



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Curso 2011/ 2012

PARTICIPACIONES PREFERENTES

PREFERENCE SHARES

Realizado por el alumno Dña. Sara Muñiz Gorostiza

Tutelado por el Profesora Dña. Laura Valdunciel Bustos

León, 10 de septiembre de 2012

**INDICE:**

Resumen.....	pág 4
Introducción.....	pág 6
Objetivos.....	pág 7
Metodología.....	pág 8
1. Definición valores mobiliarios.....	pág 9
1.1. Introducción.....	pág 9
1.2. Clasificación valores mobiliarios.....	pág 11
1.2.1. Valores mobiliarios de renta fija.....	pág 11
1.2.2. Valores mobiliarios de renta variable.....	pág 17
1.2.3. Productos derivados.....	pág 18
2. MIFID.....	pág 20
2.1. Introducción.....	pág 20
2.2. Principios generales de la información.....	pág 21
2.2.1. Información precontractual y formalización del servicio.....	pág 22
2.2.2. Información post contractual.....	pág 23
2.3. Clasificación clientes según normativa MIFID.....	pág 24
3. Mercados primarios y secundarios.....	pág 24
3.1. Mercados primarios.....	pág 25
3.1.1. Requisitos para la emisión.....	pág 25
3.1.2. Intervinientes en la emisión.....	pág 26
3.2. Mercados secundarios no oficiales.....	pág 26
3.2.1. Mercado de renta fija privada (AIAF) .....	pág 27
3.2.2. Mercado MERF (mercado electrónico de renta fija.....	pág 33
4. Basilea.....	pág 37
4.1. Basilea I.....	pág 37
4.2. Basilea II.....	pág 38
4.3. Basilea III.....	pág 40
5. El problema de las participaciones preferentes.....	pág 43
5.1. Canje de las principales entidades bancarias.....	pág 45
5.1.1. Banco Santander.....	pág 45
5.1.2. Banco Sabadell.....	pág 47
5.1.3. CAM.....	pág 48

5.1.4. La Caixa.....	pág 50
5.1.5. Banca Cívica.....	pág 51
5.1.6. Bankia.....	pág 52
5.1.7. Banco Popular.....	pág 55
5.1.8. Caja España-Duero.....	pág 56
5.2. Última regularización del sistema bancario.....	pág 57
Conclusiones.....	pág 61
Bibliografía.....	pág 65

## **RESUMEN:**

A lo largo del trabajo he querido dar una definición de las participaciones preferentes, los mecanismos de defensa del cliente en el momento de contratación, la problemática y las distintas soluciones que han dado al mismo las entidades más representativas de nuestro país.

Este producto híbrido entre un bono y una acción, se colocó masivamente entre los pequeños inversores hace 3 años en pleno estallido de la crisis financiera. Tenía un gancho claro de intereses muy superiores a lo que se pagaba en plazo fijo. Fue la solución perfecta para que las entidades financieras pudieran reforzar sus recursos propios básicos sin la necesidad de tener que ampliar capital.

Está destinado a un inversor de perfil arriesgado. El problema surgió al ser ofrecido y contratado mayoritariamente por inversores con aversión al riesgo, confiados en que contrataban un producto muy similar al plazo fijo y supuestamente líquido.

Mientras había una época de bonanza económica funcionó muy bien, pero en plena crisis financiera se convierte en una trampa mortal para los ahorradores. Actualmente la CNMV prohíbe las transacciones entre clientes de oficina y da un valor diario a cada emisión, siendo éste inferior al 100% del valor. Ante esto, las distintas entidades están intentando dar solución modificándolo por acciones o instrumentos que componen como capital.

## **SUMMARY:**

Through the whole essay I wanted to give a definition of the preference shares, the mechanisms of defense of the client in the moment of contracting, the problems, and the different solutions that the most representative entities of our country have given to them.

This hybrid product between a bond and a stock was massively placed among the small investors three years ago, right at the start of the financial crises. It had an obvious appealing regarding the interests, very superiors to what it was paid at fixed-term. It was the perfect solution so the financial entities could make their own basic resources without the need of increasing capital.

It is destined to an investor with a risky profile. The problem started when the product was offered and contracted especially by investors with aversion to risk, sure that they were acquiring a very similar product to the fixed-term one and supposedly liquid.

While the economy was at a high point the product worked well, but in the middle of the financial crises it turns into a mortal trap for the savers. At the moment, the CNMV forbids the transactions among office clients and gives a daily value to each issue, being this one inferior to the 100% of the value. In view of this, the different entities are trying to give a solution changing it for shares or other capital instruments.

## **INTRODUCCIÓN:**

La alerta social y la crisis financiera del momento actual hacen que este producto tenga una gran importancia. Los clientes que en su momento contrataron las participaciones preferentes adquirieron un producto que en principio era líquido y seguro, pero tras el estallido de la crisis financiera se encontraron con la realidad. En muchos casos fueron asesorados por los empleados de las entidades financieras, y en otros les impulsó la avaricia en el tipo de interés.

Actualmente en España hay un saldo vivo de 8.500 millones de euros. Una cantidad que se ha reducido sustancialmente, ya que en mayo del año anterior esta cifra alcanzaba los 22.500 millones de euros. Muchos de estos clientes han puesto incluso demandas a entidades financieras, centrándose en que dicen haber contratado productos que en un principio eran líquidos. Tras un cambio en la normativa en la venta de dichos productos por parte de la CNMV, en la que prohíbe la venta directa entre oficinas y obliga a realizar dicha venta en un mercado regulado donde los precios están acotados por un valor de mercado hacen que dicho producto pueda producir unas pérdidas de en algunos casos más del 100%. El pánico también surgió dentro de la definición del mismo, donde las entidades pueden dejar de pagar intereses si entra en pérdidas y se trata de un producto que no tiene vencimiento.

Las entidades financieras en muchos casos han querido dar respuesta a todo este problema por dos razones:

- Pánico social.
- Adaptación a la normativa Basilea III, donde las participaciones preferentes dejarán de contar en los recursos propios dejando de reforzar el capital.

## **OBJETIVOS:**

La finalidad de este trabajo es el conocimiento exhaustivo del producto, para poder ir adentrándonos en las causas que lo han convertido en un producto problemático, y terminar con las distintas soluciones al problema social que afecta a gran parte de los ciudadanos españoles.

En primer lugar he querido dar una definición a los valores mobiliarios, donde se clasifican dentro de ellos las participaciones preferentes, para que seamos conocedores de lo que realmente se está contratando.

Explicación de la normativa que hay para que el inversor se vea protegido. Dentro de ella se clasifica al inversor respecto al grado de aversión al riesgo, y dentro de ellos se clasifican los productos (normativa MIFID).

Funcionamiento del mercado primario y secundario, donde diferenciaré y daré explicación al mercado AIAF y MERF.

Haré mención también a los tres acuerdos de Basilea, pues han sido clave en la aparición y modificación de las participaciones preferentes. Tras la aprobación de Basilea II las entidades financieras crearon las llamadas Participaciones Preferentes, todo ello para reforzar los recursos propios básicos sin tener que ampliar el capital. Tras aprobarse la normativa Basilea III a finales de 2011, las entidades financieras se lanzaron a hacer ofertas de canje antes de la entrada en vigor el próximo 1 de enero de 2013. Según esta nueva norma, las preferentes dejarán de contar en los recursos propios básicos, es decir, no servirán para reforzar el capital.

Para finalizar con la problemática del producto, y qué solución han dado las diferentes entidades financieras. Incluyendo la problemática por parte del cliente de aceptar o rechazar el canje.

## **METODOLOGÍA:**

Para el desarrollo del presente trabajo he utilizado una metodología principalmente descriptiva.

En la primera parte del trabajo he utilizado una metodología teórica apoyándome en definiciones de la CNMV, Banco de España y las propias páginas Web de cada entidad.

En cambio la segunda parte ha sido más de investigación periodística contrastando distintas noticias de los periódicos económicos y programas de televisión que han sido publicadas a lo largo del año.

Con este estudio he querido buscar información de personas, grupos, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis, para posteriormente medir y evaluar diversos aspectos, dimensiones o componentes del fenómeno a investigar.

He querido situarme en el centro entre el oferente (entidad financiera) y el contratante (cliente), sin decantarme por ninguno. Nos encontramos ante un problema de conocimiento del producto, que con el cambio económico, lo que se creía que era un producto novedoso, que a muchos empleados les sirvió para frenar la fuga de pasivo, sin personalmente conocer lo que iba a pasar, frente a inversores que asesorados y conducidos por su ambición de ganar, se metieron en un producto que principalmente se centra en la pérdida de liquidez.



## 1. DEFINICIÓN VALORES MOBILIARIO

### 1.1. Introducción

Son títulos valores, que generalmente incorporan un crédito (bonos, obligaciones) o la participación en una sociedad (acciones, *participaciones*), que por sí solos legitiman a su poseedor para poder ejercitar el derecho literal que llevan incorporado.

Suelen presentar algunas características particulares en relación con su emisión o puesta en circulación.

Cualquier valor mobiliario es un activo financiero para su titular.

Existen tres clases de títulos valores:

- De pago: incorporan un derecho de crédito pecuniario a favor de su titular. Por ejemplo: letras de cambio, cheques, billetes, etc.
- De tradición: incorporan un derecho a disponer de determinados bienes que representan, por ejemplo, mercancías.
- De participación social: incorporan un crédito (Bonos y Obligaciones) o la participación en una Sociedad (acciones, *participaciones*).

Características generales de los valores mobiliarios:

- Son títulos emitidos en masa, es decir de una sola vez se emiten gran cantidad de ellos.
- Se emiten con identidad de derechos. Todos los emitidos de una vez y pertenecientes a la misma serie son idénticos entre sí.
- Su transmisibilidad es rápida y eficaz.
- Las condiciones de la emisión se fijan unilateralmente por el ente emisor en el momento de la emisión. El suscriptor o comprador se adhiere a ellas por el hecho de comprar o vender.

### Características de las inversiones mobiliarias

- **Liquidez:** mide las posibilidades de hacer efectivo un valor antes de su vencimiento sin sufrir pérdidas significativas.
- **Riesgo:** evalúa si es posible que el emisor de los valores (deudor) haga frente a las obligaciones que se derivan de la emisión en los respectivos vencimientos (pago de intereses, amortización, etc.). Depende, por tanto, de la solvencia de la Entidad emisora.
- **Rentabilidad:** es el resultado que obtiene el inversor de valores en forma de intereses o dividendos y plusvalías. Depende de las características propias de los valores.

Las Entidades Depositarias de Valores se encargan de su:

- **Administración:** gestión de todas las operaciones financieras que afecten o puedan afectar al propietario de los valores. La Entidad Depositaria se atendrá siempre a las instrucciones marcadas por los titulares.
- **Custodia:** mantenimiento de los títulos físicos o anotaciones en cuenta, ya sea en las cámaras de valores o con el control de los registros de la anotación contable, respectivamente. Los valores representados mediante anotaciones en cuenta deben estar depositados forzosamente en una Entidad Financiera habilitada al efecto.

La transmisión y circulación de los valores mobiliarios se puede realizar mediante compra/venta, endoso, donación y herencia. Es posible el establecimiento de usufructo, depósito y prenda sobre los mismos.

Los valores mobiliarios necesitan una representación material que acredite su propiedad, así como los derechos y obligaciones que se derivan de ella. Esta representación ha pasado por varios sistemas:

- **Títulos físicos:** originariamente la representación se realizaba mediante la emisión de títulos físicos individuales, numerados correlativamente, en los que

figuraban expresamente detallados tanto los datos referidos al propietario como a la entidad emisora y las características de la emisión.

- **Macrotítulos:** el crecimiento del volumen de las emisiones con el consiguiente aumento de la cantidad de títulos físicos en circulación, hizo aconsejable agrupar en un único título físico numeraciones correspondientes a varios títulos individuales, dando lugar a los macrotítulos.
- **Sistema fungible:** para reducir la manipulación de títulos físicos, individuales o macrotítulos, se adoptó el sistema fungible en la representación de los valores mobiliarios. Este sistema fundamentalmente permite dejar de asociar la propiedad a una numeración determinada, aunque no elimina totalmente la existencia de títulos físicos.
- **Anotaciones en cuenta:** a partir de la publicación de la Ley 24/88 del Mercado de Valores, se establecen las condiciones para eliminar mayoritariamente la existencia y manipulación de títulos físicos, pasando los valores a representarse mediante un sistema de anotaciones en cuenta en el que la propiedad de los mismos está asociada a la existencia de un saldo registrado en las Entidades autorizadas a este efecto.

## **1.2. Clasificación valores mobiliarios:**

### *1.2.1. Valores mobiliarios de renta fija*

Son aquellos que tienen un rendimiento fijo determinado (intereses) y plazo definido de vencimiento (amortización), suponiendo un reconocimiento de deuda por parte del emisor hacia el poseedor del mismo.

#### Características generales

- **Nominal:** Valor monetario unitario de los valores emitidos.
- **Valor Efectivo:** Valor que se puede obtener por un título en su negociación e independiente, por tanto, de su valor nominal. Se calcula aplicando al valor nominal el tipo de cambio o porcentaje al que se realiza la operación de compra - venta o de amortización.

- Tipo de interés: Remuneración que recibe el suscriptor de la emisión.
- Suscripción: Forma y momento en el que se produce la compra por parte del suscriptor de los valores emitidos.
- Amortización: Momento en el que el emisor procede a la cancelación de la deuda que contrajo con la emisión.

Formas de emisión:

#### En función del tipo de interés

- Rendimientos Explícitos: Emisiones con pago periódico de intereses: se fijan explícitamente las fechas y los tipos de interés que se aplicarán. El tipo de interés puede ser fijo o estar referenciado a una variable.
- Rendimientos Implícitos:
  - Emisiones "cupón cero": no existe pago periódico de intereses, sino que al vencimiento de la emisión se reintegra el importe nominal más los intereses desde la fecha de la emisión.
  - Emisiones al descuento: en el momento de la emisión se satisface un importe inferior al valor nominal de cada valor y se recibe dicho valor nominal en la amortización.

#### En función de la forma de suscripción:

- Mediante subasta: Los inversores ofrecen el precio por valor y la cantidad de valores que están dispuestos a suscribir, siendo el emisor quien decide las ofertas que acepta.
- En suscripción pública: Se establece un periodo de tiempo en el que el emisor recibe las solicitudes de suscripción de los inversores. Si el conjunto de peticiones recibidas supera el volumen total de la emisión, hay que efectuar un prorrateo, consistente en ajustar las solicitudes recibidas al volumen de la emisión mediante la adjudicación de un número de valores menor que los solicitados inicialmente.

- En suscripción preferente: Sólo pueden acudir aquellos a los que se otorga la preferencia (accionistas, poseedores de otra emisión, etc.).

En función de la forma de amortización:

- Con opción de amortización anticipada: emisiones en las que se contempla alguna fecha, anterior a la de amortización, en la que el inversor puede solicitar la devolución de la inversión (amortización opcional).
- Con sorteos de amortización: se establecen unas fechas en las que se sortearán los valores a los que corresponde la amortización anticipada, manteniéndose vivos los restantes.
- Con reducción del nominal: periódicamente se devuelve al inversor una parte proporcional del nominal unitario de cada valor.

En función de otras características de la emisión:

- Emisiones convertibles o canjeables: aquellas en las que se da la opción de cambiar los valores emitidos por otros en algún momento de la vida de la emisión. Las emisiones convertibles se cambian por acciones de nueva emisión, y las canjeables por acciones que ya están en circulación.
- Emisiones bonificadas fiscalmente: aquellas en las que la retención que se practica a los rendimientos es inferior a la establecida legalmente, aunque el perceptor de los mismos puede deducir en la declaración de IRPF como si se le hubiera practicado la totalidad de la misma.

Estas emisiones están restringidas a emisores como empresas concesionarias de autopistas y compañías eléctricas.

Emissiones de renta fija más comunes:

#### Emitidas por el Estado

- **Letras del Tesoro:** activo emitido por el Tesoro Público para la financiación del déficit público y como instrumento de regulación monetaria.  
Son emitidas mediante subasta por el Tesoro Público, con valor nominal de 1.000 euros, vencimiento inferior a 18 meses e intereses implícitos. Los rendimientos no tienen retención fiscal, pero sí están sujetos al IRPF y al Impuesto de Sociedades, careciendo, por tanto, de opacidad fiscal.
- **Bonos del Estado:** Son emitidos mediante subasta por el Estado. Su vencimiento es entre 3 y 5 años, su nominal de 1.000 euros e intereses explícitos; es decir, su poseedor cobra un cupón anualmente, estando sujetos a IRPF y al Impuesto de Sociedades, como rendimiento del capital mobiliario.
- **Obligaciones del Estado:** Igual a los Bonos del Estado, pero con un vencimiento a 10, 15 y 30 años. No obstante, aún existe alguna emisión en el mercado anterior a marzo de 1990 que devenga un cupón semestral en lugar de uno anual.
- **Valores segregados de Deuda del Estado (Strips):** Todos los Bonos y Obligaciones emitidos desde julio de 1997 son segregables, es decir, sus cupones y el principal pueden negociarse separadamente en el mercado, con importes mínimos de negociación correspondientes a los siguientes: Principal segregado - 100.000 euros, cupón segregado - 1.000,00 euros.

#### No emitidos por el Estado

- **Cédulas Hipotecarias:** garantizadas por la totalidad de los créditos hipotecarios de la entidad emisora. La Ley del Mercado Hipotecario limita la emisión de Cédulas Hipotecarias al 90% del saldo vivo elegible del emisor. Las hipotecas elegibles están definidas por la Ley como préstamos garantizados por una primera hipoteca sobre un inmueble residencial o comercial, con ratios de préstamo - valor del 80% para hipotecas residenciales o el 70% para comerciales.

Son recomprables por parte de la entidad emisora hasta un 5% del total de la emisión.

Representan operaciones pasivas para el emisor (captación de fondos).

Son valores de renta fija que suponen una deuda para el emisor, con rendimiento explícito, que pagan un interés periódico.

Pueden ser nominativos, a la orden o al portador.

No necesitan escritura pública de emisión, salvo que coticen en un Mercado Secundario Organizado.

No precisan la afectación concreta de créditos hipotecarios a ellas.

Son transmisibles por cualquier medio admitido en Derecho, sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor.

- **Bonos Hipotecarios:** garantizados por el crédito o grupo de créditos hipotecarios que se vinculen específicamente a cada emisión en escritura pública.

Representan operaciones pasivas para el emisor (captación de fondos).

Son valores de renta fija que suponen una deuda para el emisor.

Pueden ser nominativos, a la orden o al portador.

Necesitan escritura pública de emisión.

Precisan la afectación en escritura de créditos hipotecarios.

Son transmisibles por cualquier medio admitido en Derecho, sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor.

- **Participaciones Hipotecarias:** son cesiones a terceros de parte de la cartera de créditos hipotecarios de sus emisiones representando cada una la participación en un crédito hipotecario determinado. Representan operaciones pasivas para el emisor (captación de fondos).

Son valores de renta fija que no representan una deuda para el emisor, sino una participación en un crédito hipotecario.

Sólo pueden ser nominativas.

Necesitan escritura pública si no hay limitación en la suscripción.

En el propio título deberá constar la descripción del crédito del que procede.

Son transmisibles por cualquier medio admitido en derecho, sin intervención de fedatario público ni notificación al deudor.

- **Bonos de Tesorería:** son empréstitos emitidos por las Entidades Financieras, con rendimiento explícito, que pagan un interés periódico (cupón).

- **Bonos/Obligaciones simples:** Son emitidos por cualquier sociedad y su garantía está basada en la calidad del propio emisor.
- **Deuda (Bonos/Obligaciones) subordinada:** son empréstitos emitidos por las entidades, generalmente para aumentar sus recursos propios. Se denomina subordinada porque en caso de quiebra y liquidación de la sociedad, los titulares son acreedores de último rango, por detrás del resto de la deuda. Se computan como Fondos propios e incrementan el ratio de solvencia de la entidad emisora. No se puede amortizar anticipadamente y no es adquirible por la propia entidad emisora.  
Son valores rendimiento explícito, fijo o variable, que pagan un interés periódico (cupón).
- **Pagarés de empresa:** Son valores emitidos al descuento y a corto plazo (hasta 18 meses) por empresas privadas.
- **Participaciones Preferentes:** forman parte del Capital Social y conceden a sus titulares el derecho a percibir un dividendo. El pago de dividendos está condicionado a la existencia de beneficio distribuable suficiente.

Tienen carácter perpetuo, es decir, no tienen vencimiento. En el caso de algunas entidades de crédito tiene facultad para acordar la amortización a partir del quinto año desde la fecha del desembolso.

DEFINICIÓN CNMV: Son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Su remuneración el primer año suele ser fija. A partir del segundo normalmente está referenciada al Euribor (o a algún otro tipo de referencia) mas un determinado diferencial. Esta remuneración está condicionada a que la entidad emisora de las participaciones obtenga beneficios suficientes. Se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido. Las participaciones preferentes presentan similitudes y diferencias tanto con la renta fija como con la renta variable. Por su estructura son similares a la deuda subordinada, pero a efectos contables se consideran valores representativos del capital social del emisor, que otorgan a sus titulares unos derechos diferentes de los de las acciones ordinarias (ya que carecen de derechos políticos, salvo



supuestos excepcionales, y del derecho de suscripción preferente). En España, el mercado en el que cotizan la mayoría de los valores de renta fija y las participaciones preferentes es AIAF. Los precios medios diarios de cotización de las diferentes emisiones se pueden consultar en la página web de AIAF o en los diarios económicos. Sin embargo, hay que señalar que ese precio es sólo una referencia de operaciones realizadas. Por lo tanto, aunque vea que el valor que quiere vender tiene publicado un precio de cotización diario, es posible que la entidad financiera a través de la que canalice su orden tarde tiempo en ejecutarla y que el precio al que lo haga sea diferente.

### *1.2.2. Valores mobiliarios de renta variable*

Son aquellos cuyo rendimiento es indeterminado (dividendos) y el plazo de vencimiento es indefinido, representando la participación en el capital de la sociedad.

Características generales:

- Emisor: son las Sociedades Anónimas.
- Valor Nominal: es la parte del capital social que representa una acción.
- Valor Efectivo o de Mercado: valor que se puede obtener por una acción en su negociación e independiente, por tanto, de su valor nominal.
- Valor contable o de Liquidación: es el resultante de dividir el patrimonio neto de la Sociedad entre el número de acciones emitidas.
- Rendimientos: los accionistas percibirán dividendos, únicamente si la sociedad obtiene beneficios y acuerda su distribución.
- Suscripción: las acciones se ponen en circulación bien en la fundación de la Sociedad Anónima, o bien a través de ampliaciones de capital posteriores.
- Amortización: No tienen. Únicamente se produce su cancelación cuando se liquida la Sociedad Anónima.

Emisiones más comunes:

- **Acciones:** representan el capital social de las Sociedades Anónimas y las Sociedades Comanditarias por acciones.
- **Participaciones:** representan el capital social de otras formas jurídicas de sociedades, siendo la más común la Sociedad Limitada.

### 1.2.3. *Productos derivados*

Estos productos surgen como consecuencia de la modificación de algunos aspectos en la negociación de los activos financieros clásicos. No generan riqueza para los emisores de los activos ya que no suponen inversión nueva para ellos

Para permitir la negociación de estos productos, se han estandarizado los términos de los contratos que regulan las relaciones entre el comprador y el vendedor y que delimitan las relaciones entre las partes.

Clasificación

- **Futuros:** un contrato de futuro es aquél en el que el comprador y vendedor convienen en comprar y vender un determinado activo financiero en una fecha futura y a un precio que establecen de antemano.
- **Opciones:** un contrato de opción es aquél por el cual el comprador adquiere un derecho sobre el vendedor de comprar o vender un determinado activo financiero, en una fecha futura y a un precio que se establece de antemano.
  - Opción Call (de compra): proporciona a su comprador el derecho a comprar un activo. El vendedor de la opción queda obligado a vender el activo si el comprador ejerce el derecho que le otorga la opción.
  - Opción Put (de venta): proporciona a su comprador el derecho a vender un activo. El vendedor queda obligado a comprar el activo si el comprador ejerce su derecho.

El comprador, por adquirir la posibilidad de ejercer el derecho o no, satisface la cantidad denominada prima, la cual es cobrada por el vendedor de la opción.

La diferencia fundamental entre una opción y un futuro es que en el contrato de futuro la operación inexcusablemente se formaliza a su vencimiento, y en el de opción, la formalización es opcional para el comprador del contrato.

- **Warrants:** son valores que otorgan unos derechos a comprar o vender un determinado activo (activo subyacente) a un precio determinado (precio de ejercicio), emitidos por una entidad a medio y largo plazo.

El emisor del warrant fija el precio de ejercicio y la prima que se ha de pagar por cada warrant en el momento en que se emite.

Una vez emitidos, los warrants son susceptibles de negociación en los mercados hasta su vencimiento.

- Warrants de compra (CALL): dan derecho a su titular a comprar el activo subyacente al precio de ejercicio. La liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia entre el precio de liquidación y precio de ejercicio.
- Warrants de venta (PUT): dan derecho a su titular a vender el activo subyacente al precio de ejercicio. La liquidación se produce, si es positiva, entre la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación.

Su rendimiento varía en función de la evolución del precio del activo subyacente sobre el que están emitidos. Normalmente se liquidan por diferencias.

El tenedor del warrant sólo va a ejercitar sus derechos cuando las diferencias que se produzcan entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación (warrant de compra), o entre el precio de liquidación y precio de ejercicio (warrant de venta) sean positivas. En el caso de que sean negativas, al tenedor de estos valores no le conviene ejecutar sus derechos; no va a ejercer el derecho que le ha dado el warrant a comprar o vender el activo subyacente al precio de ejercicio cuando los precios a los que puede comprar o vender dicho activo en el mercado sean mejores. En este caso, el tenedor perdería el precio pagado por el warrant, pero no las diferencias en su contra, ya que lo que adquiere al comprar el warrant es un derecho y no una obligación.

Por esta razón, el interés de estos productos reside en la posibilidad de poder comprarlos o venderlos en los mercados en todo momento a lo largo de toda la vida de los mismos. De esta forma, el tenedor puede reaccionar y tomar las

decisiones que más le convienen ante las variaciones del precio del activo subyacente sobre el que están emitidos y que se producen de manera continuada en los mercados.

## **2.     NORMATIVA MIFID:**

### **2.1.   Introducción**

La normativa MIFID se creó con el objetivo de mejorar la protección de los inversores minoristas (principalmente), a que son aquellos que no invierten profesionalmente.

En el año 2007 surge esta normativa europea, 2004/39/CE y 2006/73/CE, denominada Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (sus siglas en inglés MIFID). Esta normativa se traslada a la legislación europea mediante la Ley 47/2007 y el Real Decreto 217/2008.

Esta normativa sólo se aplica a algunos productos como son las acciones, valores de renta fija, fondos de inversión y derivados. Y sobre dichos productos las entidades financieras podrán ofrecerles servicios de inversión tales como la compra/venta, el asesoramiento de inversiones o la gestión de su cartera.

Los objetivos por los que introduzco información sobre esta normativa son dos:

- Dar a conocer la existencia de políticas y procedimientos formalizados que se adecuen a los requisitos de distribución de productos de inversión del marco normativo MiFID.
- Definir los procedimientos de actuación a seguir en la relación con clientes de las entidades de crédito, y en el ámbito de los servicios de inversión, que posibiliten la adecuación de las actividades de venta e intermediación de productos y la prestación de los servicios de inversión a las particularidades de los clientes.

## 2.2. Principios generales de la información

Según esta normativa existen unos principios generales de la información de tal forma que dicha información debe ser imparcial, clara y no engañosa.

Para cumplir dichos principios las entidades deberán actuar del siguiente modo:

- La información proporcionada al cliente deberá ser exacta y, en especial, no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o instrumento sin indicar de igual forma los riesgos pertinentes.
- Se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier persona al que se dirige o para los receptores probables de información y no encubrirá, minimizará u ocultará puntos, declaraciones o advertencias importantes.
- Si la información compara servicios auxiliares o de inversión, dicha comparación será pertinente y se presentará de una manera imparcial y equilibrada, se especificarán las fuentes de la información utilizada para la comparación y se incluirán los principales hechos e hipótesis utilizados para hacer la comparación.
- Si la información indica resultados anteriores de un instrumento financiero o servicio de inversión, se deberán incluir los datos apropiados sobre resultados en los cinco años inmediatamente anteriores, o sobre todo el periodo durante el cual se haya ofrecido el instrumento financiero, se haya elaborado el índice financiero o se haya prestado el servicio de inversión si es inferior a cinco años, en todo caso, la información sobre resultados se basará en periodos completos de doce meses. Indicándose en todo momento el periodo de referencia y la fuente de información. Ha de incluirse la advertencia de que las cifras se refieren al pasado y que los resultados anteriores no son indicador de futuro.

- Si la información hace referencia a resultados históricos simulados, debe referirse a un instrumento o índice financiero y se satisfarán las siguientes condiciones:
  - Los resultados históricos simulados deberán basarse en resultados históricos reales de uno o más instrumentos o índices que sean idénticos o subyacentes al instrumento financiero del que se trate.
  - Los resultados históricos reales utilizados deberán cumplir las condiciones sobre resultados mencionadas en el párrafo anterior.
  - La información deberá advertir de forma bien visible que las cifras hacen referencia a resultados históricos simulados y que los rendimientos pasados no constituyen un indicador fiable de resultados futuros.
- Si la información incluye datos sobre resultados futuros:
  - La información no deberá basarse en resultados históricos simulados ni hará referencia a los mismos.
  - Deberá basarse en supuestos razonables respaldados por datos objetivos.
- Si la información se basa en los resultados brutos, deberá revelarse el efecto de comisiones, honorarios u otras cargas.
- Si la información menciona un tratamiento fiscal particular, se indicará que el tratamiento fiscal dependerá de las circunstancias individuales de cada cliente y puede variar en el futuro.
- La información no utilizará el nombre de ninguna autoridad que pueda inducir a pensar que dicha autoridad aprueba o respalda los productos o servicios de la empresa de inversión.

#### *2.2.1. Información precontractual y formalización del servicio*

La Entidad entregará al cliente, con carácter previo a la prestación del servicio de inversión, la siguiente información precontractual exigida por MiFID:

- Carta informativa de su categoría como cliente MiFID.
- Documento de información general sobre la entidad y sus servicios.
- Resumen de la política de Conflictos de Interés, e información pertinente sobre sus políticas de Ejecución de Ordenes y Salvaguarda de Activos.

- Documento con la descripción y naturaleza de los riesgos de los instrumentos financieros.

La formalización de la relación cliente inversor – Entidad, se efectuará mediante la firma del contrato que corresponda en virtud del servicio contratado, de entre los que se mencionan a continuación:

- Contrato Básico de Inversión.
- Contrato de Gestión Discrecional de Carteras
- Contrato de Asesoramiento en materia de inversión.
- Contrato de Custodia y Administración de Valores.
- Contrato de Repos de Deuda Pública.
- Boletín de adhesión a los Fondos de Inversión.

Tras la contratación del servicio, pero con anterioridad a la contratación de un producto o instrumento financiero concreto, se deberá tener en cuenta que en caso de que dicho producto se vea afectado por algún conflicto de interés o exista algún incentivo vinculado a su comercialización, deberá informarse de ello al cliente en los términos establecidos en la normativa MiFID, tras lo cual solamente si el cliente adecuadamente informado lo consiente, se formalizará la contratación u operación pretendida.

#### *2.2.2. Información postcontractual*

El cliente recibirá por parte de la Entidad información adecuada al servicio prestado. Dicha información incluirá, en su caso, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

Concretamente, se enviará al cliente de forma circunstancial la información pertinente relativa a la ejecución de sus órdenes no relacionadas con la gestión de carteras; y de forma periódica, en los plazos legalmente establecidos, la información prevista en materia de gestión de carteras y la correspondiente a los estados de instrumentos financieros.

### 2.3. Clasificación clientes según normativa MIFID

Conforme a la normativa MiFID, en el marco de la prestación de los servicios de inversión, el grado de protección al cliente variará, siendo el grado superior de protección el correspondiente a la categoría de cliente minorista y el inferior el de contraparte elegible;

- Minoristas: todos aquellos clientes que no puedan incluirse en la definición que se cita a continuación de clientes profesionales o contrapartes elegibles.
- Profesionales: todo aquel que, en general, posea la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesaria para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.
- Contrapartes Elegibles: incluye a los siguientes tipos de entidades: Empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, vehículos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión, otras entidades financieras autorizadas, personas cuya actividad principal consista en negociar por cuenta propia en materias primas o derivados sobre materias primas, y empresas que prestan servicios de inversión o realizan actividades de inversión que consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en mercados de futuros financieros.

### 3. MERCADOS PRIMARIOS Y SECUNDARIOS:

Mientras que el mercado primario aporta financiación a su emisor, el secundario da liquidez a los activos y transfiere la propiedad y fondos de unos individuos a otros.

Estos mercados son totalmente diferentes, pero están íntimamente relacionados ya que la evolución de los mercados secundarios es fundamental para la fijación de las condiciones de emisión de nuevos activos en el mercado primario.

En este apartado me voy a centrar en el mercado primario el cual pone en circulación las emisiones de las entidades, y el mercado secundario no oficial puesto que es donde se da liquidez a los activos ya emitidos. Como explicaré más adelante este mercado ahora



esta totalmente vigilado por la CNMV y desde el año 2011 prohíbe la venta especulativa dentro de las propias entidades obligando a que circulen en el mercado AIAF.

### **3.1. Mercados primarios**

El mercado primario surge como alternativa a la financiación de origen bancario ante las necesidades financieras de las empresas, es decir aporta financiación a su emisor.

Si la empresa decide financiarse mediante la emisión de valores mobiliarios, puede optar por emitir valores de renta variable (acciones y *participaciones*), o valores de renta fija (obligaciones, bonos, cédulas, pagarés, etc.). En el primer caso, la empresa aumentaría sus fondos propios, retribuyendo a los inversores a través del reparto de beneficios (dividendos). En el segundo, la empresa aumentaría su pasivo exigible, retribuyendo a los inversores mediante el pago periódico de intereses fijado en las condiciones de la emisión.

#### *3.1.1. Requisitos para la emisión*

La emisión de valores no requiere autorización administrativa previa. En cambio sí necesita la realización de un folleto informativo que debe ser aprobado y registrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en algunos casos por el Banco de España.

No obstante, el Ministerio de Economía y Hacienda podrá prohibir o determinar que deban someterse a su autorización previa:

- Emisiones de valores cuyo principal o intereses sean revisables en función de la evolución de algún índice de precios o del precio de algún bien o servicio.
- Emisiones cuyos rendimientos sean exigibles, en su totalidad o en su mayor parte, en plazos superiores a un año.
- Emisiones expresadas en moneda extranjera realizadas en el mercado nacional.
- Emisiones realizadas en el mercado nacional por No Residentes.

- Emisiones que pretendan gozar de algún beneficio tributario o cualquier otro privilegio legalmente establecido, salvo que se trate de beneficios cuya concesión sea competencia de alguna Comunidad Autónoma, en cuyo caso, se estará a los que ésta disponga al respecto.

### 3.1.2. *Intervinientes en la emisión*

- Emisor: es la Entidad bajo cuya responsabilidad se ponen en circulación los valores que le permiten obtener fondos de los inversores, asumiendo las obligaciones que se derivan de las condiciones de la emisión.
- Intermediarios Financieros: ayudan al emisor a encontrar inversores que suscriban los valores que se emiten. Pueden actuar como:
  - Entidad Directora: recibe el mandato del emisor para dirigir la emisión. Coordina todas las relaciones entre el emisor y el resto de entidades participantes.
  - Entidad Agente: centraliza todos los movimientos económicos derivados de la emisión.
  - Entidad Aseguradora: garantiza al emisor la colocación de una parte de la emisión, obligándose a suscribir a su nombre la parte que no consiga colocar.
  - Entidad Colocadora: actúa como mera intermediaria entre el emisor y los inversores.
  - Entidad Gestora: actúa tanto por cuenta propia como de terceros.
  - Inversor: persona física o jurídica que adquiere los valores.

### 3.2. **Mercados secundarios no oficiales**

Son mercados que no tienen reconocidos por la Ley del Mercado de Valores el carácter de oficiales pero que, bajo estructuras organizadas de negociación, permiten dar liquidez a las carteras de activos en poder de las entidades de depósito.

### 3.2.1. *Mercado de renta fija privada (AIAF)*

Dichas siglas hacen referencia al Mercado de la Asociación de intermediarios de activos financieros.

AIAF es el mercado español de referencia para la Deuda Corporativa o renta fija privada integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME), la compañía que opera los mercados financieros españoles.

Es un Mercado que está sometido al control y supervisión de las autoridades en cuanto a su funcionamiento y en materia de admisión a cotización de valores y difusión de la información. Ha experimentado un formidable desarrollo en las últimas décadas, dando lugar a las infraestructuras y plataformas necesarias para dar cauce a este mercado de financiación empresarial que hoy es uno de los más modernos, fluidos y transparentes del mundo.

Es un mercado especializado en renta fija en el que sólo pueden intervenir entidades financieras y en el que cotizan y se negocian títulos de forma similar a las Bolsas.

El requisito de cotización en AIAF, viene impuesto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la aprobación y posterior registro de las emisiones. No obstante, en este mercado se cruzan muy pocas operaciones y, a todos los efectos, la liquidez real depende de la Entidad Emisora. Por este motivo, toda operación de venta de un cliente implicará necesariamente otra/s operación/es de signo contrario por parte de otro/s cliente/s de la Entidad.

Por OM de 1 de agosto de 1991, se autoriza por el Ministerio de Economía y Hacienda el funcionamiento de este mercado que funciona como mercado mayorista para emisiones de bonos, obligaciones, cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y pagarés de empresa, así como cualquier otro activo financiero o monetario.

Valores negociados en el mercado AIAF.

- Pagarés de empresa: emitidos a corto plazo. Son activos con rendimiento implícito emitidos al descuento.
- Bonos y Obligaciones: es un préstamo efectuado a la entidad emisora a cambio de una serie de flujos de interés establecidos explícitamente a lo largo de la vida del título.

En general, podemos decir que son aquellos activos de renta fija cuyos plazos de vencimiento van desde los dos años en adelante. Así, para plazos inferiores a cinco años, estaríamos hablando de bonos y para vencimientos superiores, de obligaciones (aunque esta división no se respeta estrictamente).

Los flujos de interés (cupones) pueden ser fijos para toda la vida de los títulos o estar indexados a la evolución de alguna variable económica o índice, y pueden ser pagaderos anualmente o en periodos de tiempo inferiores.

- Bonos Matador: son emisiones de bonos u obligaciones en pesetas realizadas en el mercado español por entidades no residentes. Tuvo un fuerte desarrollo en el pasado, pero actualmente sus saldos van disminuyendo al no registrarse emisiones nuevas desde la introducción de la moneda única.
- Cédulas hipotecarias: son valores emitidos por entidades oficiales de crédito, cajas de ahorro, bancos privados, sociedades de crédito hipotecario y entidades cooperativas de crédito y se diferencian de otros activos de renta fija por las garantías que ofrecen respecto del pago de intereses y la amortización ya que están garantizadas por la totalidad de los préstamos hipotecarios que sus emisores tienen concedidos.
- Emisiones titulizadas: consiste en la conversión de una serie de flujos de caja, originados por un activo, en títulos o valores negociables en los mercados de capitales. Los primeros procesos de titulización, tal y como los conocemos hoy en día, comenzaron en Estados Unidos centrados en la titulización de activos hipotecarios.

El proceso titulizador en España comenzó en la década de los 90. Hasta 1996 estuvo centrada en exclusiva en la emisión de bonos de titulización hipotecaria, bonos sobre activos hipotecarios.

En 1998 se amplía el conjunto de activos titulizables: créditos comerciales, préstamos personales, alquileres, los derechos futuros de cobro en concepto del peaje de las autopistas, y otros flujos que se titulizan frecuentemente en mercados más desarrollados que el nuestro, como son; leasing de automóviles, derechos de cobro por propiedad intelectual, etc....

- Participaciones preferentes: son valores de reciente aparición en nuestro mercado que se caracterizan principalmente por:
  - Conceder a sus adquirentes el derecho a recibir un flujo de interés fijo.
  - Los titulares de estos valores, en prelación de pagos, en caso de situaciones concursales, se sitúan por delante de las acciones ordinarias, aunque se mantienen por detrás de los obligacionistas de la sociedad.
  - Tienen carácter de deuda perpetua, aunque el emisor puede reservarse una opción de amortización anticipada total de la deuda, en unos plazos que suelen oscilar en el entorno de cinco años desde la fecha de desembolso.

No pueden negociarse en este mercado los valores convertibles por ser exclusivos de las Bolsas, ni la Deuda Pública por ser exclusiva del Sistema de Anotaciones en Cuenta y las Bolsas.

La cotización, negociación y contratación de las operaciones se realiza de manera descentralizada. Por tanto, estos procesos son realizados por las entidades miembro sin necesidad de acudir a un lugar determinado para contratar. Si atendemos a las partes intervinientes, la negociación de las operaciones se puede realizar tanto por cuenta propia, es decir, entre las cuentas propias de los miembros del Mercado, o por cuenta de terceros, en compraventas a clientes.

En cuanto a los ámbitos de contratación de las operaciones entre miembros, se distinguen dos sistemas:

- Procedimiento general, también denominado «segundo escalón », en el que la negociación y contratación se realiza mediante comunicación telefónica, bien directamente entre las entidades que tienen interés en operar, o bien a través de un intermediario «broker» que facilite la búsqueda de contrapartidas.

- Procedimiento con miembros especializados, más conocido como sistema «ciego» o «primer escalón». Esta modalidad de negociación está organizada alrededor de las redes informáticas de contratación que los intermediarios «brokers» ponen a disposición de aquellos Miembros del Mercado que lo soliciten. Es un sistema de contratación de carácter centralizado mediante pantallas de cotización, en el que las entidades pueden publicar sus posiciones de oferta y demanda, en aquellos valores en los que tiene interés por operar. Sus características fundamentales son la firmeza en los precios y el desconocimiento de la contrapartida.

En el caso de clientes, los Miembros del Mercado ponen a su disposición las redes comerciales que tiene establecidas: se pueden contratar activos negociados en AIAF Mercado de Renta Fija en cualquier sucursal de estas entidades.

### Intervinientes:

- AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros actúa como órgano rector de este mercado.
- ESPACLEAR: Cámara de compensación de valores encargada de la compensación y liquidación en euros y valores de las operaciones realizadas en el mercado.
- MIEMBROS GENERALES: entidades financieras que previa solicitud y autorización pueden realizar operaciones en el mercado y, liquidarlas siempre que tengan la condición de Entidad Adherida.
- MIEMBROS ADHERIDOS: entidades financieras que previa solicitud y autorización pueden liquidar operaciones en este mercado.

Miembros AIAF
Banca Privada
<u>BANCA MARCH, S.A.</u>
<u>BANCO BANIF, S.A.</u>
<u>BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.</u>
<u>BANCO CAIXA GERAL S.A.</u>
<u>BANCO CAM, S.A.U.</u>
<u>BANCO CAMINOS, S.A.</u>
<u>BANCO COOPERATIVO ESPAÑOL, S.A.</u>
<u>BANCO DE CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES, SALAMANCA Y SORIA, S.A.</u>
<u>BANCO DE CASTILLA-LA MANCHA, S.A.</u>
<u>BANCO DE CASTILLA-LA MANCHA, S.A.</u>
<u>BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A.</u>
<u>BANCO DE SABADELL, S.A.</u>
<u>BANCO DE VALENCIA, S.A.</u>
<u>BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.</u>
<u>BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.</u>
<u>BANCO ESPIRITO SANTO DE INVERSIÓN, S.A., SUCURSAL EN ESPAÑA</u>
<u>BANCO FINANCIERO Y DE AHORROS, S.A.</u>
<u>BANCO GALLEGO, S.A.</u>
<u>BANCO INVERSIÓN S.A.</u>
<u>BANCO MARE NOSTRUM, S.A.</u>
<u>BANCO MARE NOSTRUM, S.A. (ANT 2043)</u>
<u>BANCO MARE NOSTRUM, S.A. (ANT 2051)</u>
<u>BANCO MARE NOSTRUM, S.A. (ANT 2081)</u>
<u>BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.</u>
<u>BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A. (ANT 72)</u>
<u>BANCO POPULAR HIPOTECARIO, S.A.</u>
<u>BANCO SANTANDER, S.A.</u>
<u>BANCOFAR, S.A.</u>
<u>BANKIA, S.A.</u>
<u>BANKIA, S.A.(ANT 2069)</u>
<u>BANKINTER, S.A.</u>
<u>BANKOIA, S.A.</u>

<u>BARCLAYS BANK PLC, SUCURSAL EN ESPAÑA</u>
<u>BARCLAYS BANK, S.A.</u>
<u>BBK BANK CAJASUR, S.A.U.</u>
<u>BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA</u>
<u>CAIXABANK, S.A.</u>
<u>CAIXABANK, S.A. (ANT 490)</u>
<u>CITIBANK INTERNATIONAL PLC, SUC.ESPAÑA</u>
<u>CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK</u>
<u>DEUTSCHE BANK, S.A.E.</u>
<u>EBN BANCO DE NEGOCIOS, S.A.</u>
<u>IBERCAJA BANCO, S.A.</u>
<u>ING DIRECT N.V., SUCURSAL EN ESPAÑA</u>
<u>KUTXABANK, S.A.</u>
<u>KUTXABANK, S.A. (ANT 2101)</u>
<u>LIBERBANK, S.A.</u>
<u>LLOYDS BANK INTERNATIONAL S.A.U.</u>
<u>NCG BANCO, S.A.</u>
<u>RBC DEXIA, INVESTOR SERVICES ESPAÑA, S.A. (ANTES BANCOVAL)</u>
<u>RENTA 4 BANCO, S.A.</u>
<u>SANTANDER CONSUMER FINANCE, S.A.</u>
<u>SANTANDER INVESTMENT S.A.</u>
<u>SOCIÉTÉ GÉNÉRALE</u>
<u>SOCIETE GENERALE SUCURSAL EN ESPAÑA</u>
<u>UNICAJA BANCO, S.A.</u>
Cajas de Ahorros
<u>CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS</u>
Cajas Rurales y Cooperativas de Crédito
<u>CAJA DE CREDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CREDITO</u>
<u>CAJA LABORAL POPULAR, COOP. DE CRÉDITO</u>
<u>CAJA RURAL DE CASTILLA-LA MANCHA S.C.C.</u>
<u>CAJAMAR CAJA RURAL, S. COOPERATIVA DE CRÉDITO</u>
<u>IPAR KUTXA RURAL S. COOP. CDTO</u>
Crédito Oficial
<u>DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA</u>



<u>INSTITUTO DE CREDITO OFICIAL</u>
Sociedades y Agencias de Valores
<u>ACA S.V., S.A.</u>
<u>AHORRO CORPORACION FINANCIERA, S.V., S.A.</u>
<u>AURIGA GLOBAL INVESTORS S.V., S.A.</u>
<u>BANKIA BOLSA S.V. S.A.</u>
<u>FINANDUERO S.V, S.A.</u>
<u>GVC GAESCO VALORES S.V., S.A.</u>
<u>INTERMONEY VALORES S.V. S.A.</u>
<u>INVERSEGUROS, S.V., S.A.</u>
<u>LINK SECURITIES S.V, S.A.</u>
<u>MAPFRE-INVERSION, S.V, S.A.</u>
<u>NORBOLSA S.V., S.A.</u>
<u>RENTA 4, S.V., S.A.</u>
Organismos autónomos de la Administración del Estado no incluidos en I
<u>BANCO DE ESPAÑA</u>
<u>BANCO DE ESPAÑA</u>
No residentes
<u>CITIGROUP GLOBAL MARKETS, LIMITED</u>

### 3.2.2. Mercado MERF (mercado electrónico de renta fija)

Todos los activos de renta fija admitidos a cotización en la Bolsa se negocian a través de un sistema electrónico de contratación. En el Mercado Electrónico de Renta Fija se negocian los valores de Renta Fija admitidos a cotización en las Bolsas y los valores de la Deuda Pública en Anotaciones.

La contratación de los valores se produce de forma continua y electrónica con difusión en tiempo real de toda su actividad. Asimismo el sistema de negociación facilita a los operadores los medios necesarios para que lleven a cabo la gestión de sus órdenes, permitiéndoles realizar consultas y funciones de mantenimiento sobre las mismas. También proporciona información y herramientas sobre los productos que negocian en

él: características de los valores, volúmenes y precios históricos negociados, cálculo del TIR, flujo de cupones y amortizaciones,...

Los miembros de las cuatro bolsas españolas (miembros del mercado bajo la forma de Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Entidades Financieras) y las entidades adheridas a través de los miembros bursátiles pueden negociar en este sistema. Los miembros del mercado tienen acceso a este sistema a través de los terminales SIBE y mediante aplicaciones externas homologadas.

El mercado es ciego en el sentido de que no se identifican los miembros en las posiciones ni en las negociaciones, pero sí se visualizan todas las posiciones compradoras y vendedoras así como las negociaciones realizadas.

La contratación se efectúa en euros nominales y los precios se expresan en tanto por ciento sobre el nominal con tres decimales para todos los activos, excepto para los activos al descuento que se expresan en rentabilidad con tres decimales (base 365). La variación mínima permitida es de 0,001 por ciento.

- Precio ex cupón: Los precios se expresan sin el cupón corrido.
- Precio con cupón: Los precios se expresan con el cupón corrido.

La contratación se produce de forma continua con un horario de negociación de 9:00 a 16:30 h.

Dentro del sistema coexisten 2 modalidades de contratación:

Se denomina negociación multilateral a aquella forma de contratación en la que las operaciones son el resultado del cruce de las diferentes órdenes de compra y de venta introducidas por los distintos miembros del mercado.

Las órdenes se colocan en el mercado atendiendo a un doble principio de prioridad en precio y tiempo de introducción. La negociación de las órdenes se produce de forma automática en base a estos criterios de prioridad.

Todas las órdenes son órdenes limitadas a ejecutar a su precio límite o mejor.

En cuanto a la forma de negociar el importe nominal, las órdenes limitadas pueden tener las siguientes condiciones de ejecución:

No hay restricciones, la orden se ejecutará inmediatamente si hay contrapartida en el mercado a ese precio o mejor. Si no hay contrapartida o ésta no es suficiente, la orden o su resto, se colocará en el mercado por orden de precio y tiempo de introducción, manteniéndose en el mismo hasta su negociación o cancelación.

Puede ocurrir que se realicen con restricciones a la ejecución, la cual puede ser de tres formas:

- **Volumen mínimo:** La orden lleva implícita la condición de que al menos se negocie un importe mínimo indicado como tal al introducir la orden. Si se ejecuta al menos este importe mínimo la orden permanece en el mercado hasta la ejecución del resto, si bien este resto se podrá negociar por cualquier importe. Si no hay contrapartida suficiente para completar el mínimo exigido inicialmente, la orden es eliminada del mercado.
- **Todo / Nada:** La orden se ejecuta si en el momento de introducirse hay contrapartida para la totalidad de su importe. En caso contrario se elimina del mercado.
- **Ejecutar o anular:** La orden se ejecuta por la cantidad que exista como contrapartida en el momento de su introducción, anulándose el resto.

Las órdenes se pueden introducir con tres tipos de vigencias:

- **Vigencia Día:** La orden es válida sólo para la sesión en curso.
- **Vigencia Fecha:** Permite seleccionar una fecha dentro de los próximos 30 días. Al finalizar la sesión de dicha fecha la orden o su resto no negociado se cancela automáticamente.
- **Vigencia 30 días:** La orden o su resto no negociado se cancela automáticamente transcurridos 30 días.

Modalidad de negociación bilateral que permite comunicar operaciones acordadas previamente, todas estas operaciones se difunden y liquidan a través de los mismos sistemas que el resto de las operaciones. Dentro de esta modalidad se distinguen dos tipos:

- Operaciones a cambio convenido: Se consideran operaciones a cambio convenido aquellas en las que dos miembros del mercado acuerdan previamente una operación y la introducen ya cerrada en el sistema a efectos de su difusión al mercado y su incorporación en los procedimientos de liquidación. Para los activos de Renta Fija el importe debe ser superior a 150.000 euros efectivos y para los activos de Deuda Pública Anotada no existe ninguna limitación al importe. El precio se considera como no oficial.
- Aplicaciones: Se consideran aplicaciones, disponibles únicamente para los activos de Renta Fija, aquellas en las que el miembro del mercado introduce en el sistema una operación ya casada en la que él mismo interviene la compra y la venta, a efectos de su difusión en el mercado y su incorporación en los procedimientos de liquidación. El importe debe de ser superior a 150.000 euros efectivos. El precio se considera como no oficial.

Dentro de las dos modalidades, las operaciones realizadas sobre los activos de Renta Fija son desglosadas y comunicadas a Iberclear (plataforma SCLV) a través de los procedimientos establecidos en cada Bolsa, produciéndose su liquidación y compensación dentro de los plazos establecidos al efecto (actualmente en D+3).

Todas las entidades miembros de las Bolsas pueden negociar en el Sistema Bursátil en los valores de Renta Fija. Los miembros de las Bolsas que a su vez son entidades miembros del Mercado de Deuda Pública o tienen relación formalizada con alguna entidad adherida pueden operar en el Sistema Bursátil en las emisiones de Deuda Pública. Pueden ser entidades adheridas al sistema de Deuda Pública aquellas entidades miembros del Mercado de la Deuda Pública en Anotaciones que cumplan una serie de requisitos para poder adherirse al Régimen Bursátil de la Deuda Pública en Anotaciones.

#### 4. **BASILEA I, II Y III**

Quiero hacer mención al acuerdo de Basilea pues ha sido clave en la aparición y modificación de las participaciones preferentes. Tras la aprobación de Basilea II las entidades financieras crearon las llamadas Participaciones Preferentes, todo ello para reforzar los recursos propios básicos sin tener que ampliar el capital. Tras aprobarse la normativa Basilea III a finales de 2011, las entidades financieras se lanzaron a hacer ofertas de canje antes de la entrada en vigor el próximo 1 de enero de 2013. Según esta nueva norma, las preferentes dejarán de contar en los recursos propios básicos, es decir, no servirán para reforzar el capital.

##### 4.1. **Basilea I**

El acuerdo **Basilea I** fue publicado en 1988, en Basilea (Suiza) por el Comité, compuesto por los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, España, EEUU, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. Se trataba de un conjunto de recomendaciones para establecer un capital mínimo que debía tener una entidad bancaria en función de los riesgos que afrontaba.

Dicho acuerdo establecía una definición de "capital regulatorio" compuesto por elementos que se agrupan en 2 categorías (o "tiers") si cumplen ciertos requisitos de permanencia, de capacidad de absorción de pérdidas y de protección ante quiebra. Este capital debe ser suficiente para hacer frente a los riesgos de crédito, mercado y tipo de cambio.

Cada uno de estos riesgos se medía con unos criterios aproximados y sencillos. El principal riesgo era el riesgo de crédito, y se calculaba agrupando las exposiciones de riesgo en 5 categorías según la contraparte y asignándole una "ponderación" diferente a cada categoría (0%, 10%, 20%, 50%, 100%), la suma de los riesgos ponderados formaba los activos de riesgo.

El acuerdo establecía que el capital mínimo de la entidad bancaria debía tener debía ser el 8% del total de los activos de riesgo (crédito, mercado y tipo de cambio sumados).

Basilea era una recomendación, quedando libre de incorporarlo en su ordenamiento regulatorio con las modificaciones que considerase oportunas.

#### 4.2. Basilea II

Este primer acuerdo de capital de Basilea ha jugado un papel muy importante en el fortalecimiento de los sistemas bancarios y ha entrado en vigor en más de 130 países. Dado que el acuerdo contenía ciertas limitaciones en su definición, en junio del 2004 fue sustituido por el llamado acuerdo **Basilea II**.

La principal limitación del acuerdo de Basilea I es que es insensible a las variaciones de riesgo y que ignora una dimensión esencial: la de la calidad crediticia y, por lo tanto, la diversa probabilidad de incumplimiento de los distintos prestatarios. Es decir, consideraba que los créditos tenían la misma probabilidad de incumplir.

Para superarla, el Comité de Basilea propuso en 2004 un nuevo conjunto de recomendaciones:

- Cálculo de los requisitos mínimos de capital: tiene en cuenta la calidad crediticia de los prestatarios (utilizando ratings externos o internos) y añade requisitos de capital por el riesgo operacional.

La norma de Basilea I, que exige fondos propios  $> 8\%$  de activos de riesgo, considerando: (riesgo de crédito + riesgo de negociación+ riesgo de tipo de cambio), mientras que ahora considera: (riesgo de crédito + riesgo de mercado+ riesgo de tipo de cambio + riesgo operacional)

Dentro del riesgo de crédito se otorga un tratamiento especial a las titulizaciones, para las cuales se debe analizar si existe una transferencia efectiva y significativa del riesgo, y si son operaciones originadas por la entidad o generados por otras.

El riesgo de negociación y el riesgo de tipo de cambio se siguen calculando conforme a Basilea I.

El riesgo operacional se calcula multiplicando los ingresos por un porcentaje que puede ir desde el 12% hasta el 18%.

- El proceso de supervisión de la gestión de los fondos propios: los organismos supervisores nacionales están capacitados para incrementar el nivel de prudencia exigido a los bancos bajo su jurisdicción. Además, deben validar tanto los métodos estadísticos empleados para calcular los parámetros exigidos en el primer pilar como la suficiencia de los niveles de fondos propios para hacer frente a una crisis económica, pudiendo obligar a las entidades a incrementarlos en función de los resultados.

Para poder validar los métodos estadísticos, los bancos estarán obligados a almacenar datos de información crediticia durante periodos largos, de 5 a 7 años, a garantizar su adecuada auditoría y a superar pruebas de "stress testing".

Además se exige que la alta dirección del banco se involucre activamente en el control de riesgos y en la planificación futura de las necesidades de capital. Esta autoevaluación de las necesidades de capital debe ser discutida entre la alta dirección y el supervisor bancario. Como el banco es libre para elegir la metodología para su autoevaluación, se pueden considerar otros riesgos que no se contemplan en el cálculo regulatorio, tales como el riesgo de concentración y/o diversificación, el riesgo de liquidez, el riesgo reputacional, el riesgo de pensiones, etc.

Para grupos financieros multinacionales se establecen Colegios Supervisores que, bajo la coordinación del supervisor de la entidad matriz, se encargan de la coordinación internacional de la supervisión del grupo financiero.

- La disciplina de mercado: el acuerdo estableció normas de transparencia y exigió la publicación periódica de información acerca de su exposición a los diferentes riesgos y la suficiencia de sus fondos propios.

Todo ello es para conseguir un triple objetivo:

- La generalización de las buenas prácticas bancarias y su homogeneización internacional.

- La reconciliación de los puntos de vista financiero, contable y de la gestión del riesgo sobre la base de la información acumulada por las entidades.
- La transparencia financiera a través de la homogeneización de los informes de riesgo publicados por los bancos.

Inicialmente la información debe incluir:

- Descripción de la gestión de riesgos: objetivos, políticas, estructura, organización, alcance, políticas de cobertura y mitigación de riesgos.
- Aspectos técnicos del cálculo del capital: diferencias en la consolidación financiera y regulatoria.
- Descripción de la gestión de capital.
- Composición detallada de los elementos del capital regulatorio disponible.
- Requerimientos de capital por cada tipo de riesgo, indicando el método de cálculo utilizado.

Las principales críticas se han centrado en que se considera que es demasiado "procíclico" (podría acentuar la debilidad económica en caso de recesión y fomentarla en época de bonanza).

#### **4.1. Basilea III**

Algunas imperfecciones del modelo se han puesto de manifiesto con la crisis económica actual y es por ello que surge el acuerdo **Basilea III**.

La reforma de Basilea III incluye los siguientes elementos:

- Aumento de la calidad del capital para asegurar su mayor capacidad para absorber pérdidas. Recordemos que Basilea II había mantenido básicamente la definición de capital del Acuerdo de 1988.
- Mejora de la captura de los riesgos. Se modifica el cálculo de los riesgos para determinadas exposiciones que la crisis ha probado que estaban mal capturados. En particular, para las actividades de la cartera de negociación, titulaciones,



exposiciones a vehículos fuera de balance y al riesgo de contraparte que se deriva de las exposiciones en derivados. En todo lo demás, se mantiene el tratamiento establecido en Basilea II.

- Constitución de colchones de capital en momentos buenos del ciclo que puedan ser utilizados en períodos de estrés. Se busca contribuir a un sistema bancario más estable, que ayude a amortiguar, en lugar de amplificar, las crisis económicas y financieras.
- Introducción de una ratio de apalancamiento como una medida complementaria a la ratio de solvencia basada en riesgo, con el objetivo de contener el apalancamiento excesivo en el sistema bancario.
- Aumento del nivel de los requerimientos de capital, para fortalecer la solvencia de las entidades y contribuir a una mayor estabilidad financiera. El nivel de la ratio de solvencia tampoco se había modificado en Basilea II.
- Mejora de las normas del proceso supervisor (pilar 2) y de la disciplina de mercado (pilar 3) y establecimiento de guías adicionales en áreas como gestión del riesgo de liquidez, buenas prácticas para la valoración de instrumentos financieros, ejercicios de estrés, gobierno corporativo y remuneración.
- Introducción de un estándar de liquidez que incluye una ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y una ratio de liquidez estructural a largo plazo. El objetivo es asegurar que las entidades tengan colchones de liquidez suficientes para hacer frente a posibles tensiones en los mercados y una estructura de balance que no descansa excesivamente en la financiación a corto plazo.

Las nuevas medidas de capital y de liquidez endurecen significativamente la regulación bancaria.

Por ello, se ha acordado establecer un período transitorio amplio durante el cual las medidas se implantarán gradualmente. Este período abarca desde el 1 de enero de 2013 hasta el 1 de enero de 2019, fecha en que el nuevo marco regulatorio deberá estar totalmente implantado.

El impacto Macroeconómico de Basilea III lo ha determinado la OCDE tras un estudio publicado el 17 de febrero de 2011. Estima que el impacto a medio plazo de la

aplicación de Basilea III sobre el crecimiento del PIB es del orden de -0,05% al -0,15% por año. La producción económica está afectado principalmente por un aumento de los diferenciales de los préstamos bancarios ya que los bancos pasan un aumento de los costes de financiación bancaria, debido a los requisitos de capital más elevados, a sus clientes. Para cumplir con los requerimientos de recursos propios efectivos en 2015 (4,5% para el índice de capital común, un 6% para el ratio de capital Tier 1), los bancos se estiman para aumentar sus márgenes de préstamos, en promedio, en alrededor de 15 puntos básicos. Los requerimientos de capital vigente a partir del 2019 (7% para el índice de capital común, 8,5% para el ratio de capital Tier 1) podría aumentar los diferenciales de los préstamos bancarios por cerca de 50 puntos básicos. Los efectos estimados sobre el crecimiento del PIB no asumen ninguna respuesta activa de la política monetaria. En la medida en que la política monetaria ya no estará limitado por el límite inferior cero, el impacto de Basilea III en la producción económica podría ser compensado por una reducción (o aumento retardado) en las tasas de política monetaria por alrededor de 30 a 80 puntos básicos.

Basilea III es una oportunidad y un desafío para los bancos. Puede proporcionar una base sólida para los próximos desarrollos en el sector bancario, y se puede asegurar que los excesos del pasado se evitan. Basilea III está cambiando la forma en que los bancos frente a la gestión de los riesgos y las finanzas. El nuevo régimen busca una integración mucho mayor de las funciones de finanzas y gestión de riesgos. Esto probablemente conducirá a la convergencia de las responsabilidades de los directores financieros en cumplimiento de los objetivos estratégicos de la empresa. Sin embargo, la adopción de una reglamentación más rigurosa podría verse obstaculizado por la dependencia de los datos múltiples y por la separación de poderes entre los responsables de las finanzas y los que manejan el riesgo. El nuevo énfasis en la gestión del riesgo que es inherente a Basilea III requiere la introducción o la evolución de un marco de gestión de riesgo que es tan robusta como las infraestructuras existentes de gestión de las finanzas. Además de ser un régimen regulatorio de Basilea III en muchos aspectos constituye un marco para la gestión de verdadero riesgo empresarial, que consiste en cubrir todos los riesgos para el negocio.

El Banco de España valoró todos estos cambios en la normativa publicada y estimó positivamente la revisión de las normas de solvencia bancaria al considerar que los

nuevos requerimientos de capital se han planteado para evitar nuevas crisis financieras, permiten la existencia de bancos más fuertes y sólidos y despejan las incertidumbres que se planteaban en el sector sobre ellas.

## **5. EL PROBLEMA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES**

Actualmente en España se está viviendo una situación de miedo colectivo basado en la duda de si se recuperará el dinero invertido o por lo menos cobrar los intereses mientras se tiene el dinero “atrapado”.

Es un producto híbrido entre un bono y una acción que se colocó masivamente entre los pequeños inversores hace 3 años en pleno estallido de la crisis financiera, con el gancho claro de intereses muy superiores a lo que se pagaba en plazo fijo. Con estas participaciones preferentes, las entidades financieras reforzaron sus recursos propios básicos sin la necesidad de tener que ampliar capital.

Este producto, sin duda, está destinado a un inversor de perfil arriesgado. El problema ha surgido que se ha ofrecido y contratado por inversores con aversión al riesgo. Muchos de estos pequeños ahorradores compraron preferentes como si de un depósito a plazo fijo se tratara cuando en verdad lo que estaban comprando era una deuda perpetua con el banco. Un producto mucho más opaco y menos líquido de lo que en un principio se imaginaban o les contaron.

El funcionamiento de las participaciones preferentes es bastante sencillo en principio; el cliente compra a un determinado precio, cobra una rentabilidad anteriormente pactada con el banco, como si de un dividendo se tratara, y cuando quiere, vende recuperando el 100% del principal y llevándose los intereses.

El primer problema de liquidez de estas participaciones surgió después de que la CNMV prohibiera las transacciones opacas entre clientes de oficina, había un mercado secundario ágil y real donde en pocos días se emitía una orden de compra o venta y se casaba rápidamente por el 100% del valor. Esta prohibición provocó que el dinero invertido valiera en el mercado secundario mucho menos del precio al que las compraron. Y por último surgieron las respuestas de cada entidad financiera de cómo

canjear sus participaciones, incluso en algún caso mientras no se deciden los inversores ya no reciben ni siquiera sus intereses.

Mientras había una época de bonanza económica era una fórmula que funcionaba a la perfección, pero que en plena crisis financiera se convierte en una trampa mortal para los ahorradores. Lo primero porque las empresas no tienen obligación de pagar dividendo si entran en pérdidas y, lo segundo porque las preferentes cotizan en el AIAF, mercado español de referencia para la deuda corporativa o renta fija privada, integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME). Un mercado donde la liquidez brilla por su ausencia. Es decir, si el inversor cansado de no cobrar el cupón decidiese vender sus participaciones en este mercado secundario se encontraría con unas minusvalías latentes del 50% o más.

En la actualidad, el saldo vivo de participaciones preferentes es de 8.500 millones de euros. Una cantidad que se ha reducido sustancialmente, ya que en mayo del año anterior esta cifra alcanzaba los 22.500 millones de euros. Y es que, a finales de 2011, las entidades financieras se lanzaron a hacer ofertas de canje, para adaptarse a la normativa Basilea III, que entrará en vigor el próximo 1 de enero de 2013. Según esta nueva norma, las preferentes dejarán de contar en los recursos propios básicos, es decir, no servirán para reforzar el capital.

El endurecimiento de los requisitos exigidos a las entidades por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) ha impulsado a bancos y cajas a proponer el canje de las preferentes por acciones ordinarias y otros instrumentos que computen como capital. La EBA exigirá tener un 'colchón de capital' (core capital) mínimo del 8% a partir de 2013. Es decir, que la suma de acciones y fondos disponibles en el acto equivalgan al 8% del conjunto de activos con riesgo de impago.

La avalancha de participaciones preferentes vendidas entre pequeños inversores en 2009 continúa en el ojo del huracán. Las protestas de diversas asociaciones de banca, como Adicae, echaron más leña al fuego. Aseguran que la comercialización de este instrumento de deuda eterna -híbrido entre capital y bonos- fue incorrecta, ya que en numerosos casos se vendió como depósitos corrientes y molientes, cuando en realidad era un producto de alto riesgo.

Las participaciones preferentes no están cubiertas por el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. Dicho Fondo fue creado por el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre. Tiene personalidad jurídica propia, con plena capacidad para el desarrollo de sus fines en régimen de derecho privado, y su sede está en Madrid. El Fondo tiene por objeto garantizar los depósitos en dinero y en valores u otros instrumentos financieros constituidos en las entidades de crédito, con el límite de 100.000 euros para los depósitos en dinero o, en el caso de depósitos nominados en otra divisa, su equivalente aplicando los tipos de cambio correspondientes, y de 100.000 euros para los inversores que hayan confiado a una entidad de crédito valores u otros instrumentos financieros. Además de ofrecer estas dos garantías, distintas y compatibles, el Fondo tiene por objeto también la realización de actuaciones que refuercen la solvencia y funcionamiento de una entidad de crédito en dificultades.

### **5.1. Canjes de las principales entidades bancarias**

En la mayoría de las entidades financieras los canjes propuestos es la transformación en acciones u otros instrumentos que computan como capital de máxima categoría, Core Tier 1 en la terminología de la Autoridad Bancaria Europea (ABE). Pero también han entregado deuda subordinada e incluso depósitos.

#### *5.1.1. Banco Santander:*



El canje se realizó por acciones respetando el 100% del nominal a finales de 2011. Esta operación afecta a la emisión de casi 1.966 millones de euros de participaciones preferentes 'Serie X' realizada en junio de 2009 por Santander Finance Capital.

Las condiciones propuestas para el cambio de preferentes por acciones, en un principio fueron las siguientes:

- Disponible para preferentes emitidas en verano de 2009, que pagan a Euribor 3 meses + 2,20% (actualmente 4,40% anual) y cuyo precio en el mercado secundario registra pérdidas del 18% según la última cotización
- El Santander respeta el 100% del nominal de las preferentes en el canje
- Los interesados pueden pedir el canje del 14/12/11 al 23/12/11
- Las acciones al cambio se valorarán en función de la media de precios ponderados entre esas fechas
- El día 23, el Santander comunicará el precio definitivo a la CNMV
- La entrega de acciones se realizará el 30/12/11, aunque podrían tardar en cotizar hasta 6 días

En estas condiciones descritas, los inversores pueden ganar o perder dinero en función de la evolución de las acciones entre el 14 y el 23 de diciembre. Si la cotización media del Santander durante esos días es inferior a la que marca el día 23, ganarían dinero, mientras que si sucediera lo contrario, perderían. Si, además, tenemos en cuenta que la entrega se realizará el día 30 y que podría tardar hasta 6 días hábiles en cotizar, la variación puede ser aún mayor en función de cómo oscilen las acciones del banco. Los inversores que acudan a la operación percibirán el cupón de las participaciones preferentes previsto para el 30 de diciembre, que es del 3,774% anual, y tendrán todos los derechos económicos de las acciones de Banco Santander una vez las reciban. Por tanto, tendrán derecho a participar en el programa 'Santander Dividendo Elección' del 1 de febrero de 2012.

Para la entidad es la solución perfecta para que los bancos mejoren sus balances. Banco Santander emitiría 1.966 millones de euros en acciones nuevas, que equivalen a un 0,35% de 'core' capital. La Autoridad Bancaria Europea (EBA) exige tener a 30 de junio de 2012 un core capital del 9%, y Banco Santander se ha marcado el objetivo de llegar a dicha fecha con un 10%.

5.1.2. *Banco Sabadell:*



Canje por acciones respetando el 90% del nominal, con la opción de recibir un 12% en caso de mantener las acciones hasta el 14/12/2012.

Condiciones propuestas:

- Permite el canje de acciones emitidas por el Sabadell entre 1999 y 2009, así como del Banco Guipuzcoano entre 2004 y 2009.
- El Sabadell respeta el 90% del importe de las preferentes en el canje
- Los interesados pueden pedir el canje entre el 14/12/11 y el 30/12/11
- Las acciones al cambio se valorarán en función de la media de los precios ponderados de la acción entre el 2/10/11 y el 30/12/11
- Los inversores que mantengan las acciones hasta el 14/12/2012 recibirán en acciones un 12% de su inversión inicial en preferentes, con el mismo método para calcular el precio que en el año anterior, pero aplicado a 2012

Esta opción, pese a respetar sólo el 90% del importe de las preferentes puede llegar a ser muy interesante, el hecho de que se valore la media entre el 2 de octubre y el 30 de diciembre hacen que sea muy probable que el usuario salga ganando, ya que las acciones del Sabadell han subido, concretamente de 2,56 a 2,94 entre el 2/10/11 y el 15/12/11, y podrían hacerlo aún más. Pero realmente lo interesante es el “premio” a la permanencia de las acciones hace que sea aún más interesante para aquellos a los que no les importe conservarlas durante un año.

5.1.3. CAM:



Canje por acciones del Banco Sabadell (banco al que se ha adherido) respetando el 100% del nominal, con un 6% adicional en efectivo por cada año que se mantengan las acciones (hasta 4 años).

El 31 de Marzo de 2011 salta a la luz en prensa que La CAM (Caja Mediterranea) pide rescate público. En la noche del 30 de Marzo de 2011 tras una reunión con Cajastur, Caja Cantabria y Caja Extremadura en la que rompieran el pacto de fusión en el que trabajaban desde hacía meses, la CAM comunicó oficialmente su decisión de solicitar "apoyo financiero al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria". Todo esto fue estallado por la presión por parte del Banco de España al requerir a las cuatro cajas protagonistas de la ruptura que comunicaran "inmediatamente" sus estrategias para conseguir el capital necesario. Fue entonces cuando la entidad alicantina comunicó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), sin mencionar ninguna cantidad concreta de dinero, una decisión que en la práctica supondrá su nacionalización, al menos parcial y temporal.

En Mayo de 2012 la Comisión Europea da el visto bueno a la absorción de la CAM por parte de Banco Sabadell. El plan de fusión, incluye un esquema de protección de activos que cubrirá el 80% de las pérdidas en los próximos 10 años, ha sido aceptado después de que Sabadell aceptara los términos impuestos por Bruselas que incluían el cierre de 450 oficinas y la salida de 2.200 personas. Los planes de integración de la CAM en Banco Sabadell garantizarán la viabilidad a largo plazo sin necesidad de un apoyo público continuado, evitando así indebidos falseamientos de la competencia.



Las condiciones generales del canje de participaciones preferentes CAM por acciones del Banco Sabadell:

- Respeto del 100% del valor nominal
- Remuneración adicional si se mantienen las acciones, al 6% anual con liquidación trimestral, hasta un 24% (4 años)
- Precio de la acción al canje: media de la cotización de las acciones los 10 días previos al último día para su aceptación o 2,30€/acción, el mayor de los dos
- El canje podrá aceptarse entre el 20 de junio y el 27 de julio

El gran problema de este canje, como sucede con la mayoría, es que quien necesite el dinero con urgencia, quien no pueda esperar, no podrá acceder a él sin perder una gran cantidad de dinero. Esto es debido a que el precio mínimo de canje es de 2,30€/acción, cuando actualmente su precio ronda el 1,37€ Por tanto, estaría exponiéndose a perder alrededor del 40% de su dinero, una pérdida que podría ser aún mayor si se diera una venta masiva.

En agosto de 2012 se sabe que el Banco Sabadell había logrado sortear el problema de las participaciones preferentes de Banco CAM con el 95% de aceptación de canje por parte de sus titulares, lo que ha supuesto un impacto directo en su capital de cerca de 1.500 millones de euros. Sin embargo, las nuevas acciones han debutado en la primera quincena de agosto sin éxito en la Bolsa.

A primeros de septiembre con la valoración de las acciones podemos confirmar que por el momento, el canje de participaciones preferentes de la CAM por acciones del Sabadell no ha resultado ser, en absoluto, un mal negocio. A pesar de las pérdidas iniciales que tuvieron que aceptar los ahorradores, la fuerte revalorización que ha experimentado la cotización del banco en las últimas semanas ha provocado que al cierre de los mercados del último día de agosto de 2012, y al menos nominalmente, quienes aceptaron la propuesta hayan recuperado ya toda su inversión al alcanzar los títulos los 2,30 euros. Si a ello se suma el cupón del 6% anual que el grupo catalán pagará durante los próximos cuatro ejercicios a los que mantengan los valores, los clientes de la entidad ya estarían ganando dinero con esta operación.

Las nuevas acciones que emitió el Sabadell para compensar a los cerca de 60.000 clientes del Banco CAM que tenían sus ahorros atrapados en participaciones preferentes empezaron a cotizar el pasado 13 de agosto a 1,59 euros, una cifra un 30% inferior a la que tuvieron que pagar por estos títulos los afectados ya que la oferta de canje establecía su precio mínimo en 2,30 euros. Entonces los responsables del banco justificaron su decisión por la exigencia de Bruselas de que los tenedores de deuda de las entidades rescatadas asumieran también una parte del coste de su reestructuración.

5.1.4. *La Caixa:*



Canje por obligaciones subordinadas y bonos convertibles en acciones respetando el 100% del nominal. El 30% se cambió por bonos convertibles en acciones (50% con vencimiento en junio 2012 y 50% en junio 2013) y el 70% restante en obligaciones subordinadas a 10 años. Causó gran polémica por su baja liquidez.

El 99,47% de los clientes que mantenían participaciones preferentes de La Caixa (Caixabank) ha aceptado la oferta de canje de la entidad, cuyo plazo acababa el 31 de Enero de 2012. Este dato, facilitado por fuentes de La Caixa, significa que una inmensa mayoría de los afectados se desharán de las preferentes a perpetuidad para hacerse con bonos convertibles (30% del nominal) y obligaciones subordinadas a 10 años (70% restante).

Recordemos que este canje ha provocado un gran revuelo mediático por el largo plazo y la falta de liquidez inmediata que supone, reforzada sobre todo por una sensación de engaño, por la ya mencionada información de los partícipes que adquirieron este tipo de productos como plazos fijos donde la liquidez “estaba asegurada”.

Condiciones del canje:

- Un 30% del capital pasa a ser bonos convertibles en acciones de CaixaBank, con una rentabilidad del 6,66% TAE y una fecha de vencimiento el 50% en junio 2012 y el otro 50% en junio 2013. El precio de conversión será de 3,862 euros, el 100% de la media ponderada de los precios medios de la acción durante los últimos 15 días hábiles del periodo de aceptación de la oferta
- El 70% restante se convierte en obligaciones subordinadas a 10 años. Su retribución será del 5,095% y del 4,06% TAE, en función de la emisión canjeada.

Ambos productos comenzarán a cotizar en los mercados secundarios en un plazo máximo de 30 días desde la fecha de liquidación. Las obligaciones subordinadas cotizarán en el mercado AIAF, mientras que las convertibles lo harán en el MERF.

*5.1.5. Banca Cívica:*



Canje por obligaciones convertibles en acciones de Banca Cívica (o de Caixabank, si ya no cotizan) respetando el 100% del nominal.

Esta entidad se constituyó como banco el 9 de junio de 2010 siendo las entidades fundadoras Caja de Burgos, Caja Canarias y Caja Navarra. Comenzó a operar el 18 de junio de 2010.

La entidad anunció su fusión con Caixabank el 23 de marzo de 2012.

La Junta General Extraordinaria de Accionistas de Banca Cívica aprobó, el 26 de junio de 2012, la integración de la entidad en CaixaBank. La operación conforma la entidad

líder en el mercado español, con más de 13 millones de clientes y unos activos de 342.000 millones de euros. La integración no ha requerido ayudas públicas ni ha tenido ningún coste para el resto del sector financiero.

Estas fueron las condiciones generales primeras del canje de preferentes de Banca Cívica:

- Canje por obligaciones convertibles en acciones
- Respetando el 100% del capital nominal
- Rentabilidad de entre el 6% y el 9,50% (según emisión)
- Cupón de intereses trimestral
- Fecha prevista para el canje: finales de junio 2012
- Fecha prevista de conversión: 2014 (límite de conversión: 2018)
- El valor de las acciones tomará como referencia la cotización de los últimos 15 días antes del supuesto de conversión
- El valor de las acciones al canje será de mínimo 1,20€/acción y máximo 20€/acción
- En caso de consumarse la fusión con CaixaBank, el canje será de mínimo 1,92€/acción y máximo 32€/acción

5.1.6. *Bankia:*



En el mes de marzo de 2012 Bankia intenta lanzar una primera opción de canje para dar solución al problema de las participaciones preferentes, dicho canje se trataba de cambiarlas por acciones de Bankia respetando el 100% del nominal si se mantienen un año, y si no se mantienen respetan el 75%.

Las participaciones de Bankia están repartidas en 19 emisiones con 1.274 millones de euros.

Por ahora, la información publicada en los medios acerca del canje es la siguiente:

- Canje del 75% del nominal por acciones (admitidas a negociación el 3 de abril y cotizando el 4 de abril)
- Si se mantienen las acciones, se recibirá el 25% restante en tres partes: un tercio el 15 de junio 2012 (si se mantiene la totalidad de las acciones totales), el segundo el 14 de diciembre 2012 (si se mantienen 2 tercios de las acciones totales) y 14 de junio 2013 (si se mantiene 1 tercio de las acciones totales)

En la primera noticia no trascendió apenas el precio que tendrán las acciones de Bankia que reciban quienes acepten este canje. Según publica la CNMV, el precio del 75% inicial canjeado será el mayor entre:

1. 3,10 euros (precio de cierre de la acción de Bankia el 20 de febrero 2012)
2. El 100% de la media aritmética de los precios medios ponderados de las acciones de Bankia durante los 90 días naturales anteriores a la fecha de finalización del periodo de aceptación de la Oferta de Recompra (23 de marzo)

En cuanto al precio de las acciones adicionales (es decir, las que se recibirían de mantener las acciones iniciales), su valor será el mismo que en el punto 2, pero en referencia a las fechas de cada nueva emisión, con un mínimo de 2 euros (valor nominal de las acciones).

Uno de los principales problemas que tenía este primer canje es que si se quiere obtener una liquidez inmediata se perderá una cantidad importante de dinero. Y esta pérdida no sólo es por el 25% de menos en su valor sino también por la evolución previsible de las acciones.

En el mejor de los casos, con un canje a 3,10 euros por acción, ya serían previsible las pérdidas. A día de hoy, la acción está a 2,90€ y la tendencia es a la baja (expectativas que hoy ya sabemos que se han cumplido).

Cuanto más bajen las acciones, y cuanto mayor sea el precio de canje, mayor será la pérdida para los usuarios. Aunque, claro, también hay que valorar la alternativa: conservar preferentes o bonos perpetuos de Bankia a día de hoy conlleva un riesgo bastante elevado de no volver a ver la mayor parte del capital.

En Junio de 2012 se intenta lanzar una segunda posibilidad de canje por depósitos a 4 años no cancelables respetando el 100% del nominal y con una rentabilidad total del 5%.

Se arroja a la luz la incógnita de cómo se canjearán las participaciones preferentes de Bankia, ya que a pesar de haber solicitado dos tipos de canjes aún no han sido objeto de canje.

Estas serían las condiciones de esta segunda opción de canje:

- Respeto del 100% del valor nominal de las preferentes
- Rentabilidad total del 5% al vencimiento
- Plazo de 4 años
- Depósitos no cancelables

Teniendo en cuenta el inminente rescate europeo a la banca española, tener un depósito a 4 años en la entidad no parece un mal trato, aunque la rentabilidad ofrecida es francamente baja y el hecho de que no sea cancelable hace que este canje no sea una solución viable para quienes necesitan liquidez con urgencia. A no ser, claro, que la entidad ofrezca préstamos con los depósitos como garantía, como han hecho otras entidades financieras.

5.1.7. *Banco Popular:*



Canje por bonos convertibles en acciones, respetando el 100% del nominal. Rentabilidad del 6,75% anual. Ventanas de conversión semestrales con límite en abril de 2018.

El 15 de marzo de 2012 empezó el plazo para decidir si se acepta o no la oferta de canje de las participaciones preferentes por bonos convertibles en acciones.

Las condiciones definitivas del cambio fueron las siguientes:

- Canje de participaciones preferentes por bonos convertibles en acciones, respetando el 100% del nominal.
- Estos bonos ofrecerán una rentabilidad del 6,75% anual y serán obligatoriamente convertibles en acciones el 4 de abril de 2018, con ventanas de conversión anticipada los días 4 de abril y 4 de octubre cada año
- El precio de la acción al canje será la media aritmética de los precios de cierre de la acción correspondiente a los cinco días de cotización anteriores al día en que se produzca el supuesto de conversión

Esto significa que, quien acepte el canje, dispondrá de bonos con una rentabilidad muy elevada que tendrán que cambiar por acciones en 2018, o bien antes, si en alguna de las ventanas de liquidez semestrales sale rentable o es necesario obtener liquidez.

Desde este punto de vista, es un buen canje. La alta remuneración puede suplir posibles pérdidas, que podrían incluso no darse nunca si sabemos qué ventana elegir para cambiar bonos por acciones. La mayor ventaja de esta oferta es la liquidez inmediata en caso de necesidad.

5.1.8. *Caja España - Duero:*



Canje por depósitos a plazo fijo no cancelables a 5 años, respetando el 100% del nominal. Su rentabilidad oscilará entre el 1,50% y el 2%.

La entidad ofrecerá depósitos a plazo fijo no cancelables a cinco años, con una rentabilidad que variará entre el 2% y el 1,50% en función de la emisión. Aunque se trata de productos seguros, su condición de “no cancelable” y su baja rentabilidad hacen de este canje uno de los menos generosos de los vistos hasta el momento. Pero al transformarlo en plazo fijo se aumenta en seguridad pues entra dentro del fondo de garantía gubernamental.

Condiciones generales pendientes de autorización por la CNMV:

- Respeto al 100% del nominal de las preferentes
- Deberá aceptarse por la totalidad del nominal, no se permiten cancelaciones parciales
- Se canjearán por depósitos a plazo fijo de 5 años no cancelables
- Una vez recabadas las autorizaciones pertinentes (CNMV), se comunicará el plazo y las condiciones definitivas

En cuanto a la rentabilidad de estos depósitos, será distinta en función de la emisión de que se trate:

- Participaciones preferentes Caja Duero 2009: 2% anual
- Participaciones preferentes Caja España 2004: 1,50% anual
- Participaciones preferentes Caja España 2009: 2% anual



## 5.2. Última regularización del sistema bancario

El problema actual de las entidades que reciban ayudas es que ya no sólo dependen de las decisiones tomadas por CNMV o Banco de España, sino que tienen que estar autorizadas posteriormente por Bruselas.

A finales de Agosto, el Gobierno da el golpe de gracia a las preferentes y a los bonos subordinados. El peso de los rescates de la banca caerá primero sobre los accionistas. Pero los inversores en preferentes y en bonos subordinados, la mayoría particulares, con 11.200 millones de euros, sufrirán fuertes quitas. Los dueños de deuda de máxima calidad se libran, salvo que la entidad sea liquidada.

La condición de Bruselas era innegociable. Antes de que llegue ni un solo euro de los 100.000 millones que España solicitó el 9 de junio para poder tapar los agujeros de las entidades rescatadas, los accionistas y los acreedores de estas deben contribuir con su propio dinero. Es decir, tendrán que sufrir pérdidas sí o sí. El borrador del real decreto que el Gobierno prevé aprobar el próximo viernes en el Consejo de Ministros es tajante. Así, los accionistas serán los primeros en "soportar pérdidas". La norma dispara también contra los dueños de preferentes y de bonos subordinados, productos colocados mayoritariamente entre particulares. La buena noticia es que el texto, que todavía puede ser modificado, no hace tabla rasa entre los distintos acreedores. Las quitas pueden afectar a los propietarios de participaciones preferentes, de convertibles y de deuda subordinada, con o sin vencimiento, pero el borrador específico que se deberá "tener en cuenta el distinto orden de prelación que puedan tener entre sí las emisiones". No recibirán el mismo trato las preferentes, que se sitúan a la cola en el orden de prelación en caso de liquidación de la entidad, que los bonos subordinados con vencimiento, cuya calidad es superior. Ni siquiera tienen por qué verse afectadas todas las emisiones de este tipo de deuda.

Una vez aprobado el real decreto, ya estará por escrito en la legislación nacional que los accionistas, los dueños de preferentes y los de deuda subordinada tendrán que pagar una parte de la factura de los rescates. Pero las entidades y el Gobierno siguen negociando con Bruselas la fórmula exacta. Los 4.500 millones de euros en preferentes son el producto que más urge a Bruselas, puesto que fue concebido con el objetivo de absorber

pérdidas. El borrador abre la puerta a canjearlas por "otro producto bancario". Esta sería, de entrada, la solución más ventajosa para los clientes: así se les ofrecería la oportunidad de recuperar su dinero en los próximos años siempre que permanezcan fieles a la entidad. Hay otras posibilidades, como canjear los títulos por acciones o bonos convertibles, recomprarlos en efectivo por debajo del nominal o reducir su nominal. La condición indispensable, sea cual sea la fórmula, es que los títulos se valoren a precios de mercado; en el mejor de los casos, la entidad puede pagar hasta un 10% más. Eso sí, como el mercado secundario es muy ilíquido, un experto independiente deberá dar su opinión para "acreditar el valor de mercado" de dichos activos. Las preferentes vendidas por Caja Madrid en 2009, por ejemplo, cotizan al 40,5% de su nominal, según Bloomberg, lo que implicaría unas pérdidas del 59,5% respecto al precio de compra.

Las conversiones serán en principio voluntarias para los dueños de ese tipo de deuda, si bien el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) se guarda un as en la manga: puede imponer canjes forzosos si lo considera conveniente. Los clientes con depósitos de toda la vida en las entidades que requieran respaldo público pueden respirar tranquilos: su dinero está asegurado totalmente, sin tener ni siquiera en cuenta el límite de 100.000 euros por entidad y titular. Tampoco los dueños de cédulas hipotecarias y de bonos senior (la primera clase dentro de la deuda) corren peligro, a pesar de las recientes advertencias de las agencias Fitch y Standard & Poor's, que habían llegado a afirmar que ningún acreedor estaba completamente a salvo. Es cierto que, si una entidad es liquidada o sea objeto de una "resolución ordenada", expresión que prefiere utilizar el borrador, todos los acreedores pueden verse afectados. El proceso sería similar al de la liquidación de cualquier empresa: echan el cierre, venden sus activos y en la medida de sus posibilidades saldan sus deudas. El borrador especifica que "ningún acreedor soportará pérdidas superiores a las que habría soportado si la entidad es liquidada en el marco de un procedimiento concursal".

Si una entidad es finalmente objeto de una "resolución ordenada" o, en otras palabras, de una liquidación, ¿qué les pasará a los clientes con depósitos clásicos o cuentas de ahorro en dichas entidades? El borrador del real decreto es bastante taxativo en este punto: el objetivo es "proteger a los depositantes cuyos fondos están garantizados por el

Fondo de Garantía de Depósitos (FGD)". Es decir, la cantidad protegida por el FGD ascendería a 100.000 euros por titular y entidad, según la actual normativa española.

El 31 de agosto de 2012 fue un día clave en el encaminamiento que estaban tomando todo tipo de decisiones en lo referente a las participaciones preferentes. El Gobierno ha aprobado su tercera reforma financiera para cumplir con las condiciones del rescate bancario.

En este El Real Decreto de Reestructuración y Resolución Ordenada de Entidades de Crédito que hoy aprobará el Gobierno introduce importantes novedades con respecto a la legislación anterior. Regula la liquidación de entidades inviables, otorga un gran poder al Frob, fija soluciones para las participaciones preferentes y crea la figura del banco malo entre otras acciones que pueden resumirse en diez puntos.

1. Otorga un gran poder al Frob: Se convierte en gestor de la reestructuración y de la resolución de entidades. Estará regulado por una comisión, cuyo presidente deberá acudir al Congreso de los Diputados cada tres meses a exponer las medidas adoptadas. Se financiará a través de operaciones de endeudamiento y de los Presupuestos Generales del Estado.

2. Regula la liquidación de entidades: Los bancos que sean inviables, o que previsiblemente lo serán en el futuro, y que supongan un peligro para la estabilidad del sistema, serán liquidados en un proceso que gestionará el Frob. Sólo aquellas entidades cuya liquidación represente un peligro para la estabilidad del sistema financiero podrán evitar este proceso.

3. Reestructuración bancaria: Las entidades que puedan ser viables por sí mismas en un futuro deberán acometer una intervención temprana, que incluye la presentación de un plan de acción con una duración inferior a tres meses. Por su parte, los grupos viables pero que necesiten ayuda pública, tendrán que reintegrar los recursos recibidos en un plazo de cinco años, ampliable en dos en función de la situación económica.

4. Solución a las preferentes: Los tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada de una entidad que reciba ayudas públicas perderán parte de su inversión,

ya que el Frob y un experto independiente fijarán, en función del valor de mercado, un precio de canje que siempre estará por debajo del de compra.

5. Banco malo: El Gobierno aprobará hoy su creación pero los detalles de cómo funcionará no se conocerán hasta el próximo otoño, ya que el propio Ejecutivo todavía no los ha definido. Entrará en vigor en noviembre y entonces se conocerá su estructura, los activos que podrá aglutinar y el precio de los mismos.

6. Sueldo de directivos: Los presidentes ejecutivos, consejeros delegados y directivos de los bancos que soliciten algún tipo de ayuda pública verán su remuneración limitada a 500.000 euros anuales, 100.000 menos que el tope hasta ahora marcado.

7. Gestión de entidades: Los banqueros de las entidades que tengan que recurrir al Frob tendrán que responder de los daños y perjuicios que hayan ocasionado en proporción a su participación y gravedad. Hasta ahora, nunca ha ocurrido algo similar.

8. Exigencias de capital: Todas las entidades bancarias, hayan sido rescatadas o no, tendrán que presentar una ratio de capital principal del 9% sobre activos de riesgo. La medida unifica la horquilla anterior, que exigía entre el 8% y el 10%, en función del banco.

9. Deroga la legislación anterior: El nuevo Real Decreto modifica muchas de las medidas que aprobó el Gobierno socialista en la reforma bancaria de 2011.

10. Fondo de Garantía de Depósitos: El Frob financiará al FDG en caso de que se quede sin recursos, algo que ha estado cerca de suceder este año. El proceso se realizará utilizando de manera eficiente los recursos públicos.

## CONCLUSIONES

Para llegar a una buena conclusión lo primero voy a recordar la definición exacta.

*Definición Participación Preferente:* son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho de voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Su remuneración el primer año suele ser fija. A partir del segundo normalmente está referenciada al Euribor (o a algún otro tipo de referencia) mas un determinado diferencial. Esta remuneración está condicionada a que la entidad emisora de las participaciones obtenga beneficios suficientes. Se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido.

Las participaciones preferentes en su momento inicial funcionaron de forma razonable durante mucho tiempo, aunque ahora han perdido valor por la situación del sector bancario.

Estos productos no han sido inventos de los bancos, sino una recomendación de Basilea II (normativa internacional bancaria), que apuntó a las preferentes como un mecanismo para no tener que recurrir a la emisión de capital. Las participaciones preferentes ya existían desde hace 15 años pero tuvieron su boom hace 3.

Así todo, existe la normativa Mifid que se creó con el objetivo de mejorar la protección de los inversores minoristas. La cuestión de ésta normativa es que deja muy claro que está prohibido comercializar un producto complejo a un minorista. Mifid establece unos principios claros de cómo se ha de presentar la información al cliente y qué productos son los indicados dentro de la clasificación de los mismos.

La entidad debe de entregar cierta documentación previa a la firma del contrato y una vez formalizada la contratación debe ir informando al cliente del valor de la inversión y modificaciones realizadas sobre el producto.

Los inversores, deberían haber estado informados de que si hay pérdidas la entidad recurrirá a las preferentes, y de que si no hay beneficios no cobrarán intereses. Todo esto está explicado en el folleto informativo del producto, pero por parte del empleado se suele omitir este tipo de información. Los clientes han contratado unos productos que mientras la economía iba bien el producto no “destapó” sus dos características más importantes y diferenciadoras. Bien es cierto que no hay “duros por pesetas” y si una entidad paga más y se sale del plazo fijo alguna característica diferente debe tener. Así todo como defensa del vendedor sí se puede decir que nunca se pensaba que su entidad iba a tener nunca pérdidas. También está surgiendo el problema de que clientes que sí sabían lo que estaban contratando se unen a las reclamaciones como presuntos clientes no informados y engañados.

Para la contratación y venta de las participaciones existe un mercado primario y uno secundario no oficial;

- En el mercado primario, se ponen en circulación las emisiones de las entidades financieras, dicho mercado surge como alternativa a la financiación de origen bancario ante las necesidades financieras de las empresas, es decir aporta financiación a su emisor. Con la emisión en participaciones preferentes la entidad consigue aumentar su pasivo exigible.
- En el mercado secundario, se da liquidez a los activos ya emitidos. Dicho mercado está reconocido por la Ley del Mercado de Valores. El mercado de renta fija privado que más carteras mueve es el mercado AIAF (Mercado de la Asociación de intermediarios de activos financieros). Existe detrás el mercado MERF (mercado electrónico de renta fija) que es aquel mercado donde se negocian los valores de renta fija admitidos a cotización en las bolsas y los valores de Deuda pública en Anotaciones.

He querido introducir un pequeño resumen de los distintos mercados y de cómo se genera una emisión para que los partícipes tengan una idea general de cómo se negocian y se venden las participaciones, e intenten comprender porque se ha dificultado la venta y transmisión de los mismos.

Los acuerdos de Basilea han sido clave en la aparición y modificación de las participaciones preferentes. Tras la aprobación de Basilea II las entidades financieras crearon las llamadas Participaciones Preferentes, todo ello para reforzar los recursos propios básicos sin tener que ampliar el capital. Tras aprobarse la normativa Basilea III a finales de 2011, las entidades financieras se lanzaron a hacer ofertas de canje antes de la entrada en vigor el próximo 1 de enero de 2013. Según esta nueva norma, las preferentes dejarán de contar en los recursos propios básicos, es decir, no servirán para reforzar el capital. De aquí vienen las proposiciones por parte de las entidades de crédito de canjear estos productos por acciones. Lo que está claro es que en el caso de clientes que han puesto demanda judicial a las entidades financieras, el canjear por productos denominados como complejos no es solución para ellos.

En los últimos días el ministro de economía, Luis de Guindos, ha avanzado en una reunión con el equipo económico del PP, que Bruselas tendrá que dar el visto bueno a lo que proponga cada entidad intervenida (Bankia, Novagalicia, Banco de Valencia y Catalunya Banc) para resarcir a los afectados de las participaciones preferentes. Pero la resolución final, con objeto de minimizar el coste para los contribuyentes, tal y como exige Alemania, ha optado por cargar sobre los afectados de este escándalo una parte de la factura de la reestructuración financiera, al determinar que las preferentes de los bancos que reciban ayudas públicas se canjearán a un máximo del precio de mercado más el 10%. Esto podría suponerles pérdidas de hasta el 60% del principal.

El debate de las participaciones preferentes sigue abierto, pues sigue habiendo clientes con denuncias de no haber contratado los productos que ellos pensaban, y también por no haber una solución definida en muchas entidades de lo que ocurre con los ahorros invertidos en participaciones preferentes, todo ello mientras que el mercado secundario sigue “bloqueado”.

Como opinión personal, tras el estudio exhaustivo de toda la “problemática” generada actualmente de las participaciones preferentes, y tras leer mucha información, llegue a varios artículos periodísticos donde lo comparan con la trama de Afinsa, veremos como se resuelve esta vez. Al llegar a esta comparación llega el momento de hacernos la pregunta de hasta qué punto es un engaño. La cuestión es que si una entidad financiera te ofrece un producto, informándote de los posibles beneficios pero obviando los riesgos

(bien por considerarlos improbables, bien por mala fe) el producto, en este caso las participaciones preferentes, que te están ofreciendo puede ser perfectamente legal, pero están engañándote.

Sin embargo no te están timando, es un producto financiero, cuenta con el beneplácito de los organismos pertinentes, es perfectamente legal, está sujeto a todo tipo de imposiciones como cualquier otro producto financiero, y la información sobre él está disponible para ser consultada, otra cosa es que “perdamos el tiempo” consultándola o nos dejemos engatusar por los “asesores”.

Es muy fácil ponerse del lado de los afectados, indignarse por estas prácticas de las entidades financieras, que bordean muy peligrosamente el engaño. Pero en este caso la culpa va a recaer en los afectados, a menos, que se demuestre que la información completa no estaba disponible, o se les presionó de alguna manera para adquirir ese producto antes de poder informarse.



## BIBLIOGRAFIA:

- <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/10/Nov/Fic/ref0119.pdf>. Consultado el 9 de Agosto, 2012
- [http://www.cnmv.es/TutorialesInversores/DecisionesInversion/02\\_CNMV.htm](http://www.cnmv.es/TutorialesInversores/DecisionesInversion/02_CNMV.htm). Consultado el 5 de Agosto, 2012.
- <http://www.elblogsalmon.com/criticas-y-recomendaciones/cinco-peliculas-y-libros-para-entender-la-crisis>. Consultado el 10 de Agosto, 2012
- <http://www.foro.participacionespreferentes.com/index.php/foro>. Consultado entre el 3 de Junio y 2 de Septiembre, 2012
- <http://www.helpmycash.com/invertir/participaciones-preferentes/>. Consultado el 9 de Agosto, 2012
- Manuales de estudio CECA, certificado de asesor de productos de inversión. Tema 1: conocimientos de asesor financiero sobre la ética aplicada al asesoramiento de inversiones así como la autorregulación. Tema 4: Asesoramiento al cliente sobre el mercado de renta fija y renta variable. Consultado 04 de Junio, 2012
- Maudos, J. (2011) “Los retos del sector bancario español ante la crisis”, Fundación Cajamar. Consultado 15 de julio, 2012
- Rubio, A. y Ruesta, M. (2011) “¿Es España el único país con guerra de depósitos? causas, evolución y soluciones” Observatorio económico BBVA Research. Consultado 29 julio, 2012
- [www.cnmv.es/TutorialesInversores/OrdenesValores/01\\_CNMV.htm](http://www.cnmv.es/TutorialesInversores/OrdenesValores/01_CNMV.htm). Consultado el 5 de Agosto, 2012

- [www.expansion.com](http://www.expansion.com). Consultado entre el 3 de Junio y 2 de Septiembre, 2012
- [www.eleconomista.es](http://www.eleconomista.es). Consultado entre el 3 de Junio y 2 de Septiembre, 2012
- [www.elmundo.es](http://www.elmundo.es). Consultado entre el 3 de Junio y 2 de Septiembre, 2012
- [www.elpais.es](http://www.elpais.es). Consultado entre el 3 de Junio y 2 de Septiembre, 2012
- [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), consultado el 16 de Agosto, 2012