

Informe sobre

Comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista

*Prof. Dr. Fernando Zunzunegui,
Abogado y Economista*

Elaborado para el Defensor del Pueblo

Madrid, 31 de enero de 2013

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	3
§ 1. EL PROBLEMA	4
§ 1.1. ANÁLISIS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES	4
a) Visión del Banco de España	4
b) Análisis de la CNMV	5
§ 1.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES.....	6
a) No son productos de renta fija	6
b) No son productos de alta remuneración.....	6
c) No tienen liquidez.....	7
d) No son preferentes.....	7
§ 1.3. ORIGEN Y DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA	8
§ 1.4. EL SISTEMA DE COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES.....	9
§ 1.5. ACTUACIÓN DE LOS SUPERVISORES	11
§ 1.6. MEMORANDO DE LA COMISIÓN EUROPEA	11
§ 2. EL MARCO LEGAL	12
§ 3. MEDIDAS PREVENTIVAS.....	14
§ 3.1. ANÁLISIS DE LA PROPUESTAS DE OTROS PAÍSES	14
a) Hacia la protección del consumidor financiero en el Reino Unido.....	14
b) La moratoria belga.....	15
c) La respuesta italiana	16
d) Lecciones del caso Lehman Brothers en Hong Kong	16
e) Lecciones del carácter previsor de los canadienses.....	17
§ 3.2. ARQUITECTURA INSTITUCIONAL	17
§ 3.3. PREMISAS PARA UNA MEJOR REGULACIÓN	18
§ 3.4. RELACIÓN DE MEDIDAS PREVENTIVAS	19
a) Prohibición de oferta de productos inadecuados.....	19
b) Reforzar la transparencia	20
c) Control en el diseño para lograr productos más simples	20
d) Etiquetado de los productos financieros	21
e) Prohibición de productos complejos de alto riesgo.....	21
f) Contrato marco para el ahorrador.....	22
g) Educación financiera	23
h) Control de incentivos.....	23
i) Nueva autoridad de protección del consumidor financiero.....	23
§ 4. MEDIDAS PALIATIVAS.....	23
§ 4.1. EL ARBITRAJE BAJO CONTROL DEL BANCO	24
§ 4.2. COMISIÓN DE SEGUIMIENTO	25
§ 4.3. LA CNMV COMO GESTOR NATURAL DE LAS RECLAMACIONES	26
CONCLUSIONES.....	27
Bibliografía básica.....	31

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera ha puesto de relieve la actuación oportunista de algunos bancos que han aprovechado la relación de confianza con sus clientes para colocarles productos no adecuados a su perfil.¹ Los inversores minoristas han perdido dinero a raíz de inversiones cuyos riesgos no eran transparentes.²

En España, la comercialización en las sucursales de las entidades de crédito de participaciones preferentes entre cientos de miles de clientes ha creado un problema de enormes proporciones.³ Estos títulos son un “*instrumento complejo y de riesgo elevado, ya que se puede perder el capital invertido*”.⁴ Pese a su complejidad y riesgo fueron ofrecidos por las entidades de crédito, principalmente cajas de ahorros, como una alternativa a los depósitos a plazo, sin informar de sus riesgos. Los clientes nunca fueron advertidos de que se trataba de un producto peligroso que les hacía vulnerables. Con el tiempo esa peligrosidad se ha materializado con la pérdida de valor de mercado de los productos.

Los clientes, consumidores de estos productos financieros de alto riesgo, se han visto sorprendidos al descubrir que lo que consideraban una inversión segura amenazaba el principal de sus ahorros, con la consiguiente pérdida de confianza en las entidades que les habían situado en esa posición. De tal modo que al problema para los clientes de ver amenazados sus ahorros se añade el riesgo para las entidades de perder su reputación.

Ante este panorama, la mayor parte de las entidades de crédito emisoras de estos productos han procedido a ofrecer canjes a los clientes con el fin de darles una salida que minore las pérdidas y les permita mantener la relación de clientela. Sin embargo, algunas entidades, en concreto las que han sido rescatadas con

¹ Según la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), hay evidencias de que: “*Complex products were often sold to elderly and senior investors with little investing experience and market knowledge*” (*Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*,” febrero, 2012, p. 49).

² “*La crisis financiera ha puesto de manifiesto la importancia de resolver estos problemas. Los inversores minoristas han perdido dinero a raíz de inversiones cuyos riesgos no eran transparentes o no habían entendido. Además, los productos de inversión minorista, entre ellos los productos estructurados minoristas o los contratos de seguro con fines de inversión, se han vendido y se siguen vendiendo con frecuencia a los inversores minoristas como sustitutivos de productos simples, tales como cuentas de ahorro, aunque estos inversores no necesariamente entiendan las diferencias. Ello se inscribe en un contexto de absoluta pérdida de confianza de los inversores: una reciente encuesta entre los consumidores de toda la UE mostró que confían menos en los servicios financieros que en cualquier otro sector de actividad*”, Exposición de Motivos de la Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión.

³ En este trabajo utilizamos el término «comercialización» en un sentido amplio comprendiendo tanto el proceso de venta como el asesoramiento sobre participaciones preferentes. No obstante, la inadecuada comercialización también afecta a otros instrumentos de similar complejidad y riesgo, como son las obligaciones subordinadas perpetuas, a las que se podrían aplicar muchas de las conclusiones del presente trabajo.

⁴ Memoria 2011 sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores de la CNMV, pág. 68.

dinero público, tenían vetada esta solución.⁵ Este veto deriva del Memorando de la Comisión Europea de 24 julio de 2012, que condiciona las ayudas destinadas a rescatar a la banca española a la asunción de pérdidas por parte de los titulares de las participaciones preferentes.⁶

En este informe nos vamos a ocupar de identificar el problema de la distribución indiscriminada de participaciones preferentes entre la clientela de la sucursales de las entidades de crédito (Capítulo 1). Una vez identificado el problema haremos una revisión crítica del marco legal aplicable a la comercialización de participaciones preferentes (Capítulo 2), con el fin de proponer los cambios para mejorar la protección al inversor (Capítulo 3). Pero estas medidas preventivas no resuelven el problema de aquellas familias que adquirieron participaciones preferentes y no han recibido un canje que les compense de forma adecuada. Por esta razón, añadimos un capítulo dedicado a las medidas paliativas que podrían aplicarse para dar una solución justa y equitativa a los clientes más perjudicados (Capítulo 4). El informe finaliza con unas sucintas conclusiones.

§ 1. EL PROBLEMA

Este apartado se dedica al análisis del problema de la comercialización de las participaciones preferentes, para lo cual debemos comenzar por el estudio del producto antes de ocuparnos de su comercialización.

§ 1.1. ANÁLISIS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

Para entender lo que son las participaciones preferentes conviene acercarnos al análisis que tanto el Banco de España como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) realizaron de las mismas con antelación a la crisis. Las largas citas que vamos a reproducir se justifican por lo ilustrativas que resultan para comprobar que los supervisores financieros eran perfectamente conscientes de lo inadecuado que resulta comercializar participaciones preferentes entre inversores minoristas.

a) *Visión del Banco de España*

El Banco de España alertaba en noviembre de 2002 de “*su preocupación por el peso creciente de las participaciones preferentes en los recursos propios básicos de algunas entidades, así como por la forma en la que, en determinados casos, se comercializan entre la clientela minorista tradicional*”. Esta alerta se justificaba “*dado que algunas participaciones preferentes no se han dirigido al mercado institucional, sino que se han comercializado entre la clientela minorista (con menor capacidad de valoración del riesgo asociado al instrumento), que su*

⁵ Entre las que están NovaGalicia Banco, Catalunya Banc y Bankia.

⁶ Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012, bajo el principio de absorción de pérdidas “en la mayor medida posible” por parte de los instrumentos híbridos, de los que forman parte las participaciones preferentes (BOE núm. 296, del lunes 10 de diciembre de 2012, sec. I., pág. 84557).

liquidez en el mercado secundario es muy escasa,⁷ y puesto que ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido, las entidades podrían estar incurriendo en riesgo de reputación. En concreto, si a la rentabilidad ofrecida se le resta la prima de riesgo derivada del bajo derecho de prelación de las participaciones preferentes, la prima a percibir por su iliquidez y el precio de la opción de compra otorgada al emisor (aspectos mal conocidos por el pequeño inversor), es dudoso que, en algunas de estas emisiones, la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo.” Subrayando en ese mismo lugar que las características de las participaciones preferentes son: “que no otorgan derecho a voto; que su derecho de prelación solo es mejor que el de las acciones ordinarias; que su forma de remuneración es la de los valores de renta fija, si bien condicionada a que el grupo obtenga beneficios y sin carácter acumulativo; y que, aunque su plazo es ilimitado, normalmente el emisor se reserva el derecho a amortizarlas con autorización del supervisor (en nuestro caso, el Banco de España)”.

Esta nota del Banco de España describe la complejidad del producto, destaca su escasa rentabilidad, y sus elevados riesgos, y alerta del problema de una comercialización inadecuada de participaciones preferentes entre clientela minorista.

b) *Análisis de la CNMV*

Un estudio de la CNMV del 2007 reconoce que: “Las participaciones preferentes por su características financieras (perpetuidad, amortizables anticipadamente a voluntad del emisor y tener un estatus por detrás de la deuda subordinada en la prelación de créditos) no son instrumentos financieros de fácil valoración, especialmente para el pequeño inversor”.⁸ Según este mismo estudio, las “participaciones preferentes emitidas en España han presentado en general unas condiciones de emisión poco atractivas para los inversores: el periodo de protección no ha sido largo, ya que en la mayoría de los casos ha sido de 5 años, la remuneración a tipo variable ha presentado diferenciales estrechos respecto del índice de referencia y el reembolso ha sido establecido en todos los casos a la par sin ningún tipo de prima que compense el riesgo de prepago que conllevan estos activos. El agravante de todo esto es que su característica de perpetuidad deja atrapados a los inversores en unas inversiones de rentabilidad dudosa”.⁹

De lo cual se deduce que la CNMV era perfectamente consciente de que las participaciones preferentes era un instrumento poco atractivo para el inversor minorista desde el punto de vista de su rentabilidad, y además resultaba difícil de valorar por el mismo.

⁷ Destacando en nota que en la Comisión Nacional del Mercado de Valores se habían recibido ya en aquel momento reclamaciones por la escasísima liquidez de las participaciones preferentes que cotizan en el mercado AIAF.

⁸ Eduardo Blanco Marcilla, *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía nº 24, CNMV, Madrid, 2007, pág. 5.

⁹ Eduardo Blanco Marcilla, *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía nº 24, CNMV, Madrid, 2007, pág. 49.

§ 1.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

De las anteriores citas podemos extraer las principales características de las participaciones preferentes que sirven para acercarnos a su naturaleza y nos serán útiles para analizar el problema que ha generado su incorrecta comercialización.

a) *No son productos de renta fija*

Las participaciones preferentes son, según la Autoridad Europea de Mercados y Servicios (ESMA), productos de renta variable.¹⁰ Se diferencian de las acciones por su complejidad, al incorporar opciones. Ya en 2004 la CNMV detectó que “*este instrumento se comercializaba como si se tratara de un producto de renta fija, cuando no lo es*”.¹¹ Pero siguieron comercializándose como si fueran renta fija y registrándose en los extractos bancarios como renta fija. Mejor habría sido denominarlas “acciones preferentes” para alertar a los clientes del riesgo asumido.¹²

Si bien conviene señalar que las participaciones preferentes tienen mucho mayor riesgo para el inversor minorista que las acciones cotizadas. Las participaciones preferentes son instrumentos complejos y tienen problemas de liquidez. Las acciones son instrumentos simples fáciles de seguir, con la liquidez que les proporcionan las bolsas donde cotizan.¹³

b) *No son productos de alta remuneración*

Como hemos anticipado, según el Banco de España, las participaciones preferentes “*ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido*”, siendo dudoso “*que la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo*”. Sin embargo, se han venido comercializando como si fueran productos de alta remuneración. De hecho el principal argumento para no indemnizar a los afectados es el de “*nadie da duros a peseta*”, cuando lo cierto es que la promesa de rentabilidad carecía de todo fundamento, pues como dice el Banco de España su

¹⁰ CESR Q&A MiFID *complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements* (Ref: CESR/09-559).

¹¹ Informe Anual de la CNMV, sobre los mercados de valores y su actuación de 2004, pág. 143.

¹² Según Manuel Conthe, presidente de la CNMV desde octubre de 2004 hasta mayo de 2007: “*Las expresiones preferred shares y acciones preferentes no son engañosas, porque el sustantivo acciones alerta al inversor del riesgo inherente a este tipo de valores*”. Y añade: “*Por desgracia, la expresión participación preferente es engañosa: como no incluye el esclarecedor sustantivo acción, suscita la impresión o implicatura equivocada de que se trata de un valor financiero privilegiado*”. Por eso, para el pequeño ahorrador una expresión más clara sería “*deuda ultra-subordinada*”, que utiliza en su carta la CNMV o, aún mejor, “*deuda perpetua ultra-subordinada*”, en “*Preferred shares*”, disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/conthe/2009/02/11/preferred-shares.html>. Es a posteriori, cuando las entidades han comenzado a denominar “acciones preferentes” así en el Plan Estratégico 2012-2015 del Grupo Banco Financiero y de Ahorros (Bankia), de noviembre 2012, disponible en http://www.rtve.es/contenidos/documentos/plan_estrategico_bankia.pdf

¹³ Sí lo reconoce el art. 79.bis.8 LMV que califica de instrumento simple a las acciones, y encuadra las participaciones preferentes entre los complejos.

rentabilidad no supera a la de los depósitos a plazo. Luego estamos ante un caso de información engañosa a los consumidores.

c) *No tienen liquidez*

Las participaciones preferentes son “*títulos ultrasubordinados, que tienen una liquidez muy restringida y que por tanto si se intentan liquidar se pueden obtener pérdidas significativas*”.¹⁴ La mayor parte de las participaciones preferentes cotizan en AIAF, mercado secundario oficial. Lo que ocurre es que el segmento de AIAF carece de liquidez, cruzando muy pocas operaciones.¹⁵ Y la opacidad de este mercado permitía ocultar este problema. Con la creación de la plataforma SEND en 2011 se dota al mercado AIAF de transparencia y los inversores pueden acceder a las cotizaciones y conocer la falta de liquidez. Esta información sobre la falta de liquidez del producto contratado provoca la alarma generalizado de los inversores.¹⁶

d) *No son preferentes*

No es un producto que sea preferente, por ejemplo por estar destinado a los mejores clientes. De hecho, es un producto que tiene una elevada subordinación. En caso de insolvencia del emisor cobran antes todos los acreedores, y la preferencia sólo lo sería en relación con los accionistas. Pero, en lo que aquí más importa, el término “preferentes” aplicado a las emisiones de participaciones preferentes de las cajas de ahorros resulta engañoso, pues indica una preferencia frente a unos accionistas que no existen. En las cajas los titulares de preferentes

¹⁴ Julio Segura, presidente de la CNMV, en su comparecencia parlamentaria, DOCD, núm. 283, de 26 de mayo de 2009, pág. 22.

¹⁵ Según dice la CNMV, en la Memoria 2011 sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores, “*las participaciones preferentes están admitidas a cotización en AIAF, Mercado de Renta Fija. Pero dada la escasa liquidez que con frecuencia presentan, es habitual que se designe un proveedor de liquidez, que actúa bajo determinadas circunstancias.*” Lo cierto es que el mercado secundario de preferentes era una ficción. Las entidades recolocaban los productos que un cliente quería vender en otro cliente a valor nominal. De este modo lo describe la CNMV en su Memoria: “*Las características del mercado AIAF, donde cotizan, hacen que la ejecución de las órdenes no sea automática, sino que se requiere de la existencia de una contrapartida adecuada en el mercado. Es decir, el hecho de que una emisión esté admitida a cotización no implica que exista negociación.*” Y añade: “*Teniendo en cuenta estas reglas de funcionamiento, cuando un titular de participaciones preferentes quería vender era frecuente que la entidad canalizara la operación de venta a otro cliente interesado de la misma entidad a su valor nominal, siempre que el valor nominal y el de mercado fueran iguales. Sin embargo, con motivo de la situación general del mercado, entre otras causas, algunas participaciones preferentes empezaron a tener un valor de mercado claramente por debajo del valor nominal. En este nuevo contexto, el case de operaciones a un valor diferente del de mercado entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad que presta el servicio de inversión, no se podía admitir, salvo que quedase acreditado que la transacción se realizaba a un precio próximo al valor razonable o de mercado, en caso de no existir contrato de liquidez o de que este se hubiese agotado. Es decir, las operaciones de case entre clientes no debían perjudicar a ninguno de los clientes afectados y, particularmente, ningún inversor minorista debía adquirir valores por encima de su precio de mercado o valor razonable. En un contexto bajista de mercado, ya no era posible venderlas de manera rápida y sin asumir pérdidas en el capital invertido.*”

¹⁶ Ante este hecho, alguna asociación de consumidores ha calificado esta situación de “corralito español” (<http://laeconomiadelosconsumidores.adicae.net/?articulo=691>).

no son los penúltimos en cobrar en caso de insolvencia del emisor, son lo últimos.¹⁷

§ 1.3. ORIGEN Y DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA

Una vez examinado el producto llegamos a la consideración de que estamos ante una actuación oportunista de las entidades, que en su propio interés de fortalecer sus recursos propios, han distribuido entre la clientela de sus sucursales, bajo la denominación engañosa de «preferentes», un tipo de instrumentos sin informar de que no eran productos de renta fija, de que su rentabilidad no era atractiva y de que tenían problemas de liquidez.

Como hemos anticipado, según los propios supervisores, las participaciones preferentes son un producto inadecuado para los inversores minoristas. De tal modo que, siendo inadecuado, las entidades de crédito debían haberse abstenido de ofrecerlo a sus clientes minoristas.

La CNMV reconoce que, en el mercado español, las entidades suelen prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversiones de forma conjunta con la actividad de comercialización que da lugar a la recepción y ejecución de órdenes.¹⁸ La banca comercializa y vende instrumentos financieros, pero lo hace presentándose como asesores ante su clientela. De este modo capturan la confianza del cliente para poder venderle mejor todo tipo de productos financieros.

En España el problema actual queda delimitado por las emisiones de participaciones preferentes realizadas por cajas de ahorros que han sido rescatadas con ayudas públicas. En todos estos casos estamos ante la colocación entre el público de valores propios, emitidos por la entidad comercializadora, con el consiguiente conflicto de interés. Con estas emisiones las cajas reforzaban sus recursos propios en un momento de crisis en el que las necesidades de capital eran acuciantes. Sin duda este hecho fue un elemento de presión relevante en la comercialización de estas emisiones, destacando las ventajas y ocultando los riesgos.

En un momento de aversión creciente al riesgo, tras la quiebra de Lehman Brothers, las entidades de crédito españolas, en particular las cajas de ahorro procedieron a colocar en 2009 participaciones preferentes por un importe de 12.960 millones de euros, en su mayor parte entre inversores minoristas. Posiblemente estamos ante una omisión en el ejercicio de las potestades de control preventivo por parte de los supervisores financieros y un fallo del sistema

¹⁷ La preferencia se concretará exclusivamente en relación con los titulares de cuotas participativas, si estas se han emitido. Hay que señalar que la única caja de ahorros que ha emitido cuotas participativas ha sido la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), cuya absorción por Banco Sabadell, ha propiciado canjes al margen del veto del Memorando.

¹⁸ Según la Comunicación de la CNMV de 7 de mayo de 2009: “*la experiencia recabada por la CNMV desde la aplicación de la MiFID apunta a que la actividad de asesoramiento declarada y reconocida por las entidades pudiera ser inferior a la realmente existente. En efecto, las recomendaciones personalizadas para la adquisición de un determinado producto financiero sin ajustarse al marco legal previsto para las relaciones de asesoramiento, pudieran constituir una práctica frecuente en la relación con la clientela a través de la amplia red de oficinas de que disponen las entidades financieras.*”

de vigilancia. El Banco de España sabía que la captación de tal volumen de recursos propios mediante la colocación de participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito estaba comprometiendo la reputación de estas entidades frente a sus mejores clientes, aquellos que tenían imposiciones de cierto importe pues así lo había manifestado en sus propias publicaciones sobre estabilidad financiera. A su vez, la CNMV a través de las reclamaciones de los clientes o de sus propias inspecciones era conocedora del descuido bancario en el cumplimiento de las normas de conducta. Tras la quiebra de Lehman Brothers la CNMV realizó una supervisión sobre la comercialización de productos emitidos por este banco, incluidas participaciones preferentes y pudo comprobar las deficiencias en el cumplimiento de las normas de conducta.

Desde el lado del ahorrador la búsqueda de una rentabilidad para los ahorros es un comportamiento racional. Dejarse llevar por quien se presenta como tu asesor financiero es una conducta diligente. Es el banco quien ha ofrecido el producto y se lo ha recomendado al cliente en una relación asesorada. Del mismo modo que no desconfiamos del médico, tampoco es lógico que desconfiamos de nuestro banco o caja de ahorros. Uno vela por nuestra salud, el otro guarda nuestro dinero. Pero es que, al margen de que nada puede reprocharse a un ahorrador por el mero hecho de buscar una colocación rentable a sus ahorros, lo cierto es que lo ofrecido por las entidades, en forma de participaciones preferentes no era un producto rentable, según el propio Banco de España. Luego en este caso no puede responsabilizarse al cliente por falta de diligencia atendiendo a que *“nadie da duros a peseta”*, pues los duros prometidos eran moneda falsa.

Tampoco es un problema causado por la crisis económica pues la mayor parte de las preferentes que siguen sin ser cajeadas se colocaron tras la crisis de las hipotecas subprime del verano de 2007. Mediante este instrumento la banca, conocedora de la situación de crisis, aumentaba su solvencia colocando al cliente un producto de alto riesgo. De hecho el problema surge de la colocación indiscriminada de un productos complejo de alto riesgo entre clientela minorista, en un momento de crisis con necesidades de captación de recursos propios por parte de las entidades.

§ 1.4. EL SISTEMA DE COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

La comercialización de instrumentos financieros tiene lugar a través de las entidades de crédito que intermedian entre los emisores de los valores y los ahorradores. La intermediación es forzosa. Los clientes no pueden por si mismos acceder al mercado para comprar el producto del fabricante. En el caso de las participaciones preferentes objeto de este informe se da la circunstancia de que la entidad comercializadora es también la emisora del producto. De tal modo que el intermediario que ofrece el producto al cliente es al mismo tiempo el emisor que busca financiarse, lo que hace surgir un conflicto entre el cliente que desea adquirir un producto adecuado a sus objetivos y el banco colocador interesado en la captación de recursos que mejoran sus ratios de solvencia.

Las participaciones preferentes se vienen colocando entre los ahorradores españoles en las sucursales de las entidades de crédito desde 1998. Primero fueron emitidas por filiales de las entidades de crédito radicadas fuera de España y, tras

la reforma de su régimen legal de 2003, pasan a ser emitidas en España por las propias entidades.¹⁹

La Ley 47/2007, de adaptación de la Ley del Mercado de Valores a la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MIFID), concretó las obligaciones de perfilar al cliente ya recogidas en el Real Decreto 726/1993, clasificando las participaciones preferentes como instrumento complejo. Aunque la complejidad no significa necesariamente más riesgo, lo cierto es que la complejidad de un producto financiero afecta a la comprensión por parte del cliente de los riesgos financieros. Un producto es complejo cuando es difícil de entender por un inversor minorista.

Las malas prácticas de las entidades en la comercialización de participaciones preferentes han sido reconocidas por la CNMV. Las consultas recibidas de los clientes ponen de manifiesto *“un desconocimiento de la naturaleza, las características y los riesgos del producto y con frecuencia una falta de adecuación de este a su perfil inversor.”*²⁰ Según la CNMV, los clientes que reclaman ante este organismo señalan *“que se habían decidido a comprar estos productos porque les habían sido ofrecidos por las entidades como productos sin riesgo, similares a depósitos a largo plazo o a un bono con cupón trimestral o semestral”*, sin que en muchos casos las entidades hayan podido acreditar *“haber facilitado a su cliente información escrita sobre todas las características y riesgos de las participaciones preferentes, de forma previa a su contratación.”* Además muchas reclamaciones han *“puesto de manifiesto fallos en la adecuación del producto para los inversores que los compraron”*, sin que la entidad reclamada haya acreditado *“que contara con la suficiente información para evaluar la conveniencia o, en su caso, la idoneidad del producto”*.

Desde hace años estas malas prácticas financieras se manifiestan en los centenares de reclamaciones recibidas por los supervisores.²¹ A su vez, diversas iniciativas parlamentarias ponen de relieve que estamos ante un problema social provocado por la incorrecta comercialización de un producto financiero que requiere una solución política.²²

¹⁹ Disposición adicional 3ª Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior.

²⁰ Memoria 2011 de la CNMV, sobre Atención de reclamaciones y consultas de los inversores, pág. 28.

²¹ Desde enero de 2007 hasta diciembre de 2011, el Departamento de reclamaciones de la CNMV recibió 485 reclamaciones por la comercialización de participaciones preferentes, número que ha ido creciendo año a año, desde las 19 recibidas en 2007, hasta las 209 recibidas en 2011 (CNMV, *Informe sobre Participaciones Preferentes*, 23 de marzo de 2012, p. 10).

²² Véase las proposiciones no de Ley presentadas por el Grupo Parlamentario de Izquierda Plural sobre participaciones preferentes (BOCD, serie D, núm.31, de 7 de febrero de 2012, págs. 11-14), para crear una subcomisión para estudiar la venta de productos complejos y de riesgo a minoristas (de 27 de enero de 2012), y para que la CNMV revise el proceso de comercialización de las participaciones preferentes (de 31 de enero de 2012); la Proposición no de Ley del Grupo Parlamentario socialista para excluir del reparto de la carga financiera del rescate a los titulares de participaciones preferentes, encargando a la CNMV la revisión individual de su comercialización, de 30 de noviembre de 2012.

§ 1.5. ACTUACIÓN DE LOS SUPERVISORES

Ante un problema tan evidente, la CNMV se ha limitado a comunicar a las asociaciones de entidades financieras y al mercado algunas de las buenas prácticas que deben acompañar la colocación de participaciones preferentes entre inversores minoristas.²³ Estas comunicaciones han resultado ser ineficaces desde la perspectiva de la protección del inversor minorista. Están escritas con un lenguaje técnico y su difusión es limitada. En octubre de 2006, la CNMV publicó una Guía sobre los productos de renta fija, en la que para confusión de los inversores, incluía las participaciones preferentes entre los productos de renta fija, aunque concluyendo que: “*Sin duda no es un producto de renta fija tradicional*”.²⁴

La propia CNMV ha valorado su actuación, poniendo énfasis en la supervisión de la comercialización de la mayor parte de las emisiones de preferentes de los últimos años concluyendo que: “*por lo que se refiere a los procedimientos de información a los clientes, la comercialización realizada se ajustó con carácter general a la normativa vigente*”.²⁵ Pero los hechos indican que la CNMV no ha hecho todo lo que ha podido. Ha recordado a las asociaciones de banqueros las buenas prácticas y ha abierto expedientes a varias entidades financieras por mala comercialización de participaciones preferentes, pero junto a estas actuaciones podía haber prohibido la colocación de participaciones preferentes entre inversores minoristas del mismo modo que ha prohibido las ventas en corto de las acciones de los bancos.²⁶

§ 1.6. MEMORANDO DE LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión Europea, a través del Memorando de 20 de julio de 2012, clarifica, en defensa del contribuyente, que los accionistas y tenedores de participaciones preferentes deben ser los primeros en asumir las pérdidas ocasionadas por la insolvencia de algunos bancos. Con esta condicionalidad se limitan las medidas que pueden adoptarse con el fin de reparar a los titulares de

²³ En 2005 remitió una carta a las asociaciones de entidades financieras recomendando destinar el 10 % de la emisión al tramo institucional. De este modo se protegía el precio pagado por los minoristas al tener una referencia. En esta misma línea, comunica al mercado el 17 de febrero de 2009, que las emisiones destinadas a minoristas vayan acompañadas de una valoración de experto independiente. A su vez, el 7 de mayo de 2009, comunica las condiciones informativas en que deben comercializarse las participaciones preferentes, en particular de las emitidas por el propio comercializador. El 17 de mayo de 2010, recuerda de la necesaria gestión de los conflictos de interés en los casos de órdenes.

²⁴ Guía sobre los productos de renta fija de la CNMV, de 2006, disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf En las contestaciones a la demandas de los inversores alegando mala praxis al haber vendido las participaciones preferentes como si fuera un producto de “renta fija”, la banca suele hacer referencia a esta guía como argumento para eximirse de responsabilidad al haber seguido el criterio del supervisor.

²⁵ CNMV, *Informe sobre Participaciones Preferentes*, de 23 de marzo de 2012.

²⁶ Al amparo del artículo 85.2 j) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según el cual la CNMV puede “acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que la personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores”.

participaciones preferentes, al menos de aquellas que podrían ser financiadas con las ayudas europeas.

Otros contenidos de interés del Memorando son los siguientes: “*Los bancos y sus accionistas deberán sufrir pérdidas antes de que se aprueben medidas de ayuda estatal, y garantizar la absorción de las pérdidas de los instrumentos de capital y de los instrumentos híbridos de capital, en la mayor medida posible*”.²⁷

Y añade un apartado dedicado al “Reparto de la carga”, según el cual: “*Se adoptarán medidas a fin de aligerar la carga para el contribuyente de la reestructuración bancaria. 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. Los bancos que no precisen ayuda estatal estarán exentos de cualquier ejercicio obligatorio de esta naturaleza. El Banco de España, en coordinación con la Comisión Europea y con la ABE, supervisarán todas las operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios*”.²⁸

El Gobierno debe informar mensualmente a la Comisión Europea de las obligaciones subordinadas y participaciones preferentes en circulación, especificando los importes colocados entre clientes minoristas y los plazos de amortización.²⁹ Sin embargo estos datos no se han hecho públicos. Hay que acercarse a los informes de la CNMV para cuantificar el problema: “*De los 22.374 millones de euros de participaciones preferentes emitidas por entidades financieras en manos de inversores minoristas, aproximadamente, quedarían aún sin ofertas de canje un saldo vivo de unos 8.500 millones*”.³⁰

§ 2. EL MARCO LEGAL

En este capítulo nos ocupamos del régimen jurídico aplicable a la comercialización de las participaciones preferentes, con referencias al Derecho comunitario, como premisa necesaria para plantear una mejora del sistema de protección del ahorrador. Vamos a exponer los rasgos más relevantes del marco legal con el exclusivo fin de identificar sus lagunas y debilidades.³¹

El marco legal se basa en la transparencia y en la adecuación del producto al perfil del cliente. De haberse aplicado el marco legal se habría evitado la comercialización indiscriminada de las participaciones preferentes en las

²⁷ Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012, BOE Núm. 296 Lunes 10 de diciembre de 2012, pág. 84557.

²⁸ Memorando..., cit., pág. 84557.

²⁹ Memorando..., cit., pág. 84563.

³⁰ Boletín de la CNMV, trimestre I, 2012, pág. 30.

³¹ Sobre la regulación financiera hay una abundante bibliografía. Por todos: *Derecho bancario y bursátil*, dirigido por Fernando Zuzunegui, 2.ª ed., Madrid, 2012; y Fernando Zuzunegui, *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª ed., Madrid, 2005.

sucursales de las entidades de crédito por ser un producto inadecuado para los inversores minoristas, según criterio del Banco de España y la CNMV.

Frente a lo que se suele afirmar la obligación de adecuar el producto al perfil del cliente no surge con la transposición en 2007 de la Directiva de la Unión Europea de mercados de instrumentos financieros, más conocida por sus siglas en inglés MIFID. La obligación de las entidades de adecuar el producto al perfil del cliente surge con el Código general de conducta del mercado de valores de 1993. La MIFID desarrolla esa obligación, ya existente en Derecho español, obligando a las entidades a pasar a los clientes determinados cuestionarios (los famosos test MIFID).

Por otro lado, conviene señalar que como reflejan muchos de los folletos de preferentes extranjeras, por ejemplo preferentes de Bank of Ireland, en países como Italia o Francia sólo estaban destinados a inversores profesionales (“*operatori qualificati*” o “*investisseurs qualifiés*”). Sin embargo la CNMV, permitió la colación indiscriminada de las participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito. En suma, en España tenemos un buen marco legal, pero ha faltado su aplicación efectiva.³² Puede ser mejorado, pero de haberse cumplido se habría evitado el problema.

La reforma aprobada por Ley 9/2012,³³ tiene un alcance limitado. Obliga al intermediario a destacar las diferencias con los depósitos bancarios y a incluir en la antefirma de la orden de compra la manifestación de no conveniencia, cuando ese sea el resultado del test.³⁴

La Comisión Europea ha elaborado una propuesta de reglamento sobre información al inversor en la comercialización de productos de inversión, que incluye medidas sobre el asesoramiento y el proceso de venta, en muchos casos determinante para la elección del inversor.³⁵ Según esta propuesta los productos

³² We had good ‘law on the books’, but poor ‘law in action’, en la terminología de: Andrea Perrone y Stefano Valente, “Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts”, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, p. 32.

³³ Se modifican los apartados 3, 6 y 7 del art. 79 bis de la Ley del Mercado de Valores, por la disposición final 3.5 y 6 de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. Esta disposición también modifica la LMV para elevar los umbrales en los que una oferta de valores se considera privada, y, por lo tanto, exenta de registrar y publicar un folleto.

³⁴ Esto último atendiendo a la sugerencia realizada por el Defensor del Pueblo. Véase la nota de prensa del Defensor del Pueblo de 20 de junio de 2012, según la cual: “*Con esta propuesta, la Defensora pretende que cualquier inversor, con independencia de su formación, disponga en el momento de la firma de la ficha informativa del producto y el contrato tipo predispuesto por la CNMV, en el que justo encima del lugar reservado a la firma del cliente, se recogiera el aviso de riesgo sobre la peligrosidad del producto*”.

³⁵ Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión. Esta propuesta de Reglamento se aplica a todos los productos que se pueden ofrecer como alternativa a los depósitos a plazo, incluidas las participaciones preferentes, obligaciones subordinadas y los denominados depósitos estructurados. No se aplica a los depósitos, seguros y fondos de pensiones. La propuesta recoge un documento con los datos esenciales a elaborar por el fabricante del producto, en un formato estándar similar al que ya existe para los fondos de inversión. Debe ser un documento breve, sin jergas ni tecnicismos. La responsabilidad recae sobre el fabricante y sobre él recae, ante una reclamación de un inversor, la carga de la prueba de haber elaborado un documento de datos

de inversión deben ir acompañados de un documento de datos fundamentales del fabricante cuando se vendan a inversores minoristas. Debe ser un documento breve, sin tecnicismos.

A su vez la Comisión Europea plantea dos vías de actuación en la revisión de la MIFID. Regular la venta y el asesoramiento a través de la reforma de la Directiva (MIFID II), de un lado. Y regular los productos y la información sobre el producto a través de un reglamento (MIFIR), con la novedad de que por vez primera se dota a los supervisores de la capacidad para prohibir o limitar la comercialización de productos financieros.

Desde esta misma perspectiva la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) mantiene nueve principios para fortalecer la protección del inversor en la distribución de productos complejos.³⁶

§ 3. MEDIDAS PREVENTIVAS

Este epígrafe se dedica a las medidas preventivas para una mejora de la protección del ahorrador en la comercialización de participaciones preferentes con el fin de evitar nuevos episodios de oportunismo por parte de las entidades financieras. Con carácter previo examinamos las experiencias de otros países y las limitaciones que impone el Memorando de la Comisión Europea, como premisas a tener en cuenta para las medidas que se van a proponer. Las medidas tienen que ser justas y equilibradas pero también eficaces, es decir, que se puedan poner en práctica con los resultados esperados.

§ 3.1. ANÁLISIS DE LA PROPUESTAS DE OTROS PAÍSES

Antes de hacer propuestas conviene examinar como han abordado en otros países casos concretos de comercialización inadecuada de productos complejos entre clientela minorista.

a) *Hacia la protección del consumidor financiero en el Reino Unido*

En el Reino Unido la autoridad de los mercados financieros (FSA), ha publicado sus propuestas de protección al inversor cambiando su enfoque hacia una mayor intervención, con la posibilidad de prohibir la venta de determinados productos a determinados segmentos de la clientela.³⁷ Del enfoque del control de

esenciales y haberlo puesto a disposición de los inversores. Es el documento esencial para que el inversor sepa lo que compra. El folleto de la emisión y el tríptico cumplen una función complementaria, de transparencia del mercado.

³⁶ IOSCO: *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012. que recoge los siguientes principios: 1) *Legal, Regulatory and Supervisory Framework*; 2) *Role of Oversight Bodies*; 3) *Equitable and Fair Treatment of Consumers*; 4) *Disclosure and Transparency*; 5) *Financial Education and Awareness*; 6) *Responsible Business Conduct of Financial Services Providers and Authorised Agents*; 7) *Protection of Consumer Assets against Fraud and Misuse*; 8) *Protection of Consumer Data and Privacy*; 9) *Complaints Handling and Redress*; y 10) *Competition*.

³⁷ FSA, *Product Intervention*, DP11/1, enero, 2011, cuyo objetivo es: “*the development of the regulatory philosophy of the new conduct regulator and responds to the government’s call for ‘a frank and open debate about achieving the appropriate balance between the regulation and*

los puntos venta para evitar ventar inadecuadas, se ha pasado a una anticipación del control que afecta a la fase de diseño del producto con el objetivo que los nuevos productos satisfagan las necesidades de los inversores. Este cambio de criterio se justifica por diversos episodios de oportunismo de las entidades que han provocado importantes pérdidas a los inversores.³⁸

Se ha creado una nueva autoridad para proteger a los consumidores, denominada *Consumer Protection and Markets Authority* (CPMA), que aplica un enfoque más intervencionista y preventivo. Bajo esta nueva filosofía se admite la reducción de los productos ofrecidos a los clientes con el fin de reducir la probabilidad de ventas abusivas. No se trata de reducir a cero la posibilidad de abusos, sino de reducir los episodios que afectan a un gran número de clientes y si es posible evitarlos.

Lo más crítico es cómo lograr el equilibrio adecuado entre la protección del consumidor, por un lado, y mantener la capacidad de elección del consumidor y la innovación en los productos financieros, de otro lado. Según la FSA, no se puede sacrificar a la mayoría de los consumidores, asumiendo el riesgo de una venta abusiva de un producto complejo, por las ventajas que podrían llegar a obtener unos pocos de ser libre su comercialización.

En el Reino Unido la reforma de la legislación financiera también ha sido objeto de un informe parlamentario en el que se contienen abundantes referencias al consumidor financiero.³⁹ Según este informe el principio de la responsabilidad del consumidor debe ser completado con una clarificación legal de la responsabilidad del intermediario quien siempre debe actuar en interés del cliente, ofreciendo un oportuno asesoramiento. Esto es importante porque el mero suministro de información no mejora de forma sustancial la capacidad de los consumidores para la adopción de decisiones con conocimiento de causa.

b) *La moratoria belga*

En Bélgica tradicionalmente la protección al consumidor se ha focalizado, como en el resto de la Unión Europea, en la comunicación de información financiera. Sin embargo según el supervisor belga (FSMA) no se puede partir del principio de que los consumidores disponen de conocimientos y aptitudes para comprender la información financiera y que están dispuestos a consultar la información disponible. Por esta razón considera que resulta necesario intervenir en el proceso de creación de productos financieros, de forma que se pueda asegurar que los nuevos productos respondan a las necesidades de los clientes antes de que sean comercializados. Este enfoque ha servido de justificación para

supervision of firms, consumer responsibilities, consumer financial capability and the role of the state", p. 10.

³⁸ Por ejemplo, cerca de 450,000 SCARPs (una especie de contratos financieros atípicos) fueron vendidos entre abril de 1997 y febrero de 2004, dando lugar, tras las investigaciones de la FSA, a indemnizaciones a los clientes por importe de 159 millones de libras, ob. cit., Anexo 3, p. 2.

³⁹ House of Lords House of Commons/Joint Committee on the draft Financial Services Bill, *Draft Financial Services Bill, Session 2010–12, Report, together with formal minutes and appendices, Ordered by the House of Lords and the House of Commons*, de 13 de diciembre de 2011.

proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos. Se trata de una moratoria de aceptación voluntaria por las entidades, que se aplica desde agosto de 2011. La FSMA vigila el cumplimiento de esta moratoria y ha comprobado que el lanzamiento de productos estructurados ha disminuido en el mercado belga.

c) *La respuesta italiana*

Italia es junto a España el mercado con más casos de comercialización inadecuada de productos financieros.⁴⁰ Para resolver este problema, la autoridad del mercado de valores (CONSOB) aprobó una comunicación, de 2 de marzo de 2009, sobre la corrección y transparencia de los intermediarios en la distribución de productos financieros ilíquidos.⁴¹ En esta comunicación se reconoce que la actividad del intermediario se configura como un servicio en interés del cliente, perdiendo la connotación de mera actividad de venta.

d) *Lecciones del caso Lehman Brothers en Hong Kong*

En Hong Kong, la comercialización inapropiada de productos complejos emitidos por Lehman Brothers entre ahorradores ha sido objeto de una comisión parlamentaria de investigación, cuyo informe puede resultarnos de gran utilidad.⁴² Según las conclusiones de este informe, constituir un depósito o realizar una inversión requiere una distinta actitud desde la perspectiva del cliente. Sin embargo el estudio demostró que muchos clientes no eran conscientes de que estaban invirtiendo, pues no distinguían entre un servicio bancario y uno de inversión. De hecho, les fueron colocados productos estructurados cuando su intención original era constituir o renovar un depósito con el banco. Según el informe, el caso Lehman Brothers ha servido para demostrar que el régimen de transparencia a través de normas de conducta ha fallado al no haber ofrecido una protección suficiente al inversor, por diversas razones, entre las que destacan las siguientes: a) La profusa información financiera no resulta útil para que los

⁴⁰ Según detallan Andrea Perrone y Stefano Valente, en “Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts”, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, pp. 35-36: “At the beginning of the new century, a very large number of investors, mostly retail, were affected by several financial debacles. It all began with the Republic of Argentina’s bond default in December 2001. This involved about 430,000 investors and the total amount of defaulted bonds may have reached about 12.8 billion euros. The default of Cirio, a renowned food company, followed in November 2002. Approximately 35,000 investors were affected, for a total amount of defaulted bonds of 1.125 billion euros. The scandal connected to the financial product ‘My Way-For You’ and the spectacular default of Parmalat were next, in March and December 2003 respectively. The former cost about 100,000 investors 1.35 billion euros; the latter affected 85,000 investors and involved defaulted bonds worth approximately 2 billion euros”.

⁴¹ Comunicazione n.º 9019104, de 2 de marzo de 2009, Il dovere dell’intermediario di comportarsi con correttezza e Trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.

⁴² Report of the Subcommittee to Study Issues Arising from Lehman Brothers-related Minibonds and Structured Financial Products, según el cual: “The Subcommittee considers that individual investors’ lack of bargaining power and access to information had placed them in a disadvantaged position when negotiating with individual RIs to settle their cases. The recourse to legal action might not be a practicable option due to the time and costs incurred. There is thus a strong need to put in place a simple, speedy and affordable mechanism for resolving disputes between the aggrieved investors and the financial institutions.”

inversores puedan adoptar decisiones con conocimiento de causa; b) El gran número de reclamaciones indica que las entidades financieras no han cumplido con sus obligaciones de proteger al cliente; c) Las normas de conducta de los intermediarios se deben completar con prohibiciones de comercialización de ciertos productos a determinadas categorías de inversores; d) la educación financiera no ofrece los resultados esperados, y hay que reconocer que el mensaje clave de «no invertir en lo que no se entiende» no parece haber llegado al público inversor. Tras estas consideraciones, el informe deja abierta la posibilidad de que ciertos productos sólo puedan ser comercializados entre determinadas categorías de inversores.

e) *Lecciones del carácter previsor de los canadienses*

El sistema bancario canadiense es uno de los que ha resultado más inmune a la crisis financiera. A esta estabilidad puede haber contribuido la revisión del sistema que se realizó en mayo de 2006, muy orientada a la protección del cliente. Según uno de los estudios incluidos en esa revisión del sistema, las autoridades financieras deben reconocer las limitaciones de los inversores minoristas que se ven afectados por exceso de confianza y credulidad en sus relaciones con las entidades financieras, lo que les lleva a la toma inadecuada de riesgos y a la falta de diversificación de sus inversiones.⁴³ No debe sorprendernos, dada su falta de criterio y de conocimientos, que los inversores minoristas confíen de forma ciega en los consejos de los intermediarios. El problema es que pueden llegar a ser demasiado confiados y que esta confianza ciega no sea siempre bien correspondida. El hecho es que pocos inversores cuestionan la cualificación de los empleados de banca y que pocos entienden los conflictos de interés que derivan de los incentivos que se reparten por la venta de los productos. Tal vez, dicen esos autores, habría que pasar del «conoce a tu cliente» al «conoce a tu asesor». Por estas razones, los reguladores deben poner especial atención en las prácticas comerciales de los intermediarios.

§ 3.2. ARQUITECTURA INSTITUCIONAL

Las autoridades del mercado financiero tienden a mirar hacia los problemas sistémicos, y las autoridades de protección de los consumidores a menudo piensan que los servicios financieros con un área para los especialistas de las autoridades financieras. El resultado es que nadie se ocupa del consumidor financiero como se deduce del resultado de diversas encuestas.⁴⁴ Para superar este problema, el marco institucional de protección al inversor también está cambiando. Surgen autoridades especializadas en la protección del consumidor financiero.⁴⁵

En España se anunció un acuerdo de reforma de la supervisión financiera con dos autoridades (*Twin Peaks*).⁴⁶ Según este modelo, el Banco de España pasaría a

⁴³ Richard Deaves, Catherine Dine y William Horton, “How Are Investment Decisions Made?”, Canadá, mayo 2006.

⁴⁴ Jacqueline Minor, Consumer Protection in the EU: Searching for the Real Consumer, European Business Organization Law Review, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 163-168.

⁴⁵ Consumer Financial Protection Bureau (US), Financial Conduct Authority (UK).

⁴⁶ Gonzalo Gil y Julio Segura, “La supervisión financiera: situación actual y temas para debate”, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, mayo 2007, pp. 10-40.

ser la autoridad prudencial encargada de velar por la solvencia de todas las entidades financieras y la CNMV quedaría encargada de la aplicación de las normas de conducta de las entidades frente a la clientela. Conviene señalar que durante unos años quedó configurada una institución que habría servido para proteger al cliente de la conducta oportunista de los bancos. Nos estamos refiriendo a los Comisionados, que nunca fueron nombrados pese a las reiteradas solicitudes realizadas por el Defensor del Pueblo.⁴⁷

En la situación actual, con un grave deterioro de la confianza de los ahorradores en las entidades financieras y en los supervisores, consideramos que debería crearse un organismo similar al que existe en otros países, partiendo del modelo recogido en los comisionados, para proteger de modo específico al consumidor financiero, con capacidad para resolver sus reclamaciones.⁴⁸

§ 3.3. PREMISAS PARA UNA MEJOR REGULACIÓN

El ambiente político es favorable a la protección del consumidor financiero, sobre todo tras los rescates bancarios.⁴⁹ En este marco, la protección del consumidor financiero se presenta como algo necesario, objetivo compartido incluso por la industria financiera. Del mismo modo que existen unas medidas tempranas para ayudar a los bancos en dificultades, desde el lado del consumidor se plantea el establecimiento de sistemas de alerta temprana de los abusos bancarios.⁵⁰

La gestión de la crisis financiera que comienza en el verano de 2007 ha pasado por dos fases. La primera preocupada por la solvencia de las entidades y el riesgo del conjunto del sistema, cuyas bases se sientan en la reunión del G-20 en Washington en noviembre de 2008. La segunda fase, en la que nos encontramos más centrada en la protección del consumidor financiero, para restaurar su confianza. De la revisión de las normas de solvencia de los bancos se ha pasado a una reconsideración de las normas de protección de la clientela. La normativa

⁴⁷ Los comisionados fueron creados por la Ley Financiera de 2002 cuyo reglamento fue aprobado por decreto de 20 de febrero de 2004. Según esta normativa existen tres comisionados: el Comisionado para la defensa de los servicios bancarios, el Comisionado para la defensa del inversor y el Comisionado para la defensa del asegurado y del partícipe en planes de pensiones. Para ser nombrado comisionado se requiere contar con reconocido prestigio en el ámbito financiero con diez años de experiencia profesional. Su mandato tiene una duración de cinco años y no es renovable. Una vez nombrados quedan adscritos a cada uno de los supervisores financieros, quienes deben darles el soporte técnico y administrativo para el cumplimiento de sus funciones. Gozan de autonomía para fijar los criterios y directrices aplicables al ejercicio de sus funciones, actuando con independencia frente al supervisor al que quedan adscritos.

⁴⁸ La Comisión de Seguimiento prevista en el acuerdo del Partido Popular y Partido Socialista Obrero Español, de 29 de enero de 2013, parece más un órgano *ad hoc* para tratar de resolver el problema de las participaciones preferentes que un organismo estable de protección del consumidor financiero.

⁴⁹ A esta situación responden medidas más controvertidas como los impuestos a las transacciones financieras, la denominada Tasa Tobin, por ser el premio nobel que inicialmente la propuso.

⁵⁰ Enfoque de AMF, The AMF's New Strategy Proposals (2010), basado en el Informe Delétré de 2009, y de FSA. Véase Niamh Moloney, "The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?", *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pág. 186, nota 89.

anterior a la crisis se orientaba a fortalecer la transparencia para hacer responsable al inversor de sus decisiones financieras evitando establecer límites a la libertad de contratación. Se alertaba entonces de los peligros de la intervención sobre los productos al limitar la innovación financiera y la capacidad de elección de los consumidores. Había que evitar la sobrerregulación. Sin embargo de la crisis está surgiendo una normativa más intervencionista, protectora del consumidor de productos financieros.

La industria y la CNMV coinciden en que la transparencia aporta una solución adecuada. Consideran que el modelo de Documento de información esencial elaborado por la Comisión Europea para la comercialización de fondos de inversión,⁵¹ garantiza una información útil para el inversor. Hay coincidencia en que lo relevante no es la cantidad de información, sino la claridad del mensaje. No hay que confundir transparencia con mucha información.

Pero la transparencia, aún mejorada a través de la sencillez, resulta insuficiente. Se debe limitar la complejidad de los productos ofrecidos a los clientes minoristas. Un producto muy complejo, como una participación preferente, jamás podrá ser comprendido por un inversor minorista en todas sus implicaciones, y por esta razón siempre resultará inadecuado ofrecerlo a este tipo de clientela. La comprensión de la información juega un papel muy importante. Por otro lado, la debilidad en la cadena de distribución financiera se debe compensar en la fase de la creación del producto, mediante un diseño más simple de los productos.

Diversos estudios señalan que los bancos actúan en muchos casos de forma oportunista al comercializar productos financieros, y estas conductas causan daño a los inversores y comprometen el buen funcionamiento del sistema financiero. Luego, cabe concluir que existe un impacto económico como consecuencia de la pérdida de confianza de los inversores. Además hay que tener en cuenta que en un momento de retirada de muchas de las prestaciones del Estado de Bienestar, la protección del ahorro a largo plazo con destino a la jubilación, es una cuestión de interés general.

§ 3.4. RELACIÓN DE MEDIDAS PREVENTIVAS

Una vez analizado el problema de la comercialización inadecuada de productos financieros entre la clientela minoristas, el marco legal aplicable y las premisas para mejorar la regulación, incluyendo las consideraciones que surgen de los informes realizados en otros países, es el momento de plantearnos que podemos hacer en España para mejorar la comercialización de productos complejos o de riesgo entre clientes minoristas.

A continuación enumerados estas medidas, que van desde la propuesta de reforzar la transparencia hasta la prohibición de comercialización de los productos más complejos y arriesgados.

a) Prohibición de oferta de productos inadecuados

⁵¹ Key Investor Information Document (KIID).

La banca debe abstenerse de ofrecer a los clientes productos financieros no adecuados a sus necesidades.⁵² Esta norma ya existe pero no se cumple. Habrá que reforzar el control, si es necesario agravando las sanciones. La CNMV debería proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos de alto riesgo en las sucursales de las entidades de crédito, hasta que se apruebe una reforma legal que garantice la adecuada protección del consumidor financiero.

b) *Reforzar la transparencia*

La transparencia y la claridad son esenciales para que el inversor pueda tomar decisiones con conocimiento de causa y para poder comparar entre distintos productos y poder elegir el más adecuado al perfil y objetivos del inversor. Pero la transparencia debe comprender no solo la información de los riesgos sino también la información sobre los gastos, costes y comisiones cobrados o repercutidos por el intermediario. Además se debe informar del rendimiento esperado, con diversos escenarios.⁵³

c) *Control en el diseño para lograr productos más simples*

La transparencia sigue siendo un arma importante. Si bien la transparencia debe completarse con la intervención en el diseño y en la comercialización de los productos. Debe implantarse un proceso de validación y etiquetado de productos (similar a los medicamentos y productos alimenticios).⁵⁴ Para ser aprobado el nuevo producto debe satisfacer las necesidades de los inversores. Los productos estructurados cada vez más complejos han sido criticados por trasladar al cliente riesgos y carecer de utilidad para satisfacer sus necesidades. Para evitar este problema debe existir un proceso de validación interna que examine las necesidades de los clientes, la información del producto, el grupo al que se

⁵² Esto ya ocurre con el crédito al consumo que debe ser responsable quedando condicionada la concesión de crédito a la previa evaluación positiva de la solvencia del cliente (Art. 18 Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios). Véase, Pascual Martínez Espín, “Nuevo régimen de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios (Análisis de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios)”, disponible en www.uclm.es/centro/cesco.

⁵³ No basta el *Syntethic Risk and Reward Indicator* (SRRI) que usa la industria.

⁵⁴ Propuesta del Parlamento Belga, en Doc. parl. Chambre 2008-2009, Doc 52 1643/002, p. 549, donde se recoge la siguiente recomendación: “*La commission propose de renforcer la traçabilité des instruments financiers, à l’instar de ce qui se fait mutatis mutandis pour les produits pharmaceutiques (Agence de médicaments) et les denrées alimentaires (Agence fédérale pour la sécurité de la chaîne alimentaire). Ceci s’appliquerait aussi bien au niveau des produits détenus par les institutions qu’aux produits proposés à leur clientèle.*” En esta misma línea el Parlamento Europeo considera necesario que el diseño de los productos de inversión, incluidos los depósitos estructurados, responda a las necesidades y características de los destinatarios, adoptándose medidas para garantizar que el producto se comercialice en el grupo destinatario, correspondiendo al fabricante evaluar si el producto ha respondido a su diseño y determinar si el mercado de destino sigue siendo adecuado (Enmienda aprobada por el Parlamento Europeo, el 26 de octubre de 2012, por la que se añade un apartado 51 bis a la Exposición de Motivos de la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD))).

destina, los canales de distribución, los soportes publicitarios y la información a suministrar para un correcto seguimiento del producto una vez vendido.

d) *Etiquetado de los productos financieros*

La protección del consumidor financiero se vería reforzada con un correcto etiquetado de los productos, que permita al cliente seleccionar los adecuados a sus necesidades y descartar los no adecuados. Además el etiquetado permite comparar entre distintos proveedores con lo que esta comparación supone para la libre competencia. En este sentido, como decía la nota de prensa del Defensor del Pueblo de 20 de junio de 2012, “*un sistema efectivo podría ser, por ejemplo, un código de colores sencillo e intuitivo, como los que utilizan los semáforos, en el que el verde indicara un riesgo bajo, el amarillo un riesgo medio y el rojo un riesgo alto*”. Es una propuesta defendida por la doctrina,⁵⁵ que ha sido incluida en el manual de procedimientos de alguna entidad financiera.⁵⁶ En la Unión Europea, ya aplican esta fórmula Portugal y Dinamarca.⁵⁷ Conviene señalar frente a las reticencias de la industria y de algún supervisor, que es preferible la simplicidad del semáforo que otras clasificaciones más sofisticadas sólo comprensibles por los profesionales.

e) *Prohibición de productos complejos de alto riesgo*

La cuestión debatida es si debe permitirse que se ofrezcan a los clientes minoristas productos de complejos de alto riesgo considerando que la transparencia informativa es una herramienta adecuada para mitigar el riesgo de perjudicarlos. Tras la experiencia vivida y los estudios realizados en otros países entendemos que hay que superar el mito de la libre elección del inversor y de su autonomía como sujeto responsable de sus decisiones. Ciertos productos no deben ser distribuidos entre los consumidores, para evitar de este modo que les causen daño. La tendencia es hacia una tolerancia cero hacia conductas de los intermediarios que puedan dar lugar a perjuicios no informados a los consumidores. En esta línea se sitúan los planteamientos del Reino Unido, donde la FSA ha cambiado radicalmente su estrategia en la protección al cliente. Este cambio, hacia la intervención en los productos en protección del consumidor, está

⁵⁵ "Ante la creciente complejidad de los instrumentos financieros sería aconsejable distinguirlos por categorías. Por ejemplo, se podrían distinguir en tres categorías según su mayor o menor complejidad y riesgo. La categoría roja de instrumentos financieros de alto riesgo y gran complejidad cuya distribución quede prohibida a los inversores no profesionales. La categoría amarilla de instrumentos de riesgo medio y de cierta complejidad que podrán ser vendidos a los inversores no profesionales siempre que les sea recomendado por un asesor independiente, a modo de receta del médico de cabecera. Y por fin, la categoría verde de los instrumentos más simples y de menor riesgo que podrán ser directamente comercializados entre los inversores no profesionales" (Fernando Zunzunegui, "Hacia un estatuto del inversor", Revista de Derecho del Mercado Financiero , Working Paper 1/2006, diciembre de 2006, pág. 14, nota 30; publicado también en Anuario Euro-Peruano del Derecho del Comercio, núm. 2/3, Perú, 2007, pp. 21-52).

⁵⁶ Manual de Procedimientos del Grupo Santander para la comercialización minorista de productos de inversión, de 5 de marzo de 2004.

⁵⁷ Regulamento da CMVM n.º 2/2012, Deveres Informativos Relativos a Produtos Financeiros Complexos e Comercialização de Operações e Seguros Ligados a Fundos de Investimento (Portugal); y Executive Order no. 345 of 15 April 2011, on Risk-Labeling of Investment Products Executive (Dinamarca).

marcando la agenda europea. En España, ya han existido iniciativas parlamentarias en esa dirección.⁵⁸

La regulación financiera tiende hacia una mayor sensibilidad hacia el inversor minorista como consumidor vulnerable de productos financieros potencialmente tóxicos.⁵⁹ La sociedad en su conjunto se beneficia cuando los inversores toman decisiones fundadas con conocimiento de causa. Con decisiones más prudentes los ciudadanos se preparan mejor para su jubilación y tienen menor necesidad de recurrir a la red de seguridad del Estado del Bienestar.

f) *Contrato marco para el ahorrador*

Debería aprobarse un modelo de contrato marco de servicios financieros que incluya la prohibición de ofrecer al cliente productos complejos.⁶⁰ De tal modo que para poder ofrecerle o para poder contratar productos complejos será necesaria la previa solicitud del cliente y la firma de otro contrato en el que figure de forma destacada la advertencia de que con la firma de ese contrato se abre la posibilidad de perder los ahorros. Este sistema es preferible a la creación de una Lista Robinson de inversiones de riesgo, de tal modo que cualquier persona que desee que su ahorro no sea invertido en productos de riesgo podría inscribirse en dicha lista. Según esta propuesta los intermediarios antes de ejecutar una orden de compra de un producto de riesgo deberían comprobar que el cliente no figura en el listado.⁶¹ Pero mejor sería, conforme a la normativa MIFID, considerar a todo cliente de sucursal inversor minorista y como tal merecedor del máximo grado de protección. De tal modo que se le debería ofrecer un modelo de contrato, por defecto, en el que el servicio de intermediación quedase limitado a productos verdes, aquellos en los que no queda comprometido el capital invertido. Bajo ese marco contractual el banco tendría prohibido la oferta de productos de riesgo en

⁵⁸ Véase la Proposición de Ley sobre operaciones de canje de participaciones preferentes, del Grupo Parlamentario Socialista, de 1 de junio de 2012, que propone añadir una disposición final quinta a la Ley del Mercado de Valores, declarando que: “*queda prohibida la comercialización, por cualquier entidad, de participaciones preferentes entre la clientela minorista*”. (BOCD, serie B, núm. 75-1, de 8 de junio de 2012. En el mismo sentido la enmienda de Izquierda Plural destinada a prohibir la comercialización de deuda perpetua y otros activos de riesgo entre clientes minoristas (BOCD, serie A, núm. 23-2, de 26 de octubre de 2012, pág. 5).

⁵⁹ Conviene acuñar la distinción entre los ahorradores prudentes e inversores tomadores de riesgo: ‘*prudent savers*’ and ‘*robust risk-takers*’ (Moloney, ob. cit.). La distinción entre ahorradores y jugadores es utilizada con frecuencia en los informes encargados por la Comisión Europea. Así, Optem Report for the EU distingue entre familias inversoras (household investors), ahorradores prudentes, quienes procuran inversiones seguras, que deben ser tratados como consumidores, o jugadores (gamblers), quienes están preparados para tomar riesgos” (Pre-Contractual Information for Financial Services, Qualitative Study in The 27 Member States, Summary Report, enero 2008). A su vez, French TNS-Sofres Report distingue entre inversores expertos, capaces de controlar el riesgo a través de la diversificación, y los pequeños inversores (small investors) que no desean tomar riesgo y quieren productos seguros (TNS-Sofres, Investigation of Investment Information and Management Processes and Analysis of Disclosure Documents for Retail Investors (2006), Report for the AMF, at p. 8).

⁶⁰ En la Ley de Servicios de Pagos (art. 18 y ss.) y en la Ley del Mercado de Valores (art. 79 ter) ya se exige la firma de un contrato marco que debe ser firmado con carácter previo a la prestación de servicios al consumidor financiero.

⁶¹ V. Fernando Gomá, “Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo”, 10 de octubre de 2012, en HayDerecho.com.

los que el cliente podría llegar a perder parte del capital invertido. Para poder ofrecerle al cliente productos de riesgo sería necesario suscribir otro contrato en el que de forma destacada en la primera página y en la antefirma debería figurar la advertencia de que al firmarlo se abre la puerta a perder el principal en inversiones financieras.

g) *Educación financiera*

La educación financiera debe continuar pero reconociendo que sus efectos se podrán obtener a medio y largo plazo. Es solo una herramienta complementaria en la protección del inversor. No se puede confiar en la educación financiera para superar la asimetría informativa que separa a los intermediarios de los consumidores financieros y convertir de este modo a los en inversores en sujetos autónomos responsables de sus decisiones.

h) *Control de incentivos*

La remuneración de los empleados bancarios no debe entrar en conflicto con la obligación de proteger el interés de los clientes.⁶² Los asesores que se presenten frente al cliente como independientes deben cobrar sólo del cliente, quedando prohibida toda retrocesión de comisiones por parte de fabricantes o intermediarios.

i) *Nueva autoridad de protección del consumidor financiero*

Como ya existe en Estados Unidos y en el Reino Unido, debería establecerse una autoridad encargada de la protección del consumidor financiero, independiente tanto del Gobierno como de los supervisores financieros. Esta autoridad debería tener la capacidad de actuar en nombre de los consumidores, con el fin de obtener indemnizaciones destinadas a reparar el perjuicio ocasionado por las malas prácticas.⁶³

§ 4. MEDIDAS PALIATIVAS

Este apartado se ocupa de las propuestas para paliar la situación de las personas perjudicadas por la inadecuada comercialización de participaciones preferentes ante falta de información o falta de adecuación al perfil del cliente.

⁶² Enmienda aprobada por el Parlamento Europeo, el 26 de octubre de 2012, por la que se añade un apartado 52 bis a la Exposición de Motivos de la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) (COM(2011)0656 – C7-0382/2011 – 2011/0298(COD)), según la cual: “*La remuneración de los empleados encargados de vender o asesorar sobre inversiones no debe, por lo tanto, depender únicamente de los objetivos de venta o de los beneficios para la empresa de un instrumento financiero específico, ya que ello crearía incentivos para facilitar información que no es justa, clara y no engañosa y para hacer recomendaciones que no redundan en el mayor interés del cliente.*”

⁶³ Facultades similares a las que tiene la SEC (Fair Fund), que desde que se estableció en 2002 han permitido distribuir 4.600 millones de dólares entre los afectados de fraudes y otros abusos financieros (véase: IOSCO: *Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products*, febrero, 2012, p. 48, nota 131).

No se puede generalizar.⁶⁴ Hay que actuar caso por caso, para reparar a quien haya sido agraviado. Los inversores que adoptaron decisiones de inversión con conocimiento de causa deben asumir las consecuencias de sus decisiones. Hay que indemnizar sólo a aquellos clientes que no fueron informados de los riesgos o que por su falta de conocimientos y experiencia no podían comprender el producto. Los experimentados que fueron informados no tienen derecho a ser indemnizados. El inversor informado asume el riesgo de mercado.

Hay múltiples vías de reclamación abiertas a los clientes. Se puede reclamar ante la CNMV o, en caso de que lo acepte la entidad, recurriendo a árbitros de consumo, buscando una transacción con la entidad o un laudo que decida sobre la controversia. Y en cualquier momento se puede acudir al juez con una querrela o una demanda civil. Hay prejudicialidad penal, lo que significa que abiertas las diligencias penales se suspenden las acciones civiles. También se puede reclamar la responsabilidad patrimonial de la Administración, acción autónoma que no se suspende por la apertura de las diligencias penales.

La gravedad del problema aconseja una gestión política más allá de las vías ordinarias de reclamación. No obstante, las soluciones alternativas que se propongan deben valorar los costes y los beneficios atendiendo a su impacto tanto en los clientes afectados por las malas prácticas como en las entidades y en el conjunto del sistema.

Además hay que tener en cuenta que en la regulación financiera existe un principio de igualdad de trato del inversor y los clientes afectados por la comercialización inadecuada de otras emisiones de participaciones preferentes u otros productos de similar riesgo y complejidad podrían invocar las medidas ofrecidas a los titulares de participaciones preferentes de entidades rescatadas en su propio beneficio. En suma, podría existir un efecto llamada en busca de reparación que debe ser valorado al tomar la decisión de compensar de algún modo a los titulares de participaciones preferentes.

§ 4.1. EL ARBITRAJE BAJO CONTROL DEL BANCO

El arbitraje es una solución que debe ser aceptada por el banco y el cliente. NovaGalicia Banco y Catalunya Banc están ofreciendo acudir al arbitraje de consumo a determinados clientes seleccionados por la propia entidad a través de un asesor externo, en concreto PWC para NovaGalicia Banco, y Ernst & Young, para Catalunya Banc. Respecto a Bankia, se ha anunciado que para esta función de filtro se ha contratado a KPMG. Esta actuación pudiera resultar contraria al principio de igualdad de trato del inversor que preside la regulación financiera. Todos los clientes que hayan adquirido un mismo tipo de producto con una entidad tienen derecho a recibir la misma oferta de arbitraje.⁶⁵ Además no es

⁶⁴ Como dice Manuel Castilla: “Ciertamente, la licitud del proceso que ha llevado a centenares de miles de inversores insofisticados a la adquisición de las participaciones preferentes emitidas por nuestras entidades de crédito para capitalizarse no admite generalizaciones. Cada emisor, cada clase de preferentes, cada inversor y hasta cada negocio de inversión en ellas implica circunstancias de hecho diferentes potencialmente relevantes para juzgar la legalidad de su adquisición”, ob. cit. p.15.

⁶⁵ Este principio estaba recogido en la disposición adicional primera del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros

correcto elegir al auditor del banco, en particular si está comprometido como consultor o auditor en la emisión de preferentes.⁶⁶

§ 4.2. COMISIÓN DE SEGUIMIENTO

Tal vez por esta razón, los dos partidos mayoritarios han acordado crear una comisión de seguimiento de los procedimientos de arbitraje.⁶⁷ Esta iniciativa propone crear una comisión presidida por la presidenta de la CNMV, como responsable de la comercialización de las participaciones preferentes, bajo la vicepresidencia de un representante del Banco de España, quien ha debido velar por la reputación de las entidades comercializadoras, e integrada también por representantes del Instituto Nacional de Consumo, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, las Consejerías de las Comunidades Autónomas que han participado en los procesos de arbitraje y el Consejo de Consumidores y usuarios. El objetivo de esta comisión sería la de fijar los criterios objetivos que deberían ser utilizados para el proceso de filtro de solicitudes de arbitraje y rendir

Obligatorios, bajo el rótulo “Igualdad de trato entre los clientes de Entidades”, decía: “*La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, en el marco de sus respectivas competencias, cuidarán de que las normas sobre protección a la clientela contenidas en el presente Real Decreto no produzca desigualdad de trato entre los clientes en razón del tipo de entidad con la que operen.*” De hecho es uno de los principios destacados de la normativa sobre mercados de valores por el Banco de España: <http://www.bde.es/clientebanca/derechos/regulacion/fichas/ficha16.htm>. Es un principio que también impera en el Derecho societario, donde es expresión de la necesaria igualdad en la distribución de beneficios (véase STS 3-X-2002). Es un principio mencionado en el art. 43 del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva así como por IOSCO en este mismo ámbito de la inversión colectiva (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>). Principio también presente en Derecho comunitario. Mencionado en la exposición de motivos del Reglamento (UE) n° 583/2010 de la Comisión de 1 de julio de 2010 por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web (DOUE-L-2010-81245). Véase: Federico M. Mucciarelli, “Equal treatment of shareholders and European Union law. Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice”, ECFR 1/2010, págs. 158-167. A su vez, la Comisión Europea reconoce que las normas de transparencia se justifican “*in order to ensure the equal treatment of investors and a level playing field in financial sectors*” (Draft of Commission Regulation (EU) implementing Directive 2009/65/EC). El principio de igualdad de trato también se recoge en el art. 14 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, según el cual: “*Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.*”

⁶⁶ Según información disponible en la CNMV: PWC ha sido el auditor de la sociedad emisora de las participaciones preferentes asumidas por NovaGalicia Banco; Ernst&Young ha sido el evaluador de las participaciones preferentes de Caja Canarias y de Caixa Laietana; y KPMG, encargado de filtrar los arbitrajes de Bankia, ha actuado como evaluador de las condiciones económicas de emisiones de participaciones preferentes, en concreto las emisiones de Caixa Galicia Preferentes, Serie D, de 5 de marzo de 2009, y Serie E, de 15 de septiembre de 2009, y de la Serie X, de junio 2008, de Santander Finance Capital, S.A., Unipersonal.

⁶⁷ Nota sobre procedimientos de arbitraje de preferentes en entidades de crédito nacionalizadas, de 29 de enero de 2013.

cuentas al Parlamento y al Gobierno del proceso, elaborando propuestas de mejora del sistema de comercialización de productos financieros.

La creación de esta comisión, implicando a la CNMV en el proceso, es un paso en la buena dirección, pero resulta insuficiente. Aunque se fijen por esta comisión de representantes de las administraciones públicas los criterios para el filtro de las solicitudes, la criba queda en manos privadas, bajo personas vinculadas a una de las partes,⁶⁸ y si se cumplen los anuncios en manos de auditoras que han participado en la valoración de las emisiones de las participaciones preferentes objeto de la controversia.

§ 4.3. LA CNMV COMO GESTOR NATURAL DE LAS RECLAMACIONES

La regulación financiera contempla la actuación de la CNMV como gestor de las reclamaciones de los clientes afectados por la inadecuada comercialización de productos financieros.⁶⁹ Tras reclamar a la entidad y no verse satisfechos, los clientes pueden acudir al Servicio de Reclamaciones de la CNMV. Este organismo tiene la competencia técnica y los medios para hacer frente a este tipo de reclamaciones. Es una Administración pionera en el uso de medios electrónicos y podría crear con mucha facilidad una ventanilla electrónica para atender a los afectados por las participaciones preferentes. La gestión documental es relativamente sencilla pues toda la documentación relevante para acreditar la información al cliente debe estar en poder del banco, y al cliente le puede bastar con completar la solicitud de reclamación. Hay que tener en cuenta que es al banco a quien le corresponde la carga de la prueba de la obligación de informar y que es el banco quien tiene la obligación de mantener un registro de órdenes y un archivo de los contratos, a lo que se añade la llevanza de las cuentas de efectivo y de valores. En suma, abierto el expediente de reclamación es el banco el que puede y debe entregar a la CNMV copia de la documentación que resulta determinante para resolver sobre la concurrencia o no de una mala práctica en la comercialización del producto. El cliente podrá añadir notas manuscritas, correos electrónicos u otros documentos que contribuyan a clarificar la relación mantenida con el banco.

El único inconveniente de esta solución es la falta de carácter vinculante de los informes del Servicio de Reclamaciones de la CNMV. De hecho, desde que se inició la crisis financiera cada vez es más frecuente que las entidades desatiendan al cliente aunque este haya recibido un informe favorable de la CNMV. No obstante, ante la situación excepcional en que nos encontramos se podría acordar con los bancos rescatados con ayudas públicas, cuyos administradores son

⁶⁸ En contra de lo dispuesto en el art. 1256 del Código civil, según el cual: “*La validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes.*”

⁶⁹ Real Decreto, 303/2004 de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros. (Modificado por la disposición transitoria quinta, de la Ley 2/2011 de economía sostenible, que deroga todo exceptuando los artículos 7 al 15 del presente reglamento), desarrollado por Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

personas de confianza de las Administraciones públicas, que en las reclamaciones relativas a participaciones preferentes se comprometan a aceptar y cumplir las resoluciones del Servicio de Reclamaciones de la CNMV. De tal modo que, si la CNMV da la razón al cliente, el banco procederá a indemnizar al cliente por el daño causado, por ejemplo, mediante la recompra de los títulos por el importe pagado en el momento inicial de adquisición de las participaciones preferentes menos los cupones recibidos. Esta sería la reparación que recibirían en caso de que un tribunal declarara la nulidad del contrato. Por lo demás, esta fórmula reparte de algún modo la pérdida y crea un incentivo para que el cliente sea más diligente en el futuro.

La opción por el arbitraje de consumo no resulta deseable. Las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas carecen respecto de la contratación de productos financieros de los conocimientos técnicos de la CNMV. Aunque la CNMV contribuya a fijar criterios no existen garantías de alcanzar soluciones homogéneas y equitativas. Tampoco goza la CNMV de facultades de coordinación sobre las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas. Y el conflicto territorial que existe en España impide avanzar en ese sentido.

Desde la perspectiva del cliente, acudir a la CNMV tiene la ventaja de que no cierra la vía judicial. Sin embargo, acudir al arbitraje excluye la vía judicial.

Por todas estas razones, consideramos conveniente centralizar en la CNMV la gestión de las reclamaciones por la inadecuada comercialización de las participaciones preferentes.

CONCLUSIONES

En el presente informe nos hemos acercado al sistema de comercialización de participaciones preferentes desde la perspectiva de la protección del cliente con el fin de identificar posibles desequilibrios y malas prácticas, con el fin de proponer mejoras en el sistema y propuestas de reparación para los ahorradores más perjudicados. En este apartado vamos a recoger unas sucintas conclusiones, incluyendo una tabla con las medidas que se proponen.

Las participaciones preferentes son productos financieros complejos de alto riesgo colocados en las sucursales de las entidades de crédito como una alternativa a los depósitos a plazo. Bancos y cajas las ofrecieron como si fueran renta fija rentable con un cupón seguro, cuando en realidad se trata de renta variable de escaso atractivo con problemas de liquidez, cuya rentabilidad queda condicionada a la buena marcha del emisor. Constituyen recursos propios para la banca y deuda perpetua para los inversores.

Los ahorros de miles de familias han quedado perjudicados. Las reglas del mercado dejan a su riesgo a los clientes de mala fortuna. Si se dejaron tentar por la rentabilidad, que ahora, cuando fracasan sus inversiones, no se quejen de haber perdido su dinero. Con la crisis también los que han invertido en acciones han perdido parte de sus ahorros. ¡Caveat emptor! Y así debe ser cuando el mercado funciona con transparencia, es decir, cuando el consumidor elige conociendo los riesgos. Pero las participaciones preferentes fueron ofrecidas con información engañosa sobre su rentabilidad y liquidez, ocultando sus riesgos. Nunca se informó de que eran híbridos con problemas de liquidez y rentabilidad condicionada a la obtención de ganancias.

Desde la banca se alega que si los clientes no sabían debían haber preguntado antes de comprar. Pero los clientes según la información recibida de las entidades creían estar adquiriendo renta fija con unos cupones seguros, que en cualquier momento podían rescatar. Además según les fue presentado en las sucursales era un producto preferente, adecuado a su perfil. Siendo así, ¿por qué desconfiar del banco de toda la vida que además había tomado la iniciativa de ofrecer el producto? Con información clara sobre lo que compraban, renta fija con un cupón atractivo, no era necesario preguntar. Según ha confesado la CNMV, la banca mantenía liquidez de forma ficticia, recolocando las preferentes en otros clientes de la misma sucursal. Estas malas prácticas eran posibles gracias a la opacidad de AIAF, mercado de renta fija en el que se negociaban las preferentes. Precisamente ha sido la reforma de AIAF, lo que ha puesto en evidencia la situación de las preferentes. Al divulgarse precios y posiciones, los inversores han podido conocer que lo que habían comprado no era lo ofrecido.

El fallo del sistema de protección del inversor se produce, como todo accidente por concatenación de diversas causas entre las que se encuentran la comercialización de productos financieros complejos y de alto riesgo entre clientes minoristas, el conflicto de interés que plantea la colocación de productos propios para reforzar la solvencia del emisor, junto al incumplimiento de las normas de conducta, en particular la que obliga a abstenerse de ofrecer productos inadecuados y la que prescribe advertir de los riesgos del producto que se contrata.

A continuación recogemos una tabla que incluye las medidas preventivas destinadas a mejorar el sistema de comercialización de productos complejos y la solución paliativa que pasa por gestionar las reclamaciones a través del Servicio de Reclamaciones de la CNMV, con el compromiso de los bancos de aceptar sus resoluciones como si fueran vinculantes.

Causas del problema

- I. La banca ha comercializado de forma indiscriminada participaciones preferentes en sus sucursales, movida por su propio interés en reforzar sus recursos propios.
- II. La banca comercializadora se aprovechó de la confianza y desconocimiento de los clientes.
- III. En esas circunstancias los clientes adoptaron decisiones de adquisición de participaciones preferentes sin conocimiento de causa, ocasionándoles importantes perjuicios.
- IV. Estas prácticas irresponsables afectan a la reputación de las entidades y hacen perder la confianza en el sistema financiero.

Marco legal

- V. El marco legal se basa en la transparencia y en la adecuación del producto al perfil del cliente. De haberse aplicado el marco legal se habría evitado la comercialización indiscriminada de las participaciones preferentes en las sucursales de las entidades de crédito por ser un producto inadecuado para los inversores minoristas, según criterio del Banco de España y la CNMV. Tenemos un buen marco legal, pero ha faltado su aplicación efectiva.

Justificación de las medidas

- VI. No se puede hacer recaer en los inversores las pérdidas de decisiones no informadas.
- VII. La búsqueda de una reparación a los clientes que se han visto afectados se justifica por la actuación oportunista de las entidades.
- VIII. La reparación también se justifica como una medida para recuperar la confianza de los clientes en las entidades, dañada como consecuencia de su conducta oportunista.
- IX. La protección del ahorro a largo plazo con destino a la jubilación, es una cuestión de interés general.

Medidas preventivas

- X. La banca debe abstenerse de ofrecer a los clientes productos financieros no adecuados a sus necesidades.
- XI. La CNMV debería proponer al sector una moratoria en la comercialización de productos complejos o de alto riesgo en las sucursales de las entidades de crédito, hasta que se apruebe una reforma legal que garantice la adecuada protección del consumidor financiero.
- XII. La transparencia debe comprender no solo la información de los riesgos sino también la información sobre los gastos, costes y comisiones cobrados o repercutidos por el intermediario
- XIII. Debe implantarse un proceso de validación y etiquetado de productos similar al que existe para los medicamentos y productos alimenticios. Para ser aprobado el nuevo producto debe satisfacer las necesidades de los inversores a los que va destinado.
- XIV. El Gobierno debería aprobar un contrato marco de servicios financieros que proteja al ahorrador frente a la oferta de productos financieros riesgo.
- XV. La remuneración de los empleados bancarios no debe entrar en conflicto con la obligación de proteger el interés de los clientes.
- XVI. El Banco de España y la CNMV deberían poner al mismo nivel que la protección de la solvencia de las entidades y la protección del consumidor financiero.
- XVII. Debería crearse una autoridad encargada de la protección del consumidor financiero, que fuera independiente tanto del Gobierno como de los supervisores financieros.
- XVIII. Debería existir un procedimiento prejudicial de resolución de conflictos, que no vete el acceso a los Tribunales.

Medidas paliativas

- XIX. La CNMV debería encargarse de gestionar caso por caso las reclamaciones por la incorrecta comercialización de participaciones preferentes a través de su Servicio de reclamaciones.
- XX. Las entidades de crédito deberían aceptar como vinculantes las resoluciones del Servicio de Reclamaciones de la CNMV relativas a la comercialización de participaciones preferentes.
- XXI. La utilización del auditor del banco como filtro para seleccionar que inversores pueden acudir al arbitraje es contraria al principio de igualdad de trato de los inversores.

XXII. Las autoridades de consumo de las Comunidades Autónomas carecen de competencia técnica en materia de contratación financiera. La diversidad de laudos puede crear un problema de seguridad jurídica en el mercado financiero.

BIBLIOGRAFÍA BÁSICA

Alonso Espinosa, Francisco José: “Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito”, *Diario La Ley*, Nº 7875, 2012.

Blanco Marcilla, Eduardo: *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía nº 24, CNMV, Madrid, 2007.

Bueno, Naiara, Girbau Pedragosa, Ramón, y Ybáñez Rubio, Javier: “Fusión de cajas de ahorros, participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas y fondo de reestructuración ordenada bancaria”, *Revista de derecho del mercado de valores*, Nº. 8, 2011, págs. 135-160.

Carrasco Perera, Ángel: “Protéjase a quienes NO compraron participaciones preferentes”, *Actualidad jurídica Aranzadi*, Nº 848, 2012, pág. 2.

Castilla Cubillas, Manuel: “Riesgo, información y error en la distribución de participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito”, *Derecho de los negocios*, Año nº 23, Nº 265-266, 2012, págs. 49-68.

Deaves, Richard, Dine, Catherine y Horton, William: “How Are Investment Decisions Made?”, Canadá, mayo 2006.

Fernández del Pozo, Luis: “Gobierno corporativo e híbridos financieros, derechos políticos en cabeza de no-socios: el caso de las participaciones preferentes”, en *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*, coord. por Fernando Rodríguez Artigas, Vol. 1, 2006, ISBN 84-9767-424-3, págs. 571-616.

Fernández del Pozo, Luis: *Las participaciones preferentes: un híbrido financiero supletorio del capital social*, Cizur Menor (Navarra): Civitas, 2005.

FSA, *Product Intervention*, DP11/1, enero, 2011.

Gil, Gonzalo y Segura, Julio: “La supervisión financiera: situación actual y temas para debate”, *Estabilidad Financiera*, núm. 12, mayo 2007, pp. 10-40.

Gomá, Fernando: “Una propuesta sencilla contra los productos financieros tóxicos: un registro de autolimitación de riesgo”, 10 de octubre de 2012, en *HayDerecho.com*.

Iglesias Prada, Juan Luis: “Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros: Cuotas participativas y participaciones preferentes”, *Perspectivas del sistema financiero*, Nº 81, 2004, págs. 45-78.

IOSCO: *Complex products were often sold to elderly and senior investors with little investing experience and market knowledge* (Suitability Requirements with respect to the Distribution of Complex Financial Products, febrero, 2012

Mayorga Toledano, María Cruz: “El problema de las participaciones preferentes: déficit regulatorio o apariencia de protección”, *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, Vol. 2, Nº. 6 (octubre), 2012, págs. 119-136.

Méndez Tojo, Ramón: “Doctrina jurisprudencial sobre la nulidad de los contratos de adquisición de participaciones preferentes”, *Diario La Ley*, Nº 7970, 2012.

Minor, Jacqueline: “Consumer Protection in the EU: Searching for the Real

Consumer”, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 163-168.

Moloney, Niamh: “The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?”, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 02, junio 2012, pp. 169-193.

Mucciarelli, Federico M.: “Equal treatment of shareholders and European Union law. Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice”, *ECFR* 1/2010, págs. 158-167.

Perrone, Andrea y Valente, Stefano: “Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts”, *European Business Organization Law Review*, Volume 13, Issue 01, March 2012, p. 31-44.

Prats Albentosa, Lorenzo: “Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de consumidores”, *Diario La Ley*, Nº 7970, 2012.

Ramos Muñoz, David: “Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku”, *Diario La Ley*, Nº 7970, 2012.

Zunzunegui, Fernando (dir): *Derecho bancario y bursátil*, 2.^a ed., Zunzunegui, Madrid, 2012

Zunzunegui, Fernando: "Hacia un estatuto del inversor", *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Working Paper 1/2006, diciembre de 2006; publicado también en Anuario Euro-Peruano del Derecho del Comercio, núm. 2/3, Perú, 2007, pp. 21-52.

Zunzunegui, Fernando: *Derecho del Mercado Financiero*, 3^a edición, Marcial Pons, Madrid, 2005.
