



Mayo 2017 - ISSN: 1696-8360



PARTICIPACIONES PREFERENTES: LA NEFASTA EXPERIENCIA ESPAÑOLA

Dr. José Francisco Bellod Redondo

Grupo de Investigación "Economía, Territorio y Medio Ambiente", UPCT

bellodredondo@yahoo.com, jfbellod.blogspot.com

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

José Francisco Bellod Redondo (2017): "Participaciones Preferentes: la Nefasta Experiencia Española", Revista Contribuciones a la Economía (abril-junio 2017). En línea: <http://eumed.net/ce/2017/2/preferentes-espana.html>

Resumen: en este artículo examinamos la experiencia de las "participaciones preferentes", un producto financiero mediante el cual han perdido sus ahorros miles de familias españolas. Se trata de un activo muy utilizado por las entidades financieras para captar recursos de pequeños ahorradores a partir del año 2000. Su emisión masiva se explica por la confluencia de varios factores: la implicación de las Cajas de Ahorros en la burbuja inmobiliaria (1999 – 2007); el colapso de los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers (2008) y la creciente exigencia de la normativa contable de las entidades financieras. Los datos revelan que en 2009 se produjeron masivas emisiones de participaciones preferentes a pesar de que ya en 2008 su liquidez había decrecido drásticamente. Se optó por colocar entre pequeños clientes para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas estaban cada vez menos dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.

Abstract: In this article we examine the experience of "preference shares", a financial product through which thousands of Spanish families have lost their savings. This is an asset widely used by financial institutions to raise funds from small savers as of the year 2000. Their massive emission is explained by the confluence of several factors: the involvement of savings banks in the real estate bubble (1999 – 2007); the collapse of

international financial markets following the bankruptcy of Lehman Brothers (2008) and the growing requirement of accounting standards of financial institutions. The data reveal that in 2009 there were massive issues of preferred shares despite the fact that in 2008 their liquidity had decreased dramatically. It was decided to place among small clients to obtain from them the resources that wholesale investors were increasingly unwilling to put into the hands of banks and savings banks.

Key – words: participaciones preferentes, Bankia, CAM, Lehman Brothers, AIAF, MIFID.

JEL – Classification: G24, G28.

1.- Introducción.

“Participaciones preferentes” es un término que ha cobrado triste notoriedad entre los ahorradores españoles. En los medios de comunicación, en las tertulias, a las puertas de las entidades financieras... aparece de forma recurrente entre quienes han sido afectados por su comercialización. A la prolongada e intensa crisis económica, que ha pulverizado no sólo buena parte de los empleos, sino también ahorros de los ciudadanos españoles, hay que unir el escándalo provocado por la proliferación de este producto financiero: muchos ciudadanos han sido estafados y han perdido sus ahorros en operaciones en las que se comercializaba este tipo de producto.

Se trata de un producto financiero que en el caso español ha recibido escasa atención de los investigadores, probablemente debido a su carácter novedoso. Cabe destacar los trabajos de Alonso González (2001), Iglesias Prada (2004), Alonso Espinosa (2005), Delmás González (2005), Hernangómez (2005), Blanco Marcilla (2007), Carbó Valverde y Rodríguez Fernández (2009), Fernández de Lis et al (2009), Sevillano y Sanchís (2010) y Fernández Benavides (2012).

En las siguientes líneas examinamos la experiencia española. El artículo se organiza como sigue: en el segundo epígrafe presentamos las principales características de estos activos en el caso español; en el tercer epígrafe evaluamos la evolución de su liquidez en la última década; finalmente presentamos las conclusiones.

2.- Participaciones Preferentes: ¿Qué son?.

Las participaciones preferentes son un tipo de activo financiero, es decir, un instrumento para captar ahorro del público (ciudadanos, empresas, fondos de inversión, etc.) y aplicarlo a la financiación corporativa. En cualquier activo financiero, también en las participaciones preferentes, encontramos tres características esenciales: riesgo, rentabilidad y liquidez. “Riesgo” es la probabilidad de perder todo o parte del dinero invertido en la adquisición del activo financiero. “Rentabilidad” es el excedente que obtenemos por encima del dinero invertido. “Liquidez” es la posibilidad de convertir inmediatamente en dinero (vender) el activo financiero.

El activo financiero que cualquier ahorrador desearía contratar sería aquel que le ofreciera un riesgo nulo, una elevada rentabilidad y una elevada liquidez. Eso no es posible: frente a ese activo “ideal”, en el mundo real podemos encontrar activos que destacan positivamente por alguna de esas características, siendo compensados negativamente por otra. Así, hay activos que ofrecen una elevada rentabilidad (por ejemplo bonos de gobiernos del Tercer Mundo, o sumidos en conflictos bélicos, o con una inestabilidad económica o política notable) pero con un riesgo muy elevado (un nuevo gobierno puede decidir no pagar las deudas emitidas por gobiernos anteriores). Hay activos muy líquidos o con poco riesgo en los que podemos disponer de nuestro dinero en cualquier momento (por ejemplo los depósitos bancarios, protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos, FGD) pero ofrecen una rentabilidad exigua.

En definitiva, unas características se compensan con otras: cada ahorrador buscará aquel activo que se ajuste más a sus preferencias personales. Por ello se habla de ahorradores de *perfil conservador* (aquellos que valoran sobre todo que el activo sea poco arriesgado, aunque ofrezca muy poca rentabilidad) o *ahorradores arriesgados* (que valoran sobre todo la rentabilidad aun a costa de adquirir un activo con mucho riesgo). ¿Se respetaron tales preferencias a la hora de colocar emisiones de participaciones preferentes entre los miles de ahorradores minoritarios que tradicionalmente contrataban depósitos a plazo fijo en bancos y cajas?

Hay otras características a tener en cuenta.

Así, hay activos *perpetuos* y activos de *duración limitada*. Los activos perpetuos son aquellos que han sido emitidos con la vocación de durar en el tiempo indefinidamente, si bien existe la posibilidad legal de amortizarlos anticipadamente y devolver el dinero al ahorrador. Las acciones de las sociedades anónimas, por ejemplo, pertenecen a ese grupo: una vez emitidas su poseedor sólo puede recuperar el dinero revendiéndolas, normalmente en la Bolsa; mientras estén en su poder gozará de determinados derechos: al dividendo, a participar en la Junta de Accionistas, etc. Por el contrario, un Bono, una Obligación o una Letra del Tesoro del Reino de España, tienen una duración limitada: pasado el tiempo legalmente establecido¹ el activo se amortiza y el poseedor recupera el dinero invertido en su adquisición².

Además suele distinguirse entre activos de *renta fija* y activos de *renta variable*. En los activos de *renta fija*, el ahorrador conoce desde el inicio qué rentabilidad va a obtener y con qué periodicidad: es el caso de los depósitos bancarios o de la Deuda Pública del Tesoro e incluso determinada deuda de empresas privadas (Pagarés, Obligaciones Ordinarias, etc.)... en el que el emisor se compromete, por ejemplo, a pagar un 3% trimestral. En los activos de *renta variable* no conocemos de antemano qué rentabilidad vamos a obtener. El caso típico es el de las acciones emitidas por sociedades anónimas: obtener dividendo depende de que la empresa obtenga beneficios (cosa imposible de saber a priori) y de que, teniéndolos, la Junta de Accionistas decida repartirlos³.

Poseer un activo financiero confiere dos grandes tipos de derechos a su poseedor: *derechos económicos* y *derechos políticos*. Los derechos *económicos* son los primeros que nos vienen a la mente cuando pensamos en una inversión: derecho a obtener la rentabilidad prometida, derecho a vender el activo, derecho de suscripción preferente,

¹ Para la Letras del Tesoro 3, 6 o 12 meses. Para los Bonos 3 y 5 años. Para las Obligaciones 10 años.

² En realidad recuperamos el llamado “valor nominal”: si lo hemos adquirido en el momento de su emisión estamos recuperando todo el dinero invertido; si lo hemos adquirido en un “mercado secundario” (alguien... normalmente nuestro banco... nos lo ha revendido) puede que recuperamos más o menos de lo invertido, según el valor nominal sea inferior o superior al coste de adquisición.

³ Puede decidir que los beneficios se queden dentro de la empresa para reinvertirlos (“Reservas”) o repartir sólo una porción de ellos.

etc.... Los derechos *políticos* suelen ser menospreciados imprudentemente por el inversor de a pie en la creencia de que su importancia es escasa, sobre todo si el importe que hemos invertido es muy pequeño y nuestro peso en la empresa también: derecho a participar con voz y voto en los órganos de la empresa, derecho de información, etc.

¿Qué lugar ocupan las participaciones preferentes en esta caracterización financiera? La respuesta es muy compleja.

Las participaciones preferentes son un activo de renta fija o variable privada no acumulativa, condicionada, de carácter perpetuo pero amortizable anticipadamente, subordinado y carente de derechos políticos: sin duda una definición francamente indescifrable para el ciudadano de a pie y por ello probablemente se trata de uno de los activos más complejos que puede ofrecer una entidad financiera, razón por la cual inicialmente no estaban pensadas para su comercialización entre el público poco adiestrado en cuestiones financieras.

Ciertamente su denominación es engañosa: las participaciones preferentes no tienen nada de preferente, *no otorgan ningún derecho o privilegio especial a su poseedor*, más bien al contrario ya que le sitúan en una posición muy rebajada en el orden de prelación de acreedores, justo en penúltimo lugar justo antes de las “cuotas participativas”.

Puede emitirse como activo de renta fija o como activo de renta variable, comprometiéndose el emisor a pagar periódicamente una cantidad de dinero (el “dividendo” o “cupón”), que supone un determinado porcentaje sobre el valor nominal⁴. Esa es una de sus características más atractivas: eran el activo de *mayor rentabilidad* entre las emitidas en España. A título de ejemplo en el Cuadro 1 ofrecemos la rentabilidad de las tres emisiones de participaciones preferentes efectuadas por la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM)⁵.

⁴ El valor nominal (si no hay prima de emisión) es el precio por el que el primer adquirente compra el activo. Luego ese activo puede venderse en el mercado (mercado secundario) por un precio que nada tiene que ver con el valor nominal.

⁵ Las emisiones se efectuaron en realidad por una empresa del grupo, CAM Capital S. A. U., radicada en las Islas Caimán, célebre paraíso fiscal.

Cuadro 1

Participaciones Preferentes:
Emisiones de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM)

Serie	Año de emisión	Rentabilidad (a)	Euribor (b)	Rentabilidad esperada primer año (a+b)	Bonos del Estado	Diferencial
A	2001	Euribor a 3 meses + 0,25%	4,27	4,52	5,12	-0,60
B	2002	Euribor a 3 meses + 0,20%	3,32	3,52	4,96	-1,44
C	2009	Fija: 7,35% anual (2 primeros años) Variable: Euribor a 3 meses + 5,9%	1,61	7,35	3,98	+5,42

Fuente: folletos de emisión, CNMV.

Como se advierte en el Cuadro 1, al inicio de la burbuja inmobiliaria, la rentabilidad de las participaciones emitidas por la CAM era notablemente inferior a la de otros productos análogos. Con la emisión de la serie “C” del año 2009 la CAM pasa de ofrecer una prima de 0’2 – 0’25 sobre el Euribor a 3 meses a una prima de 5’9%, muestra inequívoca de la complicada situación financiera de la entidad y de la necesidad de compensar a los inversores por el riesgo potencial. De hecho esto elevó el diferencial entre la rentabilidad esperada de las participaciones de la CAM y los Bonos del Estado, que de ser negativo en los años 2001 y 2002 pasó a +5’42% en la emisión de 2010. Obviamente esa rentabilidad diferencialmente elevada tenía una contrapartida: el riesgo y la relativa iliquidez. Lo cual es perfectamente legítimo siempre que el ahorrador fuera consciente de todas estas características. ¿Se informó de ello a los clientes?.

Se trata de renta privada porque el emisor es una empresa privada, y por tanto carece de la garantía de la deuda pública española emitida por el Tesoro. Son emitidas por una sociedad – vehículo creada expresamente para ello (y habitualmente en un paraíso fiscal), que capta el dinero de los ahorradores comprometiéndose a depositarlo en el banco o caja matriz.

Es un activo de rentabilidad “condicionada” y “no acumulativa”: la obtención del “cupón” o dividendo está subordinado a alguna condición, normalmente la obtención de beneficios. Esta es una característica muy significativa para el pequeño ahorrador acostumbrado a contratar depósitos a plazo fijo: en un préstamo convencional o en un depósito bancario, el pago de intereses al poseedor del activo es un gasto al que tiene que hacer frente la empresa, de no hacerlo el ahorrador puede instar judicialmente el pago de tales intereses. En las participaciones preferentes el pago se asemeja a un dividendo: *no se paga si no hay beneficios* (pago condicionado) y, si un trimestre no se paga por tal razón, el ahorrador pierde para siempre la posibilidad de reclamar el pago porque no se ha generado el derecho a ello (pago no acumulativo).

Se trata de un activo de vida “*perpetua*”: una vez emitidos tienen la vocación de durar indefinidamente, igual que sucede con las acciones de las sociedades anónimas. Esto no significa que el inversor no pueda recuperar el dinero invertido en la compra del activo: puede hacerlo, al igual que las acciones, vendiendo el activo a un tercero en un mercado organizado. En el caso de las participaciones preferentes ese mercado es el AIAF, integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME, la compañía que opera los mercados financieros españoles), comprometiéndose los emisores a solicitar la admisión a cotización de este producto para dotarlo de liquidez. Ahora bien, si por cualquier razón el activo no puede ser vendido, el ahorrador se encontrará encerrado en una suerte de “*corralito*” tal y como ha sucedido en la experiencia española reciente.

También es posible recuperar la inversión inicial si el emisor amortiza anticipadamente estos títulos, por voluntad propia y con autorización del Banco de España.

En caso de liquidarse la empresa (banco o caja emisor), el ahorrador ocupa un lugar muy perjudicado en el orden de prelación de las deudas. Ello implica que serán de los últimos en cobrar después de la extensa lista de acreedores y ello implica el riesgo, nada descartable, de no poder cobrar o hacerlo con una quita o pérdida de capital importante.

Finalmente cabe reseñar que las participaciones preferentes no otorgan derecho político alguno a sus poseedores. Este tipo de derechos han sido tradicionalmente despreciados por el pequeño ahorrador, más interesado en la rentabilidad que en participar en órganos

de dirección de la empresa emisora del activo. Craso error: la experiencia que estamos examinando demuestra que en casos extremos en los que los intereses económicos de los ahorradores se ven amenazados, estos derechos (a la información, a la participación con voz en la Junta de Accionistas...) pueden ser un mecanismo imprescindible de defensa que podría evitar males mayores.

Cuadro 2
Resumen Comparativo

	Activo Financiero			
	Acciones ordinarias	Cuotas participativas	Participaciones preferentes	Obligaciones
Remuneración	Variable	Variable	Fija y/o variable; condicionada	Fija (habitualmente) o variable
Plazo	perpetuo	Perpetuo	Perpetuo amortizable	Con vencimiento
Orden prelación acreedora	Última posición	Última posición	Por delante de las cuota participativas	Por delante de las participaciones preferentes y las cuotas participativas
Derechos políticos	Sí	No	No	No
Derecho de suscripción preferente	Sí	Sí	No	No
Garantías	No	No	Sí	Según emisión

Fuente: elaboración propia a partir de folletos de emisión inscritos en la CNMV.

3.- La proliferación de participaciones preferentes.

A día de hoy hay una sensación común entre los poseedores de este producto financiero: la sensación de haber sido estafados⁶. Miles de clientes han descubierto en los últimos meses que son poseedores de un producto financiero carente de liquidez y que nunca pretendieron contratar⁷.

⁶ De acuerdo con el artículo 248 del Código Penal español, “cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno”.

⁷ Sólo en el caso de la CAM hay unos 54.000 ciudadanos afectados.

Para entender por qué un producto financiero tan complejo acabó en manos de decenas de miles de familias debemos examinar los incentivos de las entidades financieras para su emisión y comercialización. Hasta ahora hemos examinado las participaciones preferentes desde la perspectiva del comprador pero, ¿qué ventaja suponía este tipo de activo financiero para las entidades emisoras en comparación con otros productos? ¿qué les llevó a emitir y comercializar masivamente este producto entre ciudadanos de baja o nula cultura financiera?

Las participaciones preferentes *computan como recursos propios* ya que se trata de dinero obtenido a perpetuidad, ventaja de la que carecen los depósitos a plazo. Así, se trata de una fuente de financiación mucho más estable para una entidad financiera de lo que puedan ser los depósitos a plazo. A efectos de cumplir con los requisitos de solvencia establecidos en los Acuerdos de Basilea⁸, resulta ser un instrumento muy atractivo para un banco o una caja de ahorros. Y especialmente para estas últimas que, al contrario que la banca y por razones legales, no pueden emitir otros activos estables (perpetuos) como puedan ser las acciones.

El intenso crecimiento del crédito durante el boom inmobiliario (1999 – 2007) dejó exhaustos los recursos de las cajas de ahorros: necesitaban cada vez mayor financiación y además financiación estable, con vocación de permanencia, que computase como recursos propios y les permitiera no sólo financiarse sino también cumplir las normas de Basilea, en particular el ratio de “core capital”⁹. Los depósitos a plazo de la clientela no eran suficientes, más que por su cuantía por los plazos de recuperación, dado que es práctica habitual que el ahorrador pueda solicitar en cualquier momento la liquidación del producto y la recuperación del dinero. Y el boom inmobiliario implicaba inversiones con plazos de recuperación muy largos: préstamos hipotecarios a 25 o 30 años; adquisición de terrenos para urbanizar y construir, negocio que implica también un largo periodo de maduración, etc.

⁸ Los Acuerdos de Basilea son normas contables emitidas por el Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS, en inglés), con sede en Basilea, Suiza. El BIS es el banco central de los bancos centrales. Proveen soluciones técnicas y normativas a éstos.

⁹ Se trata del cociente de los recursos propios entre el total de recursos.

Además, los gobiernos españoles que han tenido que lidiar con la actual crisis económica, tanto el del Sr. Zapatero (PSOE, 2004 – 2011) como el del Sr. Rajoy (PP, 2011 –) , promovieron reformas financieras con la pretensión de recuperar el crédito internacional para las entidades financieras españolas¹⁰. Entendieron estos gobiernos (probablemente instados por el Banco de España), que una aplicación exigente de los Acuerdos de Basilea contribuiría a ello, al dotar de más solvencia y transparencia a dichas entidades. Y entre estos acuerdos, era de especial importancia el cumplimiento del ratio de recursos propios entre el total de recursos: el llamado “core capital”. Había que elevar el “core capital” y para ello era imprescindible aumentar la dotación de recursos propios en el pasivo de las entidades financieras.

A partir de ahí podemos interpretar qué sucedió con los ahorradores: las entidades financieras abusaron de la confianza de sus clientes habituales al venderles, sin su conocimiento o sin su consentimiento¹¹, participaciones preferentes: se trataba de clientes confiados, ahorradores conservadores a los que se les endosó este producto cuando creían que estaban contratando un producto tradicional como los depósitos a plazo fijo, que gozaba de la protección del FGD¹². Se trataba de clientes de limitada cultura financiera que aspiraban a obtener una renta periódica con la tranquilidad de poder recuperar el principal en cualquier momento. Como las participaciones preferentes liquidaban el “dividendo” o “cupón” periódicamente el ahorrador no se percataba de que el producto financiero contratado no era en realidad un depósito a plazo fijo.

La presunta estafa se descubrió cuando, debido a la crisis económica, los ahorradores no pudieron recuperar el dinero invertido. En unos casos esto se produjo porque ante el creciente y persistente nivel de desempleo, muchos hogares tuvieron que liquidar

¹⁰ Nos referimos concretamente al Real Decreto Ley 9/2009 de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito; el Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero; y el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

¹¹ Los casos revelados por la prensa nos hablan de clientes cuya firma fue falsificada o clientes analfabetos que firmaban con su huella digital contratos que eran capaces de leer y de interpretar.

¹² El FGD garantiza el cobro de los primeros 100.000 € depositados en bancos y cajas que operan en España.

(vender) sus activos financieros para disponer de liquidez para sus gastos habituales. En otros casos, la estafa se descubrió cuando bancos y cajas de ahorros entraron en situación de pérdidas y suspendieron el pago del “cupón”¹³: el cliente descubrió repentinamente que no percibía los intereses pactados con la periodicidad habitual.

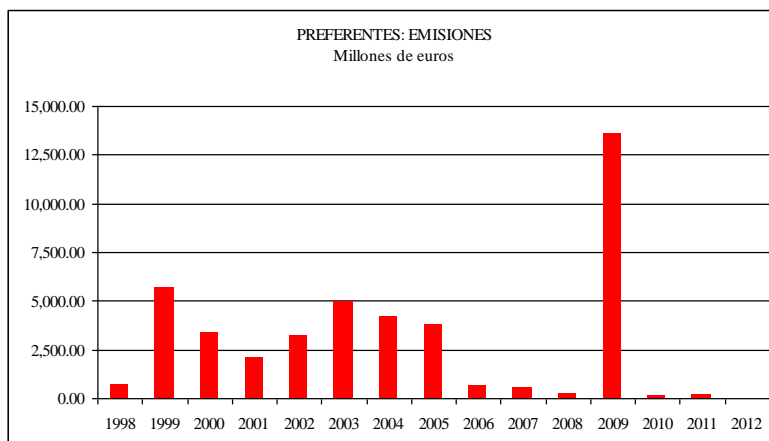
Según los datos que hemos obtenido, las entidades financieras emitieron participaciones preferentes cuando ya era constatable un problema de liquidez en los mercados financieros mayoristas y, particularmente, en el mercado AIAF, por lo que la promesa de liquidez inmediata que se les hacía a los clientes no tenía visos de realizarse ya en el momento de la emisión. Recuérdese que los primeros atisbos de la actual crisis se produce en agosto de 2007, con la intervención masiva de varios bancos centrales en los mercados financieros ante la suspensión de pagos de dos fondos de inversión europeos (gestionados por el banco francés BNP y el alemán IKB); y en septiembre de 2008 se produce la quiebra del centenario banco de inversión Lehman Brothers, momento a partir del cual se despeja cualquier duda sobre el carácter estructural y global de la crisis. Y en ese contexto algunas entidades se embarcan en emisiones masivas de participaciones preferentes¹⁴.

En el Cuadro 3 hemos registrado los datos más relevantes relacionados con la actividad de las participaciones preferentes admitidas a negociación en el mercado AIAF. Puede apreciarse que el año 2009, ya en plena crisis económica, es el año que bate todos los récords en la emisión de este tipo de activos: los mercados financieros mayoristas se habían cerrado a causa de la quiebra de Lehman Brothers, así que podemos suponer que buena parte de las participaciones emitidas ese año fueron comercializadas entre clientes minoristas. De hecho en los años inmediatamente anteriores (2006, 2007, 2008) las emisiones son muy escasas. La fuerte reactivación de las emisiones en 2009 (véase gráfico1) lleva a pensar en una estrategia deliberada por parte de bancos y cajas para captar en los mercados minoristas el ahorro que ya no aportaban los mercados mayoristas, a pesar de que este no era el tipo de activo financiero aconsejable para ellos.

¹³ Recordemos que las participaciones preferentes son un activo de rentabilidad condicionada: solo hay cupón si hay beneficios.

¹⁴ Es el caso de la Caja de Ahorros del Mediterráneo y la emisión de la “Serie C”.

Gráfico 1



Fuente: elaboración propia a partir del Cuadro 3.

Cuadro 3
Actividad de las Participaciones Preferentes en el Mercado AIAF
(Millones de €)

Año	Emisiones	Negociación	Saldo vivo
1998	700	49	700
1999	5,651	702	6,351
2000	3,380	928	9,731
2001	2,060	1,459	11,791
2002	3,166	2,222	14,958
2003	4,974	3,448	19,932
2004	4,174	4,130	18,705
2005	3,781	4,046	22,487
2006	629	4,644	23,116
2007	507	4,489	23,063
2008	246	4,014	23,309
2009	13,553	5,627	33,184
2010	100	4,250	30,892
2011	200	5,810	31,089

Fuente: Estadísticas AIAF.

Los datos que hemos obtenido revelan que las participaciones preferentes siempre han tenido una liquidez muy limitada. Hemos calculado la rotación de este producto así como la del conjunto de valores negociados en el mercado AIAF utilizando la fórmula:

$$rotación = \frac{volumen\ negociado}{saldo\ vivo\ medio} \quad (1)$$

siendo:

$$\text{saldo vivo medio} = \frac{\text{saldo vivo medio}_{\text{diciem.año.t}} + \text{saldo vivo medio}_{\text{diciem.año.t-1}}}{2} \quad (2)$$

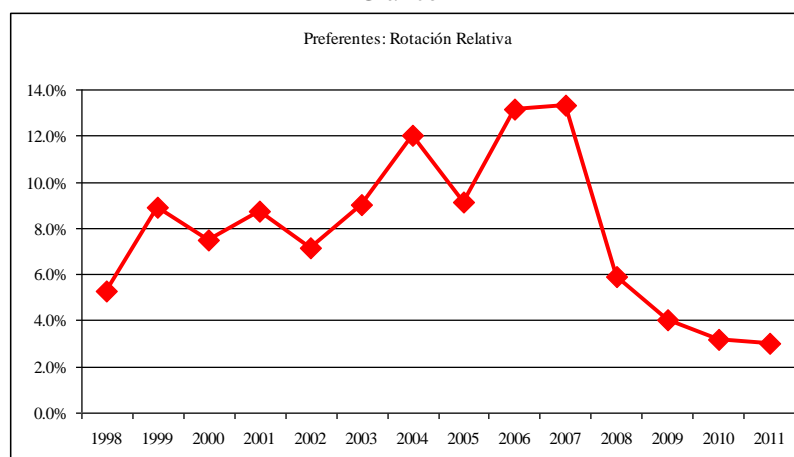
El concepto de rotación nos indica con qué frecuencia cambia de manos un activo financiero a lo largo de un año: cuanto mayor sea, mayor será la probabilidad de poder venderlo y obtener liquidez sin una pérdida de capital significativa. En el Cuadro 4 se muestran los datos necesarios para el cálculo así como los indicadores obtenidos.

Cuadro 4
LIQUIDEZ Y ROTACIÓN EN EL MERCADO AIAF

	Negociación (Millones de €)		Saldo vivo (Millones de €)		Rotación		
	Total AIAF	Participaciones preferentes	Total AIAF	Participaciones preferentes	Total AIAF (a)	Participaciones preferentes (b)	Relativa (b/a)*100
1998	43.119	485	32.429	700	1,33	0,07	5,3%
1999	86.268	7029	69.368	6.351	1,24	0,11	8,9%
2000	99.823	928	78.299	9.731	1,27	0,10	7,5%
2001	140.809	1.458	99.405	11.791	1,42	0,12	8,7%
2002	264.967	2.222	126.942	14.957	2,09	0,15	7,1%
2003	380.189	3.447	197.742	19.932	1,92	0,17	9,0%
2004	566.578	4.130	308.024	18.705	1,84	0,22	12,0%
2005	872.284	4.045	442.417	22.486	1,97	0,18	9,1%
2006	900.201	4.643	588.942	23.115	1,53	0,20	13,1%
2007	1.108.234	4.488	758.559	23.062	1,46	0,19	13,3%
2008	2.400.667	4.013	819.604	23.308	2,93	0,17	5,9%
2009	3.691.802	5.627	870.979	33.183	4,24	0,17	4,0%
2010	3.658.056	4.250	849.979	30.891	4,30	0,14	3,2%
2011	5.444.735	5.810	882.398	31.088	6,17	0,19	3,0%
				Media:	2,41	0,16	7,9%

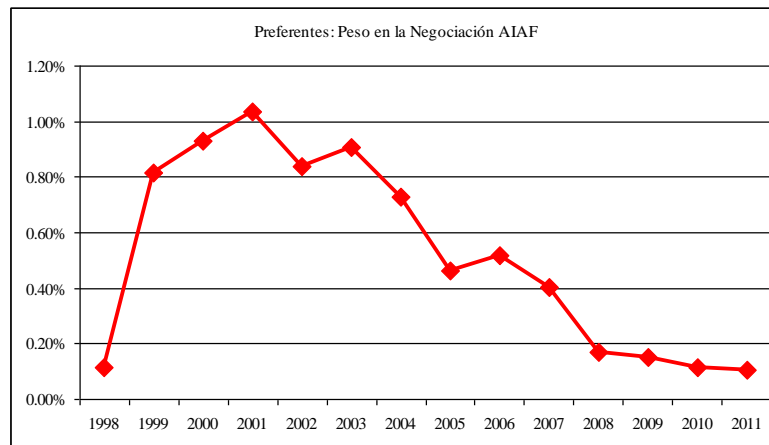
Fuente: estadísticas de AIAF y elaboración propia.

Gráfico 2



Fuente: elaboración propia a partir del Cuadro 4.

Gráfico 3



Fuente: elaboración propia a partir del Cuadro 4.

Un análisis de estos datos revela, en primer lugar, que las participaciones preferentes siempre han tenido una liquidez menor que el resto de valores de renta fija negociada en el mercado AIAF: de acuerdo con el Cuadro 4, los activos negociados en el mercado AIAF cambian de manos una 2´41 veces anuales mientras que las participaciones preferentes sólo lo hacen 0,16 veces.

En segundo lugar, esa liquidez cae notablemente a partir de 2007 (véase también Gráfico 2). En ese año la rotación es equivalente al 13´3% de la del conjunto de los activos negociados en el mercado AIAF y a partir de ahí cae drásticamente a un escaso 3%. A pesar de ello, en 2009 se hicieron emisiones masivas aún a sabiendas de la reducidísima liquidez de estos activos, abusando descaradamente de unos clientes confiados en gozar de la liquidez y la garantía propia de los depósitos a plazo fijo.

Además, el mercado de participaciones preferentes siempre ha sido muy estrecho. Así lo ponen de manifiesto los datos del Gráfico 3, en el cual comparamos el volumen negociado de participaciones preferentes con el volumen total de activos negociados en el mercado AIAF. En el mejor de los casos (año 2001) dicha negociación llegó a representar poco más del 1% del total negociado, registro que además se contrajo notablemente a partir de 2003. Todo ello un fue óbice para que bancos y cajas se lanzaran a una carrera destinada a colocar participaciones preferentes entre clientes minoritarios.

Teóricamente la colocación masiva de participaciones preferentes entre clientes minoritarios de perfil conservador no debiera haber ocurrido ya que el diseño institucional de los mercados financieros dispone de unos mecanismos preventivos para evitar irregularidades y abusos. En 2007, justo antes de la emisión masiva de participaciones preferentes (2009) entró en vigor la Directiva MIFID (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros)¹⁵. El MIFID obliga a las entidades financieras a proteger los intereses de sus clientes y a tal efecto establece la obligación de clasificarlos según su grado de cultura financiera y realizar un test¹⁶ en el que se mide aquella. También establece el tipo y frecuencia de la información que se ha de facilitar al cliente. De esa forma se pretende evitar situaciones como la que se han producido: que la reducida cultura financiera del cliente permita a la entidad abusar de él colocándole un producto no adecuado al mismo.

Obviamente la experiencia está demostrando que la Directiva MIFID ha fallado estrepitosamente¹⁷.

4.- Conclusiones.

En este artículo hemos examinado la experiencia española de las participaciones preferentes, un producto financiero mediante el cual han sido estafadas miles de familias españolas. Se trata de un activo muy utilizado por las entidades financieras para captar recursos de pequeños ahorradores a partir del año 2000, fenómeno que se acentúa en 2009 en plena crisis económica. La emisión masiva de estos activos se explica por la confluencia de varios factores: la irracional implicación de las Cajas de Ahorros en la

¹⁵ Las siglas corresponden al inglés Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC.

¹⁶ Puede ser un “*test de conveniencia*”, si el producto financiero es contratado a iniciativa de la entidad financiera, o un “*test de idoneidad*” si el contrato se produce a iniciativa del cliente.

¹⁷ En la mayoría de los casos estos test son cumplimentados por la propia entidad financiera, no por el cliente; o por el cliente siguiendo las instrucciones que le dicta algún empleado de la entidad. También es muy posible que los propios empleados de las entidades financieras desconocieran qué era exactamente una participación preferente y se limitasen a cumplir los objetivos de comercialización impuestas por su entidad. Estoy convencido de que buena parte de esos empleados carecen de conocimientos para explicar a un cliente qué es una participación preferente y por tanto no podían cumplir con las exigencias de la Directiva MIFID.

burbuja inmobiliaria (1999 – 2007); el colapso de los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers (2008) y la creciente exigencia de la normativa contable de las entidades financieras.

Se trata de un tipo de activos muy complejo: tanto que probablemente ni los encargados de su comercialización estaban en condiciones de aplicar las normas de protección legales (Directiva MIFID) ni de explicar el alcance de la inversión a unos clientes que pretendían contratar un producto financiero conservador y tradicional como son los depósitos a plazo fijo.

A pesar de que ya en 2003 el volumen de negociación de preferentes había registrado niveles poco relevantes en el mercado AIAF, y de que a partir de 2007 su liquidez se había derrumbado, estos activos se siguieron emitiendo alcanzando una cifra récord en 2009. Todo lleva a pensar que se abusó de la escasa cultura financiera de los ahorradores minoritarios para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas, mejor informados que aquellos, no estaban dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.

Hoy estos clientes se encuentran inmersos en una suerte de “corralito” que mantiene sus ahorros inmovilizados, ante la drástica pérdida de liquidez del mercado en el que se negocian (AIAF).

Bibliografía

Alonso Espinosa, F J (2005); “Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito”, Diario *La Ley*, nº 7875, Madrid.

Alonso González, Pablo (2001); “Las participaciones preferentes en España”, *Actualidad Financiera*, julio, vol VI (7), páginas 19 – 31.

Blanco Marcilla, E (2007); Participaciones Preferentes: Rentabilidad de las Emisiones, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid.

Carbó Valverde, S y Rodríguez Fernández, F (2009); “Las necesidades de recursos propios de las cajas de ahorros: Participaciones preferentes y cuotas participativas”, *Cuadernos de Información Económica*, nº 211, páginas 73 – 80.

Delmás González, F J (2005); “Comentarios al Reglamento de Obligaciones de Información respecto de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea”, *Crónica Tributaria*, nº 114, páginas 71 – 89.

Fernández Benavides, M (2012); “Participaciones preferentes: aproximación al problema y primeras respuestas de la jurisprudencia civil”, *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, Universidad de Castilla La Mancha.

Fernández de Lis, S; Manzano, D; Ontiveros, E y Valero, F J (2009); “Rescates y reestructuración bancaria: el caso español”; Documento de Trabajo 152/2009, Fundación Alternativas.

Hernangómez, F (2005); “La solvencia de las cajas de ahorros: 1994 – 2004”, *Papeles de Economía Española*, vol 105/106, páginas 329 – 335.

Iglesias Prada, J L (2004); “Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros. Cuotas participativas y participaciones preferentes”, *Perspectivas del Sistema Financiero*, vol 81.

Sevillano, J M y Sanchís, A (2010); “Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera”, *Estabilidad Financiera*, nº 215, pp. 55 – 72.