

Caracterización de las participaciones preferentes (*)

Fernando Zunzunegui

Este artículo se dedica al análisis de las participaciones preferentes, con el fin de caracterizar este controvertido producto financiero.

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.

1.1. 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 liquidez en el mercado secundario es muy escasa,¹ 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*

(*) Extracto del Informe sobre Comercialización de participaciones preferentes entre clientela minorista, de 31 de enero de 2013, elaborado para el Defensor del Pueblo.

¹ 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.

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.

1.2. 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”.*² 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”.*³

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.

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.⁴ 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”.*⁵ Pero siguieron comercializándose como si fueran renta fija y registrándose en los extractos bancarios como

² Eduardo Blanco Marcilla, *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía nº 24, CNMV, Madrid, 2007, pág. 5.

³ Eduardo Blanco Marcilla, *Participaciones preferentes: Rentabilidad de las emisiones*. Monografía nº 24, CNMV, Madrid, 2007, pág. 49.

⁴ CESR Q&A *MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements* (Ref: CESR/09-559).

⁵ Informe Anual de la CNMV, sobre los mercados de valores y su actuación de 2004, pág. 143.

renta fija. Mejor habría sido denominarlas “acciones preferentes” para alertar a los clientes del riesgo asumido.⁶

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.⁷

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 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*”.⁸ 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.⁹ Y la opacidad de este mercado permitía ocultar este problema. Con la creación

⁶ 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_estragico_bankia.pdf

⁷ 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.

⁸ Julio Segura, presidente de la CNMV, en su comparecencia parlamentaria, DOCD, núm. 283, de 26 de mayo de 2009, pág. 22.

⁹ 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*

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.¹⁰

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 mas 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 no son los penúltimos en cobrar en caso de insolvencia del emisor, son lo últimos.¹¹

3. Conclusión

Una vez examinado el producto llegamos a la consideración de que la comercialización participaciones preferentes entre inversores minoristas pudiera constituir una actuación oportunista de las entidades de crédito, y en particular de las cajas de ahorro, que en su propio interés de fortalecer sus recursos propios, han distribuido, bajo la denominación engañosa de «preferentes», este producto financiero sin informar de que no era 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.

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.”

¹⁰ Ante este hecho, alguna asociación de consumidores ha calificado esta situación de “corralito español” (<http://laeconomiadelosconsumidores.adicae.net/?articulo=691>).

¹¹ 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.