban obligadas a realizar unos test a la clientela que determinaran su perfil inversor, advirtiéndoles a la hora de contratar un producto la adecuación del mismo a su perfil. De este modo, un número elevado de clientes minoristas (en torno al medio millón de personas), cuyo perfil era incompatible con las participaciones preferentes (perfil *conservador*), por el elevado nivel de riesgo que estaba vinculado a ellas, adquirieron este producto.

Pese a que organismos como el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores se percataron de las irregularidades que se estaban produciendo en

torno a la comercialización de este producto, no se toman medidas que restrinjan el elevado volumen de emisiones que se estaba produciendo por parte de las entidades financieras. La CNMV no cuenta con la potestad sancionadora necesaria, por lo que se limita a lanzar avisos y recomendaciones a este respecto. Por otro lado, el Banco de España, quien sí cuenta con facultades sancionadoras, no puso en práctica ningún tipo de medida, por lo que la emisión de participaciones preferentes continuaba produciéndose ante la ausencia de oposición a la emisión del producto por parte del organismo.

La polémica no estalla, hasta el momento en que los clientes que poseían este producto financiero quieren recuperar sus inversiones, y se encuentran con que dichas entidades se ven incapaces de devolverles sus ahorros.

La comercialización de este producto financiero ha generado consecuencias para la **clientela** de las entidades comercializadoras, para las **entidades financieras** y para el propio **Estado y sistema financiero español**.

- De este modo, la clientela se enfrenta a la posible **pérdida** de una parte importante de sus **ahorros**, invertidos en este producto financiero, sobre todo en el caso de aquellos clientes que adquirieron participaciones preferentes de entidades que posteriormente han sido intervenidas con ayudas por parte del Estado. La normativa establece que serán estos clientes los encargados de asumir las pérdidas derivadas de las participaciones preferentes.

Adicionalmente, a este hecho hay que sumarle el **coste** de poner en marcha los **procedimientos de reclamación y judiciales**, así como la desconfianza generada en estos clientes respecto a las entidades financieras.

- La consecuencia que más daño ha hecho a las entidades financieras españolas, ha sido la **pérdida de confianza** de las mismas y el **daño reputacional**, fruto del abuso de la confianza de la clientela en dichas entidades. Se produce una omisión de información con respecto a las características y riesgos a la hora de vender el producto, destruyéndose así los lazos construidos a lo largo de los años entre la entidad y la clientela.

Otra consecuencia está relacionada con los propios trabajadores de las entidades, quienes han sido sometidos a una importante presión para comercializar el producto. Se ha generado en los empleados **conflictos de intereses**, que afectan al rendimiento de los mismos, así como una pérdida de confianza en las entidades.

- Las consecuencias derivadas para el Estado y sistema financiero español, no radican únicamente de la comercialización de este producto, sino que son el resultado de un conjunto de debilidades que se han hecho latentes durante la crisis financiera. Las dificultades que atravesaban las entidades financieras españolas, empujan al Estado español a solicitar **asistencia financiera** a Europa para reestructurar y recapitalizar el sistema financiero español. Esta ayuda, se materializa en forma de préstamo y está ligada a una fuerte condicionalidad. El sistema financiero se sometió a duros ajustes, y aunque el proceso de asistencia ha finalizado, el sistema bancario español deberá seguir sometándose a la supervisión de la Comisión Europea, del Banco Central Europeo y del Fondo Monetario Internacional.

Asimismo, fruto de la desconfianza generada en el sistema financiero español, se produce una **disminución** importante del número de **inversiones extranjeras** producidas en nuestro país.

De modo que, en un contexto en el que el sistema financiero español se encuentra atravesando dificultades, se une el problema de las participaciones preferentes, que ha afectado a miles de personas. Aunque las participaciones preferentes han sido un producto utilizado por las entidades financieras para obtener financiación, y han generado grandes perjuicios a la clientela, lo cierto es que la situación se ha vuelto en contra de las propias entidades comercializadoras. Muchas de ellas se han encontrado al borde de la quiebra, teniendo que ser sometidas a intervenciones con fondos públicos y procesos de reestructuración, junto con la destrucción de confianza que ha ido ligada al problema.

El descontento general que ha generado el comportamiento de las entidades financieras en relación a las malas prácticas de comercialización aplicadas, así como el impacto que ha tenido en la sociedad, ha generado un rechazo y desconfianza hacia todas las entidades financieras, quienes ahora más que nunca han de esforzarse en recuperar la confianza de sus clientes y aprender de los errores cometidos.

12. BIBLIOGRAFÍA

- Ariza Montes, J. Antonio, Ana M. Lucia Casademunt, y Alfonso Carlos Morales Gutiérrez. «La implicación emocional de los empleados de banca en Europa.» *Universia Business Review*, Segundo trimestre 2013: 32-49.
- Banco de España. 2014. <http://www.bde.es/clientebanca/glosario/p/participaciones.htm> (último acceso: 10 de Junio de 2014).
- . «Banco de España.» *Nota informativa sobre el Real Decreto Ley 24/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito*. 25 de Septiembre de 2012. http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/Briefing_notes/es/notabe25.09.12.pdf (último acceso: 20 de Agosto de 2014).
- . *Banco de España*. 2014. <http://www.bde.es/bde/es/> (último acceso: Agosto de 2014).
- . *Banco de España. Glosario. Cuotas Participativas*. 2014. http://www.bde.es/clientebanca/glosario/c/cuotas_participativas.htm (último acceso: 11 de Agosto de 2014).
- . «Informe de Estabilidad Financiera.» *Banco de España*. Noviembre de 2002. <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/02/Fic/IEFmnov02.pdf> (último acceso: 11 de Agosto de 2014).
- BME Renta Fija. «BME Renta Fija.» 2014. <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeAIAF.aspx> (último acceso: 11 de Agosto de 2014).
- BOE. «boe.es.» *BOE*. 5 de Julio de 2003. <http://www.boe.es/boe/dias/2003/07/05/pdfs/A26166-26174.pdf> (último acceso: 29 de Julio de 2014).
- . *MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO ENTRE LA COMISIÓN EUROPEA Y ESPAÑA*. 10 de Diciembre de 2012. <http://www.boe.es/boe/dias/2012/12/10/pdfs/BOE-A-2012-14946.pdf> (último acceso: 8 de Agosto de 2014).
- Caba Tena, Antonio, y otros. *Reclamaciones frente a la comercialización de las participaciones preferentes*. Barcelona : Bosch, 2013.
- CECA. «CECA.» *Proceso de reestructuración. Sector de Cajas de Ahorros. Informe de Avances*. 11 de Julio de 2014. <http://www.cajasdeahorros.es/#/PAG|reestructuracion> (último acceso: 25 de Agosto de 2014).
- CNMV. *Atención de reclamaciones y consultas de los inversores. Memoria 2012*. <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/MemoriaReclamaciones2012.pdf>, CNMV, 2012.

- . *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. 2014. <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx> (último acceso: 28 de Julio de 2014).
- CNMV. *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*. Madrid: CNMV, 2002-2006-2008-2009-2010-2011-2012-2013.
- CNMV. *Preguntas y respuestas sobre los efectos prácticos de la nueva protección al inversor (MiFID) para los inversores minoristas*. http://www.cnmv.es/DocPortalInv%5COtrosPDF%5CES-Cuestionario_MiFID.pdf, CNMV, 2008.
- CNMV. *Sus derechos como inversor. Descubra la proteccion que le da la MiFID*. CNMV - CESR, 2008.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. 2009. http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf (último acceso: 10 de Junio de 2014).
- De Barrón, Iñigo. «La banca pública sólo gana el 4% de las demandas por preferentes.» *El País*, 29 de Junio de 2014: http://economia.elpais.com/economia/2014/06/28/actualidad/1403980988_157134.html.
- Defensor del pueblo. «Estudio sobre las participaciones preferentes.» Madrid, 2013.
- Del Barrio, Ana, y Amaya García. «Ir a trabajar es un castigo. Las amenazas a los empleados de banca son continuas.» *El Mundo*. 7 de Junio de 2013. <http://www.elmundo.es/elmundo/2013/05/28/economia/1369759988.html> (último acceso: 14 de Agosto de 2014).
- Diario Expansión. «Expansión.com Diccionario Económico.» 2014. <http://www.expansion.com/diccionario-economico/asociacion-de-intermediarios-de-activos-financieros-aiaf.html> (último acceso: 11 de Agosto de 2014).
- Domínguez Martínez, José M. «Participaciones preferentes: Ascenso, auge y declive.» *Cuadernos de informacion económica (FUNCAS)* Noviembre-Diciembre 2012, nº 231 (Enero 2013): 87-99.
- Elorriaga, Elena Rodríguez de Codes. «Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital.» *Estabilidad Financiera* (Banco de España), Noviembre 2010: 9-36.
- Fernández, David. «Las reclamaciones a la CNMV se quintuplican por las preferentes.» *El país*, 2 de Enero de 2014: http://economia.elpais.com/economia/2014/01/02/actualidad/1388667750_302212.html.
- FROB. *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*. 2014. <http://www.frob.es/> (último acceso: 20 de Agosto de 2014).

- G. Gallego, Javier. «España sale del rescate bancario.» *El Mundo*, 14 de Noviembre de 2013:
<http://www.elmundo.es/economia/2013/11/14/5284e46661fd3d195b8b456b.html>.
- Ministerio de Economía y Competitividad. «Inversiones Exteriores Directas.» 2013.
- Navas, Jose A. «Analfabeto, anciano, alzhéimer...la cara más dura de las preferentes.» *El Mundo*, 21 de Abril de 2013:
<http://www.elmundo.es/elmundo/2013/04/16/economia/1366134473.html>.
- Prats Albentosa, Lorenzo. «Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de consumidores.» *Diario La Ley*, nº 7970 (Noviembre 2012).
- Quelart, Raquel. «Aumentan las depresiones y problemas psíquicos entre empleados de banca.» *La Vanguardia*, 1 de Junio de 2012:
<http://www.lavanguardia.com/salud/20120601/54302077300/aumentan-depresiones-problemas-psiquicos-empleados-banca.html>.
- Rayón Ballesteros, María Concepción, y Jose Antonio Gómez Hernández. «¿Se puede recobrar el capital invertido en participaciones preferentes?» *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, nº XLVI (2013): 81-102.
- Ruiz Campo, Sofía, y Linghua Zhang. «La burbuja inmobiliaria de España: Una comparación con el mercado inmobiliario de China.» *Análisis Financiero*, nº 122 (2013): 37 - 53.
- Simón, P.M. «El Gobierno dará mas poderes a la CNMV para vigilar y multar.» *Cinco Días*, 30 de Abril de 2014:
http://cincodias.com/cincodias/2014/04/30/mercados/1398876552_374917.html.
- Simón, Pablo M. «Cerca de 200.000 preferentistas de la banca rescatada recuperan su dinero.» *Cinco Días*, 23 de Enero de 2014:
http://cincodias.com/cincodias/2014/01/22/mercados/1390400992_088258.html.
- Urbaneja Cillán, Jorge. «La reestructuración del sistema financiero español. El proceso de reforma tras la asistencia financiera a la banca española.» *Revista Jurídica de Castilla y León* ISSN: 2254-3805 , nº 32 (Enero 2014): 6-51.
- Villaescusa García, Carlos, y Salvador Cruz Rambaud. «Participaciones preferentes: Un análisis desde la perspectiva del partícipe.» *Análisis financiero*, nº 120 (Tercer cuatrimestre 2012): 6-17.
- Zunzunegui, Fernando. «Comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista.» *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, nº 120 (Abril - Junio 2013): 239-271.

