



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Economía

Curso 2013/2014

LA COMERCIALIZACIÓN E IMPACTO DE LAS PARTICIPACIONES
PREFERENTES EN ESPAÑA
THE COMMERCIALIZATION AND IMPACT OF THE PREFERRED SHARES IN
SPAIN

Realizado por el alumno D. Rafael Llamas de Rueda

Tutelado por la Dra. Dña. María del Pilar Sierra Fernández

León, julio de 2014

ÍNDICE DE CONTENIDOS

INDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y TABLAS	3
RESUMEN	4
INTRODUCCIÓN	5
OBJETIVOS	8
METODOLOGIA Y FUENTES DE INFORMACIÓN.....	9
1. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES. CONCEPTOS BÁSICOS.....	10
1.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS	10
1.2 DIFERENCIAS CON OTROS RECURSOS PROPIOS.....	14
2. LA COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES EN ESPAÑA.....	17
2.1 CONTEXTO.....	17
2.1.1 ORIGEN Y EXPANSIÓN EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ESPAÑA	17
2.1.1.1 El comité de Supervisión Bancaria de Basilea.	18
2.1.2 EL ESTALLIDO DE LA CRISIS Y EL INCREMENTO DE LAS EMISIONES.	22
2.1.2.1 Los efectos del plan de reestructuración sobre las preferentes.....	24
2.1.2.2 Basilea III y su aplicación en España	25
2.1.2.3 El Burden-sharing o la gestión de las quitas.....	27
2.2 EMISIONES EN EL SECTOR BANCARIO. EL CASO PARTICULAR DE DOS CAJAS DE AHORRO.....	29
2.2.1 EMISIONES EN EL SECTOR BANCARIO.....	29
2.2.2 EL CASO DE CAJAS DE AHORRO RELEVANTES EN LA PROVINCIA DE LEÓN	33
2.2.2.1 Caixa Galicia.	33
2.2.2.2 Caja España.	39
2.2.2.3 Comparación entre las dos cajas.....	44
3. SOLUCIONES E IMPACTO PARA EL PREFERENTISTA.....	46
3.1 LOS CANJES EFECTUADOS	47
3.2 LAS POSIBILIDADES DE RECLAMACIÓN PARA EL INVERSOR.....	49
4. UNA REVISIÓN ÉTICA DE LA COMERCIALIZACIÓN.....	51
4.1 LA COMERCIALIZACIÓN POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y SU ÉTICA.....	51
4.1.1 EL CONFLICTO DE INTERESES Y LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.	53
4.1.2 ÉTICA EN LA COMERCIALIZACIÓN Y RIESGO MORAL.....	54
4.2 EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS: BANCO DE ESPAÑA Y CNMV	56
5. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL 2014.....	59
CONCLUSIONES	61
BIBLIOGRAFIA	63

INDICE DE CUADROS, GRÁFICOS Y TABLAS

CUADROS

CUADRO 1.1 Resumen de las principales características de las participaciones preferentes	14
CUADRO 1.2 Resumen comparativo de los instrumentos que forman el capital básico (TIER 1).....	15
CUADRO 2.1 Resumen de las principales aportaciones de los comites de Basilea I, II	20
CUADRO 2.2 Resumen de las principales aportaciones del comité Basilea III	27
CUADRO 3.1 Posibilidades de reclamación del cliente	50
CUADRO 4.1 Ética en la comercialización	55
CUADRO 4.2 Resumen de las advertencias de la CNMV en relación con las preferentes	57

GRÁFICOS

GRÁFICO 2.1 Saldo vivo AIAF en diciembre del 2007	17
GRÁFICO 2.2 Emisiones totales de preferentes en AIAF hasta 2008 (en millones de euros).....	21
GRÁFICO 2.3 Saldo vivo AIAF en diciembre de 2009	23
GRÁFICO 2.4 Liquidación de preferentes en el mercado AIAF.....	31
GRÁFICO 2.5 Capital TIER 1 y morosidad (%).....	35
GRÁFICO 2.6 Pérdida efectiva para el emisor tras la actuación del FGD.....	38
GRÁFICO 2.7 Pérdidas después del mecanismo de acompañamiento de UNICAJA.....	44
GRÁFICO 3.1 Total clientes con saldo vivo en marzo de 2013.....	46

TABLAS

TABLA 2.1 Emisiones totales de participaciones preferentes en el mercado AIAF (Millones de Euros)	21
TABLA 2.2 Medidas representativas (en millones de euros).....	22
TABLA 2.3 Emisiones totales de preferentes en el mercado AIAF desde el año 2008 (Millones de Euros)	23
TABLA 2.4 Aumento esperado de capital por ejercicios de gestión de híbridos después de publicado el informe de Oliver Wyman en septiembre de 2012	28
TABLA 2.5 Liquidación y Rotación de preferentes sobre activos totales en el AIAF.....	30
TABLA 2.6 Comparación de las preferentes del sistema bancario en mayo de 2011 y mayo 2014 (en millones de euros)	32
TABLA 2.7 Emisiones de la Caixa Galicia durante el 2009	34
TABLA 2.8 Participaciones preferentes NCG BANCO a fecha 31/12/2011(en millones de Euros).....	35
TABLA 2.9 Ratio de preferentes de NCG sobre el total de pasivo subordinado (en miles de euros).....	36
TABLA 2.10. Canje de preferentes en acciones	37
TABLA 2.11 Solicitudes arbitraje NCG banco	38
TABLA 2.12 Emisiones de preferentes en Caja España en el 2009	39
TABLA 2.13 Participaciones preferentes con saldo a 31-12-2011 (en miles de euros).....	40
TABLA 2.14 Ratio de preferentes sobre el total de pasivo subordinado (en miles de euros).....	41
TABLA 2.15 Quitas en preferentes del Banco CEISS	43
TABLA 3.1 Recorte medio en preferentes realizados por el FROB (en miles de euros).....	47
TABLA 3.2 Resumen canje principales entidades	48
TABLA 5.1 Admisiones de solicitudes de arbitraje y demandas en abril de 2014	59

RESUMEN

Un producto creado en 1988 para la financiación de empresas pasa a ser fundamental en los recursos propios de las entidades financieras y debido a un mal uso termina siendo portada de toda la prensa. Este hecho nos lleva a revisar sus características básicas, y cuál fue el detonante para que en un año concreto se produjese una emisión masiva de preferentes, que no tuvo continuidad en los ejercicios posteriores. Además, se observa una comercialización que ha resultado ser escandalosa y para algunos incluso llegar a calificarse de auténtica estafa. No se pueden olvidar los principios éticos vulnerados en la comercialización: riesgo moral, información asimétrica y la elección del cliente objetivo y cómo se han ido transgrediendo cada uno de ellos. Finalmente, se revisa la situación de las participaciones preferentes en el año en curso.

Palabras clave: Participaciones preferentes, burden-sharing, arbitraje, quitas, cajas de ahorros, Basilea III, NCG Banco, Banco CEISS.

Códigos JEL: G10, G24 y G32

ABSTRACT

A product that was created in 1988 to finance companies became essential for the institutions' own funds and finally ended up being front-page news in the press due to misuse. This fact leads us to study its basic features and find out the reason why there was a flood of issues that was not continued in subsequent years. Besides, it is noticeable that the commercialization observed was scandalous and even considered as fraud, and the ethical principles breached in the commercialization should not be forgotten: moral hazard, asymmetric information and selection of the objective customer, as well as the way each one has been jeopardized. To conclude, the estate of the preferred shares in the current year is to be analyzed.

Key Words: Preferred or preferential shares, Burden-sharing, Arbitration, Debt relief, Saving banks, Basilea III, NCG Banco, Banco CEISS.

JEL Classification: G10, G24 y G32

INTRODUCCIÓN

En “Hipótesis de la inestabilidad financiera”, Minsky en 1992 alude a que en los periodos de crecimiento económico y tranquilidad se suele asumir más riesgos por parte de las familias y las empresas. Los bancos por su parte también están más dispuestos a financiar a los prestatarios, reduciendo su propensión a la liquidez y aumentando su nivel relativo de endeudamiento y añadiendo nuevos instrumentos. Este endeudamiento y la innovación financiera acaban propiciando un sistema financiero más frágil y más expuesto a los riesgos comprometidos. Cuanto más elevados sean estos activos de riesgos adquiridos por inversores, más fuerte serán los efectos negativos sobre la economía real.

El crecimiento del crédito durante la burbuja inmobiliaria a lo largo de la década del 2000 supuso que las cajas de ahorros y los bancos necesitasen más financiación con vocación de permanencia estable, que les permitiese cumplir con las normas de Basilea y financiar un negocio hipotecario.

Con el estallido de esta crisis las entidades financieras, en particular las cajas de ahorro, han comprobado cómo su morosidad crecía rápidamente (por motivos como la persistencia de la crisis, el estancamiento de la actividad económica, o el aumento del paro).

A esta situación hay que añadirle los siguientes agravantes: orientación de las políticas para la reglamentación y control del sector bancario; modelo de gobierno corporativo y retribuciones gerenciales, incentivos basados en los objetivos a corto plazo; desatención a las preferencias de otras partes interesadas o “*stake holders*” y falta de transparencia. Las entidades de crédito habían orientado su creación de valor al corto plazo para contentar a accionistas y generaban altos sueldos a directivos, y con la llegada de la crisis financiera la acumulación del riesgo se habían acelerado para que estas importantes retribuciones variables no sufrieran bajadas.

Al final se ha asistido a un bloqueo de los mercados interbancarios, aumento del riesgo de iliquidez, contagio entre mercados, fuertes reducciones de tipos de interés, inyecciones de fondos por los bancos centrales, insolvencias en cadena y salvamento

directo o indirecto de entidades financieras. Lo que generó la necesidad de modificar las labores de vigilancia de la liquidez mediante coeficientes de solvencia, así como el trabajo de otros actores implicados, como son las agencias de calificación.

Se puede decir que los bancos han utilizado el “arbitraje regulatorio” para sacar partido de los diferentes niveles de recursos propios exigidos por las distintas normativas y por las lagunas legales existentes, y así evitar tener que aportar fondos propios destinados a cubrir estos riesgos.

El instrumento que más polémica ha suscitado en los últimos tiempos es el de las participaciones preferentes, un recurso que, debido a una mala comercialización, ha pasado de ser un componente de escasa repercusión en los recursos propios de las entidades financieras a ser foco de atención de toda la reestructuración bancaria. La crisis financiera y las dificultades para ampliar los recursos propios, todos ellos regulados por el Comité de Supervisión Bancaria, han generado un incremento de las emisiones en el 2009, resolviéndose con un escándalo, estafa para algunos autores, exagerado por los medios de comunicación dada su repercusión en el cliente minorista.

Durante este trabajo se va a tratar de analizar el impacto que han tenido las preferentes en el sector financiero y cuáles han sido los motivos para que un instrumento híbrido creado en la ley 13/1985 haya pasado a ser unos de los pilares de los recursos propios, y cómo se ha llevado a cabo su comercialización a clientes sin los conocimientos financieros suficientes, que ha generado una amplia repercusión en los medios de comunicación y en la sociedad en general.

Dividido el trabajo en tres grandes partes, en la primera se tratarán su definición y sus características básicas, las cuales no se han modificado desde su creación. En la segunda se intentará ver cómo ha sido la evolución temporal y cómo han ido afectando los Comités de Supervisión Bancaria y los mecanismos de regulación y ordenación bancaria en el número de emisiones. También se analizará, con los datos empíricos recogidos de diversas fuentes, su representatividad, tanto en los balances de las diferentes entidades financieras, como en el sistema bancario total durante el periodo de años comprendido entre el 2007 al 2010, y su grado de significación sobre los balances de las entidades financieras y en el global del mercado donde cotizan. Y finalmente, el

último apartado aborda una visión de la comercialización enfocada desde el preferentista y sus opciones para recuperar su inversión, los códigos éticos vulnerados y cómo es la situación a fecha del trabajo. Con las conclusiones se tratará de extraer las ideas principales que subyacen en la elaboración de este Trabajo Fin de Grado.

OBJETIVOS

Entre los objetivos primarios y formales que se han fijado en la elaboración de este trabajo, el principal sería efectuar el de una evaluación del impacto de las preferentes sobre el global del sistema bancario de las emisiones, ratios sobre el mercado de renta fija y las quitas posteriores. También evidenciar empíricamente las repercusiones en las entidades y si ha habido diferencias de comercialización y posterior tratamiento entre bancos y cajas, nacionalizadas o no. Sin olvidar toda la problemática relacionada con su comercialización, de cómo se ha gestionado la salida al mercado del producto y cuál ha sido el cliente objetivo que se ha seleccionado para su colocación, una revisión de la ética en los negocios.

Entre otros objetivos secundarios, se encuentra el intentar conocer los rasgos característicos de este instrumento financiero, cómo se diferencian de otros recursos básicos que cubren necesidades de capital o cómo han ido evolucionando a través del tiempo mediante las actuaciones de los reguladores.

Otro objetivo material es el de poder recabar toda la información posible sobre la emisión de participaciones preferentes en dos entidades de significación territorial, para analizar posteriormente cómo se han gestionado las quitas y su repercusión en los clientes.

METODOLOGIA Y FUENTES DE INFORMACIÓN

Para la consecución de los objetivos planteados, se ha estructurado el trabajo en dos tipos de metodología, descriptiva y empírica.

La parte descriptiva corresponde a gran parte del trabajo y ha consistido en la investigación y revisión bibliográfica de la información recopilada, lo que supone que el desarrollo del núcleo del trabajo es de carácter exploratorio ya que partimos del objetivo de conocer bien el producto que analizamos. Las fuentes de información utilizadas en la gran mayoría del trabajo han sido de carácter secundario: recopilación de información de organismos públicos como el registro mercantil; o privados: artículos de revistas especializadas, prensa en general, libros y páginas web.

La ampliación empírica se realiza para constatar los datos económicos y financieros obtenidos, así como su tratamiento mediante ratios y tablas para su posterior análisis. En esta parte se acude a fuentes primarias como son las cuentas anuales e informes de gestión de cada entidad analizada, estadísticas emitidas por distintos organismos y auditorías externas.

En todo el trabajo se aplicado un método deductivo, partiendo de la generalidad del instrumento híbrido, características básicas y las emisiones conjuntas de todo el sistema bancario para pasar a lo particular, lo que ha supuesto las participaciones preferentes en distintas entidades financieras y cómo se han desarrollado los canjes y quitas en su caso.

1. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES. CONCEPTOS BÁSICOS.

En el principio de la década del 2000, las entidades financieras basaron su crecimiento en el refuerzo de los recursos propios y en obtener un elevado *core capital*, entendiéndose éste como el cociente de los recursos propios entre el total de recursos, lo que evidenciaba una gran fortaleza patrimonial.

Si se analiza la estructura básica de los fondos propios de las cajas de ahorros, se aprecia una de las diferencias más importantes respecto a los bancos, y es en el reforzamiento de los recursos propios, donde los bancos tienen la posibilidad de acceso a los mercados con la emisión de ampliaciones de capital. Sin embargo, las cajas de ahorros estaban limitadas a ampliar reservas, lo que reducía su aportación a la obra social, o por el incremento de deuda subordinada, que como veremos más adelante no computa como capital de primera categoría o TIER 1, o finalmente por la emisión de cuotas participativas o participaciones preferentes.

1.1 DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS

A partir de 1988, las cajas de ahorros comenzaron las emisiones de participaciones preferentes, aunque con una serie de peculiaridades. Una de ellas es que eran emitidas por filiales extranjeras, en muchos casos desde paraísos fiscales (Iglesias Prada, 2004), que hicieron que tuviesen escaso éxito ya que generaban desconfianza entre los inversores.

Ante las necesidades de capital fue necesario un cambio en la legislación que se produjo en el 2003. Reguladas por la ley 19/2003, del 19 de julio y su modificación de la disposición adicional segunda de la ley 13/1985, en las que se establecen los requisitos que deben cumplirse para considerarse como recursos propios del emisor, sus emisiones están supervisadas por la CNMV y la ley de valores.

Según el Banco de España obtenemos la siguiente definición de las participaciones preferentes: *“Son un instrumento financiero emitido por una sociedad que no otorga derechos políticos al inversor, ofrece una retribución fija (condicionada a la obtención de beneficios) y cuya duración es perpetua, aunque el emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor (en el caso de las entidades de crédito, el Banco de España). Son los últimos inversores en cobrar en caso de quiebra de la entidad, sólo antes de los accionistas.”*

Se desprenden de esta definición las siguientes características de las participaciones preferentes:

- **Emisión.** La emisión debe de realizarla **una entidad financiera, residente en España o en la Unión Europea** que no tenga condición de paraíso fiscal. En este punto hay que hacer una pequeña reflexión, ya que los emisores son filiales totalmente participadas (directamente o indirectamente por una entidad financiera), integradas en un grupo, y que su actividad será la emisión de participaciones preferentes, por lo tanto la dominante no capta directamente la financiación sino que pasa a través de la filial (Villaescusa García, 2012). Como ésta no tiene ni garantías ni capacidad para generar recursos para la remuneración pactada es proporcionada por la empresa matriz o del grupo. Debido a imperativos legales, la emisora en España sólo podrá tener forma de sociedad anónima.
- **Importes máximos.** El total de todas las emisiones de participaciones preferentes en circulación **no podrá sobrepasar del 30% de los recursos propios básicos del grupo.** Si por alguna razón se sobrepasa, la entidad financiera estará obligada a presentar un plan para restablecer dicho porcentaje de los recursos propios.
- **Ejecución de la emisión.** No se establece ningún procedimiento para su inscripción en el registro mercantil como ocurre con las acciones ordinarias, por lo que la **suscripción y desembolso son simultáneos.**

- **Remuneración de la participación.** Derecho a recibir una **remuneración predeterminada o fijada** desde el inicio de la emisión, recogida en el folleto de la CNMV con el tipo de interés y su periodicidad. Aunque en la definición se indique expresamente que es fija, normalmente está dividido en dos tramos, uno primero fijo, durante los cinco primeros años aproximadamente, y otro que será de tipo variable, con un diferencial sobre un índice que habitualmente el elegido es el EURIBOR.
- **Condicionada a la existencia de unos beneficios** distribuibles de la entidad, en este punto está la incógnita de si hablamos de la matriz dominante o del grupo. En un segundo punto se hace mención a que deben ser de carácter contingente, es decir, se ha de superar el grado de solvencia de la entidad y tener suficientes recursos propios. Así si el déficit es superior al 20% no se podrá recibir remuneración, y si es inferior sólo podrá ser bajo autorización del Banco de España.
- **De carácter no acumulativo,** unido con el punto anterior, riesgo de no percepción, va unido la pérdida definitiva de la remuneración. Si por el déficit mencionado anteriormente, no se han generado retribuciones para el partícipe, éstos no podrán reclamar ante la entidad financiera garante, sin perjuicio de volver a recibir remuneraciones en el futuro si las circunstancias negativas desaparecieran. Este carácter es debido a que al ser consideradas como recursos propios básicos se evita que se comprometa el futuro de la entidad.
- **Duración.** La legislación indica expresamente el **carácter perpetuo** de las participaciones preferentes. Requisito imprescindible para su catalogación de recursos propios básicos, aunque más que perpetuos, debería el legislador definirlos como de duración indeterminada ya que sólo estarán mientras la entidad exista y no sea disuelta. En este punto **se incluye la posibilidad de amortización por parte de la entidad una vez pasados cinco años** desde su fecha de emisión, será posible su recuperación previa autorización del Banco de España, Lo que algunos autores señalan que se añade en contra del partícipe “no

sólo creándole un riesgo de perpetuidad, sino de rentabilidad a futuro” (Villaescusa García, 12:2012), ya que el emisor rescatará las participaciones en el momento en que los tipos de referencia de su emisión sean mayores que los de mercado, así los inversores se verán retribuidos por una liquidación indeseada, cuando la financiación de la emisora pueda ser más barata que otras alternativas que ofrezca el mercado. Cuando se produzca esta amortización se deducirán automáticamente de los recursos propios. En emisiones anteriores se encontraban cláusulas “*step-up*” que consisten en permitir un incremento en el tipo de interés del cupón, una vez transcurrido el vencimiento de un determinado período inicial, siendo un incentivo para que los emisores amortizaran las participaciones preferentes.

- **Prelación. Derecho a recibir la cuota de liquidación y prelación dentro del balance.** Rango subordinado de las participaciones preferentes. En el caso de liquidación de la entidad se aplicará el orden de prelación, recogido en el Código de Comercio, en donde se las sitúa **inmediatamente después de los de todos los acreedores y por encima de los accionistas ordinarios** y en su caso de los cuota-participes. En este caso, el valor rescatable será con el límite del nominal, pero en el caso de que se dé una quiebra o suspensión de pagos, en los que hay insuficiencia patrimonial, puede pagarse menos de su valor nominal, absorbiendo el inversor las pérdidas de la entidad. Sin embargo, por otro lado el inversor no participa en el caso de reparto del patrimonio resultante, remanente después de pagadas las deudas, a diferencia de los accionistas que si tienen derecho. Claramente el término de preferentes es en cuanto a la prelación, pero limitado a su valor nominal y no al resultante patrimonial, que podría elevar su cuota de liquidación por encima del nominal.
- **Liquidez. Requisito de cotización en mercados secundarios.** Con este requisito el legislador quiso compensar el carácter perpetuo, con la **obligación de cotización en un mercado secundario, en el AIAF, mercado oficial de renta fija** (Rayón Ballesteros, 2013). Sin embargo, con esta medida se ha dotado de un cierto formalismo, ya que en este mercado apenas se producen

operaciones diarias con preferentes. En capítulos posteriores se analizará la rotación de éstas en el mercado de renta fija.

CUADRO 1.1	
Resumen de las principales características de las participaciones preferentes	
Remuneración	<ul style="list-style-type: none"> • Fija o variable. • No acumulativa. • Condicionada a la obtención de beneficios de la entidad.
Prelación	<ul style="list-style-type: none"> • Se sitúan por delante de las acciones ordinarias y las cuotas participativas. • Por detrás de los acreedores comunes y deuda subordinada.
Derechos	<ul style="list-style-type: none"> • No otorgan derechos políticos. • Tampoco otorgan derechos de suscripción preferentes respecto a futuras emisiones.
Duración	<ul style="list-style-type: none"> • Perpetuas. • El emisor puede amortizarlas después de cinco años y previa autorización del Banco de España.
Mercado donde cotizan	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado secundario de renta fija AIAF.
Límite cuantitativo	<ul style="list-style-type: none"> • No podrán exceder del 30 % de los recursos propios básicos.

Elaboración propia.

1.2 DIFERENCIAS CON OTROS RECURSOS PROPIOS

Siendo las participaciones preferentes instrumentos híbridos, hay que saber que comparten con la deuda, por una parte, su grado de subordinación, y por otro, con el capital, la participación en los resultados obtenidos por la sociedad, lo que hace que los emisores optimicen su estructura financiera, y que a los inversores elijan una mejor combinación en la relación entre rentabilidad y riesgo, más adecuada a sus intereses y preferencias personales (Marques Sevillano, 2009).

Así las entidades financieras encuentran en estos instrumentos una financiación estable que no influye en los derechos de voto, y se aseguran la continuidad de la inversión en tiempos de crisis, no sólo en los tiempos de bonanza económica.

Sin embargo dada la gran diversidad de instrumentos, su estructura les confiere una complejidad, que unido a una ausencia de homogeneidad, y su falta de liquidez en los mercados, dificulta su valoración no es sólo para los inversores sino también hace complicado valorar el riesgo de las entidades financieras que las han incorporado a sus balances, propiciando errores a efectos de liquidación de la sociedad. Por estos motivos la opinión de las agencias de rating tiene una fundamental importancia.

Otro instrumento que a menudo es confundido con las preferentes son las **cuotas participativas**, las cuales se definen como activos financieros o valores negociables que pueden emitir las cajas de ahorros, aportaciones de duración indefinida que pueden ser destinadas en igual proporción y a los mismos destinos que a los fondos fundacionales y reservas. Así que las características que la acompañan son: que computan como recursos propios, su valor nominativo se representa como anotaciones de capital, pueden emitirse de distinta clase y serie, y tienen duración indefinida.

Otra de sus características es la creación de fondos o partidas contables que integran el pasivo de la caja de ahorro en el que se depositan los valores nominales de las cuotas y de un tanto por ciento del excedente de libre disposición. Y finalmente la creación de un sindicato de partícipes, que es un instrumento colectivo para la defensa del cuota partícipe.

CUADRO 1.2
Resumen comparativo de los instrumentos que forman el capital básico (TIER 1)

	Acciones	Cuotas participativas	Participaciones preferentes
Remuneración	Variable	Variable	Fijo y/o variable
Plazo	Perpetuo	Perpetuo	Perpetuo amortizable
Orden prelación acreedora	Última posición	Última posición	Por delante de las cuota participativas
Derechos políticos	Si	No	No
Derecho de suscripción	Si	Si	No
Garantías	No	No	Sí

Fuente: Folletos de emisión, CNMV

Aunque aparecen en 1988, en un principio no se realizó ninguna emisión por dos razones fundamentales:

- Complejidad, elevado coste y rigidez de las cuotas.
- Mayor flexibilidad y menor coste de la deuda subordinada.

También la clase política las veía como una vía de privatización de las cajas de ahorros por lo que su actitud hacia ellas era de reticencia.

A modo de resumen, al hablar de participaciones preferentes nos encontramos con un instrumento financiero que analizamos según las tres características esenciales de un activo financiero: riesgo, rentabilidad y liquidez. Las emisiones, como veremos en capítulos posteriores, tenían una elevada rentabilidad, en contrapartida un elevado riesgo y una relativa iliquidez, cotizando en un mercado secundario de renta fija, el AIAF, sin apenas movimiento. La obtención del cupón estaba supeditada a la obtención de beneficios por la entidad emisora y se estipulaba como no acumulativo. De carácter perpetuo, sólo es posible la recuperación del nominal por medio de la venta en el mercado o recompra por parte del emisor. Y finalmente, no otorgan ningún derecho político a sus poseedores.

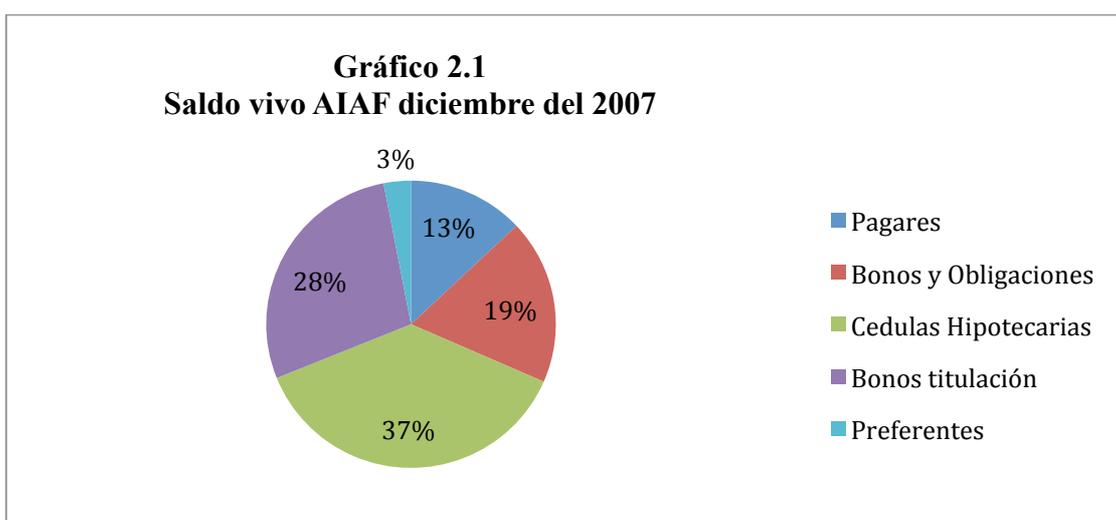
2. LA COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES EN ESPAÑA.

2.1 CONTEXTO

Como se ha establecido en los apartados anteriores, las participaciones preferentes vienen reguladas desde 1988, y con la modificación de 2003, se establecen los requisitos para considerarse recursos propios del emisor, y en su comercialización puede hablarse de dos etapas con el año 2008 como punto de corte entre ambas.

2.1.1 Origen y Expansión en el Crecimiento Económico en España

En el gráfico se reflejan los **saldos vivos de participaciones preferentes totales**, incluidas empresas y sistema bancario, sobre el total de productos que se negocian en el **mercado de renta fija AIAF en el año 2007**, como se aprecia es **de un 3%**, 23.062 millones de euros sobre los 758.559 millones de saldo del total. ¿Cómo un producto de tan escasa importancia numérica haya creado tanta controversia? En este apartado del trabajo se intentará analizar a través del tiempo, poniendo el foco de atención en los sucesivos Comités de Supervisión Bancaria con sede en Basilea, y su contribución a la difusión de este producto mediante las exigencias de los coeficientes de solvencia estimados a partir de las necesidades de capital.



Fuente: AIAF. Elaboración propia.

Primeramente resumiremos lo que han supuesto los distintos acuerdos y sus principales características.

2.1.1.1 El comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

En el sistema bancario los recursos propios no solo dan garantías a los acreedores de las entidades financieras, además dan estabilidad a todo el sistema financiero del país. Esto hace necesaria la presencia de un legislador o regulador que asegure un coeficiente de solvencia, un mínimo de recursos propios de calidad que absorban las pérdidas en caso de que las hubiese. La figura del regulador en lo referente a la intervención bancaria nos encontramos con dos opiniones totalmente opuestas:

- La primera está dirigida desde el punto de vista de quien defiende que los mercados financieros son altamente eficientes en su funcionamiento (paradigma de eficiencia en el que el acceso a la información tiene un papel clave). Se cree que el rol de las autoridades ha de limitarse a velar por el respeto a las reglas de la transparencia informativa, debe ser igual para todos y con acceso a ella. Así la información hace que las fuerzas de mercado consigan un mayor grado de eficiencia y solvencia del sistema financiero.
- La otra opinión se basa en el paradigma de las imperfecciones por la asimetría de la información: se acepta que el mercado es imperfecto e inestable por naturaleza; no cree que la libre actuación de los agentes económicos que en él operan consigan llegar a un equilibrio, lo que obliga a la intervención pública con el objetivo de estabilizar el sistema financiero.

Así los acuerdos de Basilea I y Basilea II, éste último concretamente en sus pilares primero y tercero, se encuentran dentro del paradigma de eficiencia, lo que hace que se libere de rigideces estructurales a las entidades financieras, dejándoles un espacio para que puedan asumir riesgos con una aportación mayor al capital. La vigilancia se limita a la asunción individual de riesgos de cada entidad, con el fin último de proteger a los

clientes, olvidándose de las relaciones entre bancos, a los intermediarios financieros no bancarios, así como de las posibles vías de contagio de las tensiones financieras entre mercados.

A nivel internacional ha sido el Comité de Supervisión Bancaria (que como se ha señalado dejó al margen la autorregulación de las entidades financieras, continuó con la confianza ciega en la influencia de los mercados financieros y sus movimientos de precios) el que dictó en 1988 las características para que fuesen considerados los instrumentos híbridos como capital:

- **Permanencia**, estabilidad del instrumento en el pasivo de las entidades.
- **Capacidad de absorción de pérdidas**, se asegura la continuidad del negocio.
- **Elevado nivel de subordinación**, prelación por detrás de los acreedores ordinarios.
- **Posibilidad de eliminación del dividendo** si no hay beneficios distribuibles, se asegura que no se repartan con cargo a reservas.
- **Disponibilidad inmediata para absorber pérdidas**, se requiere que estén totalmente desembolsadas en el momento de la emisión.

Según se cumplen estos criterios sirven para calificar al instrumento como capital de primera categoría o TIER 1, en donde se incluirán los capaces de absorber pérdidas y que sean capaces de contribuir a la continuidad del negocio bancario. Fundamentalmente serán reservas e instrumentos de renta variable (acciones emitidas y desembolsables, y participaciones preferentes no acumulativas). En el caso que no se den estas dos características se pasaría a la categoría de TIER 2, donde nos encontraríamos con la deuda subordinada a largo plazo.

CUADRO 2.1
Resumen de las principales aportaciones de los Comités de Basilea I, II

Acuerdo de Basilea I	
Año del acuerdo	1988
Principios	Primer gran acuerdo internacional sobre regulación bancaria. Garantizar capital suficiente para absorber pérdidas
Objetivos	Identificar niveles de riesgo en mercados y estimar su requerimiento de capital
Requerimientos de capital	TIER 1 formado por acciones, reservas y participaciones preferentes TIER 2 por deuda subordinada
Coefficiente de solvencia	Ratio Cooke ¹ ≥ 8

Acuerdo de Basilea II	
Año del acuerdo	2004
Principios	Toda entidad debe tener recursos suficientes para absorber las pérdidas de su actividad
Objetivos	Corregir apartados del anterior acuerdo Pérdidas esperadas= Estimación de provisiones Pérdidas no esperadas = Capital económico Incorpora el riesgo operativo
Requerimientos de capital	TIER 1 > TIER 2 TIER 1 ≥ 4
Coefficiente de solvencia	Ratio McDonough ≥ 8

Fuente: Elaboración propia

La comercialización de las participaciones preferentes hasta este año se realizaba entre inversores minoristas e institucionales. Como se ha señalado hasta el 2003 se realizaba por filiales extranjeras, y en el ámbito de la empresa era bastante común su emisión y venta entre inversores.

En el ámbito de las entidades financieras, su valor nominal coincidía con su valor de mercado, los inversores recuperaban su inversión cuando lo solicitaban, ya que la entidad se las recompraba y las solía colocar a otro cliente por el mismo precio, comunicando estas situaciones con posterioridad al mercado AIAF.

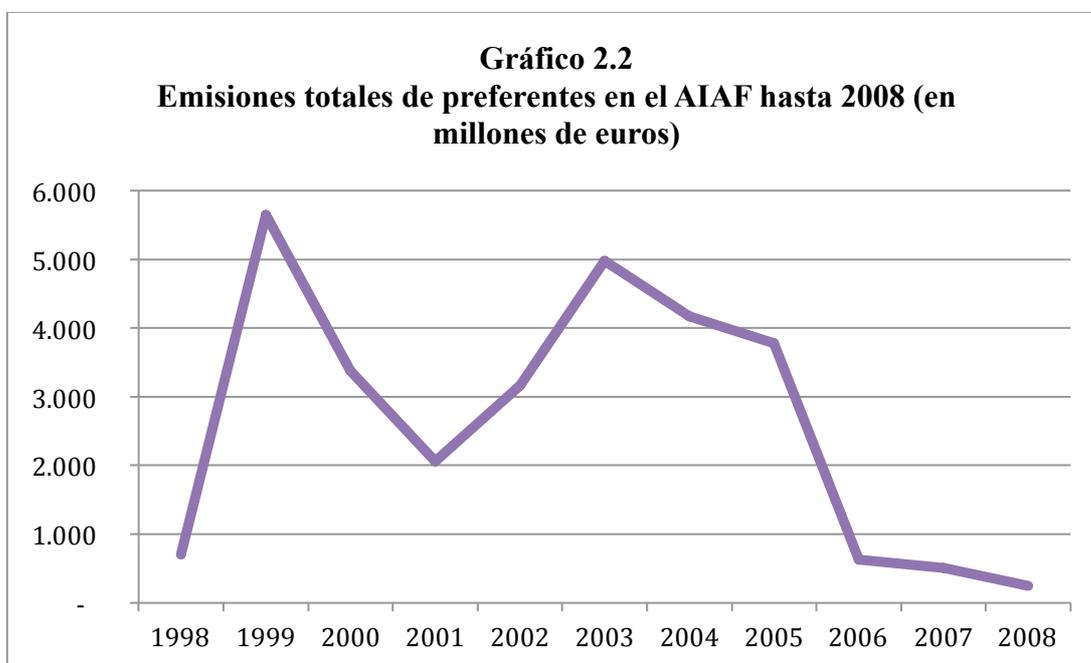
¹ Llamados así en honor al presidente del Comité

Otra práctica habitual era la amortización anticipada por la entidad una vez transcurridos los cinco primeros años, en los que el inversor recuperaba el 100 % de su nominal y en ese tiempo se habría visto favorecido por las remuneraciones recibidas.

TABLA 2.1
Emisiones totales de participaciones preferentes en el mercado AIAF
(Millones de Euros)

Año	Emisiones	Negociación	Saldo vivo
1998	700	49	700
1999	5.651	702	6.351
2000	3.380	928	9.731
2001	2.060	1.459	11.791
2002	3.166	2.222	14.958
2003	4.974	3.448	19.932
2004	4.174	4.130	18.705
2005	3.781	4.046	22.487
2006	629	4.644	23.116
2007	507	4.489	23.063
2008	246	4.014	23.309

Fuente: AIAF. Elaboración propia.



Fuente: AIAF. Elaboración propia.

TABLA 2.2
Medidas representativas (en millones de euros)

	Emisiones	Negociación	Saldo vivo
MEDIA	2.661	2.739	15.831
DESVIACION TIPICA	1.934,25	1.703,93	7.770,36

Fuente: AIAF. Elaboración propia.

Aunque no es una media representativa por los valores extremos de la tabla que se refleja en la desviación típica, si que nos ayuda a ver que las emisiones totales de participaciones preferentes en el mercado no es circunstancial, sino que se ha prolongado durante el tiempo con altibajos.

2.1.2 El Estallido de la Crisis y El Incremento de las Emisiones.

Con la aprobación en el 2008, en territorio español de la Directiva 2004/39/CE de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID), en donde se obliga a las entidades a la protección del cliente mediante el test de idoneidad, en el que se trata es de establecer la cultura financiera del inversor y su experiencia y así catalogar los productos adecuados para cada cliente. Con esta medida lo que se intenta no es tanto proteger al inversor, sino dar mayor información sin impedir que finalmente contrate el producto que estime conveniente.

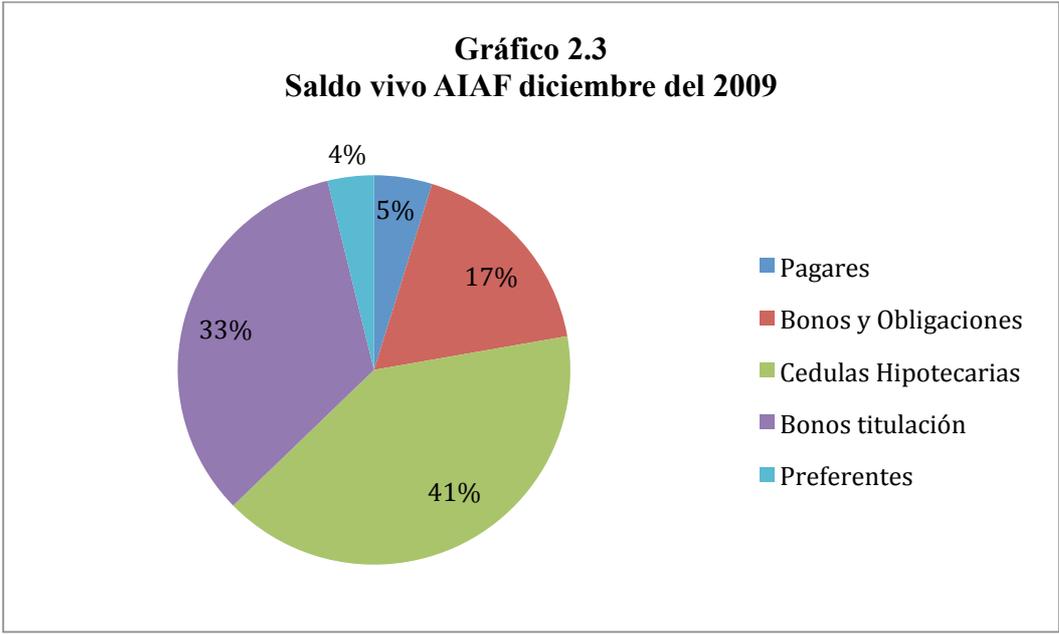
A partir del 2008 ante la bajada de demanda de los inversores institucionalistas, las entidades financieras comienzan a comercializar este producto entre sus inversores minoristas, en muchos casos ahorradores. También se generaliza su venta gracias a la admisión de éstas como recursos propios básicos por el Real Decreto 9/2009, mencionado en el capítulo anterior y que regula el Plan de Reestructuración Ordenada Bancaria.

En el año 2009 se producen emisiones por 13.553 millones euros. Después de este año se reduce hasta el punto de que no se producen ninguna durante los últimos dos años.

TABLA 2.3			
Emisiones totales de preferentes en el mercado AIAF desde el año 2008			
(Millones de Euros)			
Año	Emisiones	Negociación	Saldo vivo
2008	246	4.014	23.309
2009	13.553	5.627	33.184
2010	100	4.250	30.892
2011	200	5.810	31.089
2012	-	28.064	10.822
2013	-	19.724	1.076

Fuente: AIAF. Elaboración propia

Atendiendo al criterio elaborado en el apartado anterior, se analiza lo que supuso sobre el **total del mercado AIAF el saldo vivo** de tal avalancha de emisiones, como se puede comprobar **apenas un 4,37 %**.



Fuente: AIAF. Elaboración propia

A continuación se revisan los efectos del plan de reestructuración, los acuerdos de Basilea III y el Memorandum of Understanding. Tres acciones políticas que primero llevan a las entidades financieras a incrementar sus emisiones hasta los 13.533 millones para luego reducirlas a su inexistencia.

2.1.2.1 Los efectos del plan de reestructuración sobre las preferentes

El Plan de Reestructuración Ordenada Bancaria regulado en el Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, establecía una serie de requisitos para el acceso a la financiación pública por medio del denominado **Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria**, creado en el verano del 2009, y derogado por la Ley 9/2012, del 14 de noviembre. Aunque tan sólo se establecían dos opciones de recapitalización (una asociada a entidades con debilidades estructurales, y otra asociada a procesos de integración), se marcaban los escenarios para la reestructuración del sistema bancario, y sus posibles repercusiones sobre las preferentes y las cuotas participativas. Así se abrían cuatro posibilidades:

- Que la entidad cumpliera con los criterios de solvencia y pudiese seguir con su actividad.
- Entidades que no cumplieran el criterio anterior y se presentasen dudas de su solvencia. Estas deberían presentar ante el Banco de España un plan sobre su viabilidad que tendría que ser aprobada por éste como órgano supervisor. Cumplido este apartado, se incluía un plan de viabilidad por parte del Fondo de Garantías de Depósitos, y su posterior saneamiento pasaba por una reestructuración a través de fusiones o absorciones.
- Entidades que generasen dudas sobre su viabilidad, el Banco de España las interviene directamente en virtud de la ley de Disciplina e Intervención. La reestructuración pasaría por el traspaso total o parcial del negocio, con la financiación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).
- El último paso consistiría en que aquellas que no presentasen problemas de viabilidad pero que desearan una fusión, se podrá solicitar la ayuda del FROB, con seguimiento del Banco de España.

Los fondos adheridos por el FROB, como se ha mencionado antes a tenor de lo expuesto en el Decreto Ley 9/2009, son las participaciones preferentes convertibles en acciones, cuotas participativas y aportaciones al capital social.

Los emisores tendrán la obligación de recomprar los títulos en los términos del plan de viabilidad tan pronto como les sea posible. Si transcurridos cinco años desde la intervención del FROB sin que las participaciones preferentes hayan sido compradas por la entidad, el FROB podrá solicitar su conversión. Las entidades deberán entregar informe sobre el grado de cumplimiento cada tres meses al Banco de España. Las participaciones preferentes, como novedad del decreto ley, serán emitidas como recursos propios y no les serán aplicables las limitaciones que la ley establecía para la compatibilidad de los recursos propios, un máximo de un 30% de los recursos propios básicos. Este hecho desencadenará una mayor emisión de éstas (Cabo Valverde, 2009).

La conversión de las cuotas participativas implica la suspensión de los derechos de suscripción preferente que tenían los cuota participes existentes, cuando el FROB era quien las adquiriera gozaba de un derecho proporcional en la asamblea general. Este derecho no será transmitido con las cuotas. También estas entidades previamente autorizadas por el Banco de España podrán superar el límite del 5 % en situaciones en que los recursos propios se vean comprometidos o en serio peligro. Este proceso supuso la mayor concentración en el sector de las cajas de ahorros que afectó a 39 de las 45 existentes.

2.1.2.2 Basilea III y su aplicación en España

En España, con la publicación del Real Decreto 2/2011, de 19 de febrero, para el Reforzamiento del sistema financiero, se establecen las bases de Basilea III pero con mayores coeficientes de solvencia. Esto se debe a la necesidad de credibilidad del sistema financiero español, así como por el deterioro de activos crediticios. El nivel de “core capital” pasa a un 8% con un calendario mucho más agresivo, en el que se reducen los plazos para la conversión y la aplicación de los criterios de Basilea III.

También se establecen unas normas mucho más severas para aquellas entidades financieras que no cotizan en bolsa o sin accionistas significativos (entendiéndose éstos como los que posean más de un 20% del capital de la entidad) en mercados mayoristas, principalmente las cajas de ahorros, a las cuales se exigirá que este coeficiente de solvencia sea de un mínimo de un 10%, lo que supone 2 puntos por encima que a los bancos. Aunque se puede interpretar como una vía de conversión de las cajas de ahorros en bancos y así conseguir a la larga mayor captación de capital por medio de los mercados de valores.

Pero esta exigencia y su excesiva premura en su implantación hacen que la necesidad de captación de capital sea o a través de los mercados, escasos de confianza, en el sistema bancario español en ese momento y en particular en las cajas de ahorros

Como conclusión sobre estos Comités hay que señalar que los ratios aplicados para determinar los fondos propios mínimos, ajustados a los riesgos asumidos por los bancos, están basados en la ponderación por riesgo totalmente subjetivos, realizados por la entidad emisora o por agencias externas pero con la información divulgada por las mismas (Rodríguez Fernández, 2011).

El exceso de endeudamiento por el bajo nivel de este ratio, debido al impulso de las entidades financieras de buscar mayores rentabilidades sobre sus fondos propios y la utilización de la deuda para la emisión de productos híbridos complejos hace que en las recomendaciones de Basilea no se hayan tenido en cuenta los riesgos que se originan por estas fuentes de financiación, y no se fija un límite inferior al ratio de apalancamiento.

La otra forma de captar recursos será a través del Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria, FROB, con lo que será necesario la conversión de las participaciones preferentes en acciones, siendo los tenedores de éstas para el Comité de Supervisión Bancaria inversores y no ahorradores, los que por medio de quitas asuman las pérdidas de la entidad.

Si se tiene en cuenta el peso del sector financiero, en una economía muy bancarizada, muy sensible al funcionamiento del crédito, estas exigencias adicionales de Basilea III, mayores que los requerimientos internacionales, tienen efectos devastadores sobre el

crédito, siendo las empresas, en particular las PYMES, las grandes perjudicadas, sin posibilidad de acceso al mismo, porque el sector inmobiliario e hipotecario han limitado totalmente la capacidad de ajuste de las entidades por otros medios que no sea la reducción del crédito (Lobera Berges, 2011).

CUADRO 2.2
Resumen de las principales aportaciones del comité Basilea III

Acuerdo de Basilea III	
Año del acuerdo	2011
Principios	Toda entidad debe tener recursos suficientes para absorber las pérdidas de su actividad Reforzar controles de riesgo
Objetivos	Corregir apartados del anterior acuerdo Pérdidas esperadas= Estimación de provisiones Pérdidas no esperadas = Capital económico Incorpora el riesgo operativo
Requerimientos de capital	Disminuir en el TIER 1 y TIER 2 instrumentos derivados con mayor protagonismo de las acciones y reservas
Coefficiente de solvencia	Ratio ≥ 8 ²

Fuente: Elaboración propia

2.1.2.3 El Burden-sharing o la gestión de las quitas

El **Memorándum of Understanding (MoU)**, aprobado por la Autoridad Bancaria Europea (ABE), es el documento donde se describe la hoja de ruta y se establece el proceso de reestructuración y recapitulación de la banca española. Entre los compromisos que se han asumido se encuentra el **burden-sharing**, que básicamente consiste en que **no sólo los accionistas deben absorber las pérdidas** que se han reflejado en los periodos de reestructuración, **sino que también los poseedores de participaciones preferentes y deuda subordinada**. En esta asunción de deuda repartida entre capital e instrumentos híbridos no seguirá la prelación la cual hemos hecho referencia a lo largo del capítulo anterior.

²En España se endureció este ratio hasta el 10 % a las cajas de ahorro por el RD 2/2011

El proceso consiste simplemente en un recorte sobre el nominal de los títulos que según sus características o tipo serán de mayor o menor cuantía, así mismo, se obliga a los inversores a canjear estos instrumentos en acciones de capital ordinario. El FROB estableció el canje obligatorio a las siguientes entidades: Bankia, Novagalicia Banco, Catalunya Banc, Banco de Valencia y CEISS (Caja España Duero).

TABLA 2.4			
Aumento esperado de capital por ejercicios de gestión de híbridos después de publicado el informe de Oliver Wyman en septiembre de 2012			
En miles de euros	Necesidades de Capital (Oliver Wyman)	Aumento de capital por gestión de híbridos	Gestión de híbridos (%)
Bankia	24.743	6.593	26,6
Catalunya Banc	10.824	1.553	14,3
NCG Banco	7.175	2.023	28,3
Banco de Valencia	3.426	426	12,3
Total grupo I	46.204	10.599	22,9
Banco Mare Nostrum	2.208	182	8,2
Liberbank	1.197	714	59,6
CEISS	2.026	1.196	58
Caja3	779	36	4,6
Total grupo II	6.246	2.128	34,1
Banco Popular	3.223	0	0
Ibercaja	225	0	0
Total grupo III	3.448		
TOTAL	55.898	12.727	22,8

Fuente: Manzano Romero, D., Cuadernos de información económica

Con este proceso de recapitalización se espera que las aportaciones de **nuevo capital sea de 13.000 millones de euros, lo que supone más de un 1% del PIB español** (Manzano Romero, 2013) y una cuarta parte de los 55.898 millones de euros que se estimaban como necesidades de capital según el informe de Oliver Wyman de septiembre de 2012. Los recortes medios según el FROB de las entidades financieras antes descritas fueron de un 28%, siendo los preferentistas los peor parados con un 42% de quita y los poseedores de deuda subordinada de un 38%, lo que no se tuvo en cuenta en estos cálculos es que las acciones pudiesen deteriorar su valor incrementándose las pérdidas para estos inversores.

El 8 de diciembre de 2011, la Autoridad Bancaria Europea (ABE) aprueba los nuevos requerimientos de capital, que junto a los acuerdos de Basilea III prevé que este tipo de productos salgan de los recursos propios básicos a partir del año 2013. Por ello las entidades ofrecen otros productos que si computan como capital de alta calidad para su canje (bonos convertibles en acciones, acciones ordinarias o deuda a largo plazo fijo).

2.2 EMISIONES EN EL SECTOR BANCARIO. EL CASO PARTICULAR DE DOS CAJAS DE AHORRO.

En este capítulo se analizará en un primer apartado del comportamiento global de las emisiones y de las quitas producidas en Bankia, Banco CEISS, NCG banco y Catalunya Caixa Banc, éste último sin emisiones durante estos años, para en el siguiente apartado centrarnos en dos casos particulares de gran transcendencia en la provincia de León.

2.2.1 Emisiones en el sector bancario

En un primer momento se ha estimado oportuno revisar la liquidez total del mercado de renta fija AIAF, mediante el concepto de rotación que consiste en los volúmenes negociados de las participaciones preferentes sobre el conjunto de los valores negociados en el mercado AIAF, cada cuánto cambian de manos, lo que nos indica que

cuanto mayor sea mayor probabilidad de venderlo y conseguir aproximadamente el capital invertido (Bellod Redondo 2013).

TABLA 2.5

Liquidación y Rotación de preferentes sobre activos totales en el AIAF

Año	Negociación		Saldo vivo ³		Rotación ⁴		
	Total	Part. Preferentes	Total	Particip. Preferentes	Total días (a)	Partic. Preferentes días (b)	Relativa (a/b)*100
1996	16.556,90	-	20.686,84	-	456	-	-
1997	21.385,16	-	26.331,40	-	449	-	-
1998	43.119,81	48,95	32.429,12	700,00	275	5.219	5,3%
1999	86.268,28	702,49	69.368,58	6.351,35	293	3.300	8,9%
2000	99.823,52	928,00	78.299,91	9.731,35	286	3.827	7,5%
2001	140.809,96	1.458,99	99.405,57	11.791,35	258	2.949	8,7%
2002	264.967,42	2.222,08	126.942,51	14.957,84	175	2.456	7,1%
2003	380.189,61	3.447,72	197.742,69	19.932,19	190	2.110	9,0%
2004	566.578,63	4.130,22	308.024,78	18.705,14	198	1.653	12,0%
2005	872.284,94	4.045,87	442.417,48	22.486,63	185	2.028	9,1%
2006	900.201,36	4.643,70	588.942,27	23.115,63	239	1.816	13,1%
2007	1.108.234,16	4.488,59	758.559,76	23.062,63	250	1.875	13,3%
2008	2.400.667,47	4.013,84	819.604,68	23.308,63	125	2.119	5,9%
2009	3.691.802,57	5.627,07	870.979,98	33.183,84	86	2.152	4,0%
2010	3.658.056,94	4.250,44	849.979,94	30.891,76	85	2.652	3,2%
2011	5.444.735,09	5.810,27	882.398,31	31.088,60	59	1.952	3,0%
Media					193	2.580	7,9%

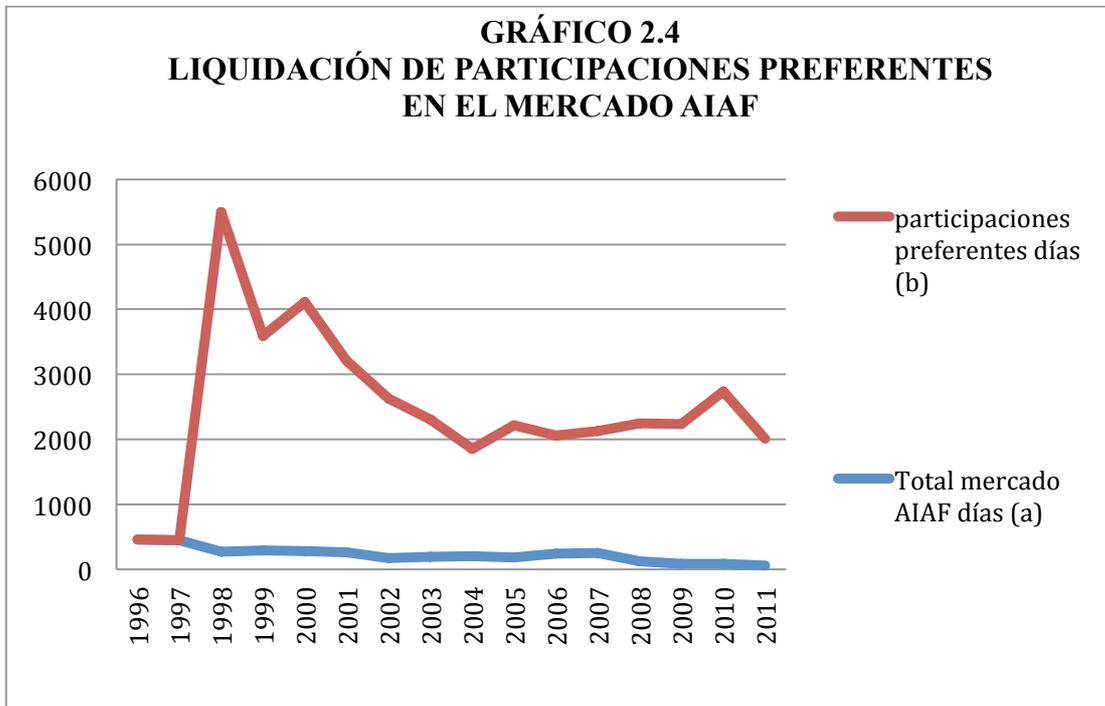
Fuente: Estadística AIAF, Bellod Redondo. Elaboración propia

Como se puede apreciar nunca fue un producto líquido en comparación con otros instrumentos de renta fija del mercado, incluso sus tiempos de rotación subieron durante los años 2008 y 2009 respecto al 2007, se pasa de un **volumen de operaciones de participaciones preferentes sobre el total de 13,3% en ese año, al 5,9 % en el 2008 y un 4 % en el 2009**. Por lo que se ve al producto no se le puede considerar en absoluto

$$^3 \text{Saldo vivo medio} = \frac{\text{saldo vivo medio}_{\text{diciembre año } t} - \text{saldo vivo medio}_{\text{diciembre año } t-1}}{2}$$

$$^4 \text{Rotación} = \frac{365}{\left(\frac{\text{Volumen negociado}}{\text{Saldo vivo medio}} \right)}$$

líquido, cuando de media en los últimos quince años **de cada 100 operaciones que se producen en el mercado AIAF es de 7,5 de preferentes**. La liquidez de las participaciones preferentes es menor que cualquier otro activo del AIAF, de una media del mercado de 193 días, el de las preferentes es de 2.580 días.



Fuente: Estadística AIAF, Elaboración propia.

El 23 de mayo de 2010 se encontraban en circulación 29.713 millones de euros en participaciones preferentes en circulación, de las cuales emitidas por entidades de crédito y **en manos de minoristas, 22.497 millones de euros**, aproximadamente un **75 por ciento del total**.

En el 2013 ya sólo se encontraba un tercio de estas emisiones y en mayo de 2014, 244.022 como se puede apreciar en la tabla. Dentro de las emisiones en el año 2014 hay alguna en circulación, como de la Caja General de Ahorros de Canarias, que causo baja en la CNMV como entidad depositaria el 8 de julio de 2011 ya que fue una de las que se fusiono para crear Bankia.

TABLA 2.6
Comparación de las preferentes del sistema bancario dirigidas a minoristas en mayo de 2011 y mayo 2014 (en miles de euros).

Entidad	Saldo vivo may-11	Saldo vivo may-14	Emisión admitida 2014
La Caixa	4.897.586	130.655	3.151.897
Bankia	3.888.431	6.288	217.000
BBVA	3.475.000	9.125	500.000
Banco Santander	1.965.616		
CAM	1.309.600	29.922	1.310.000
Grupo Mare Nostrum	942.000		
Banca Cívica	904.031	2.099	200.000
Nova Caixa Galicia	903.000		
Banco Popular	878.228		
Banco Sabadell	850.000	29.632	750.000
Banesto	497.466	8.000	487.000
Catalunya Caixa	480.000		
Caja España	412.000		
Bankinter	343.165		
Banco Pastor	250.000	9.111	438.000
EFFibank	178.000		
Unnim	173.000	14.285	64.000
BBK Bank Cajasur	150.000	4.905	270.000
Total emisiones	22.497.123	244.022	7.387.897

Fuente: CNMV, AIAF. Elaboración propia

El descenso en cuatro años es de 22.253 millones de euros, un 98,91 % menos. Como hemos visto en el capítulo anterior de emisiones individuales una parte la han perdido los inversionistas como consecuencia del burden-sharing, se puede hacer una estimación de lo que han supuesto las quitas en su conjunto sobre las emisiones en que se han aplicado.

2.2.2 El caso de cajas de ahorro relevantes en la provincia de León

En el monográfico de la CNMV titulado “*Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones*” del año 2007, además de mostrar su preocupación sobre cómo se estaba comercializando este producto a los minoristas, y después de un interesante estudio estadístico realizado por el autor, en las conclusiones ya dudaba de la rentabilidad para el inversor, puesto que el periodo de protección o los cinco primeros años donde el interés suele ser fijo era menor que la perpetuidad que acompañaba en la emisión a un tipo variable, con diferenciales estrechos y con un reembolso a la par sin ningún tipo de prima que compensase este periodo indefinido de tiempo, “*su característica de perpetuidad deja atrapados a los inversores en unas inversiones de rentabilidad dudosa*” (Blanco Montano, 2007:49)

En este apartado, trataremos de analizar las emisiones individuales durante el periodo de tiempo comprendido preferiblemente entre el 2008 y el 2012. De entre todas se han querido analizar particularmente las participaciones preferentes de las siguientes entidades:

- NCG Banco (Caixa Galicia, Nova Caixa Galicia y Banco Gallego).
- Banco CEISS (Caja España y Caja Duero).

Las dos cajas de ahorros tienen fuerte presencia en la provincia, sobre todo en el entorno rural, Caja España en concreto mantiene su sede social en la capital leonesa a fecha uno de enero de 2014. Ambas sufrieron importantes quitas sobre la inversión inicial como consecuencia del burden-sharing y pueden ser una buena muestra de lo acontecido en estos años.

2.2.2.1 Caixa Galicia.

La entidad garante era la Caja de ahorros de Galicia, fueron emitidas por la sociedad Caixa Galicia Preferentes S.A.U, durante el 2009 se lanzaron las siguientes emisiones de participaciones preferentes:

TABLA 2.7		
Emisiones de la Caixa Galicia durante el 2009		
Nombre	Pref. serie D⁵	Pref. serie E
Importe (miles de euros)	150.000 (Ampliable a 300.000)	135.000
Fecha de emisión	15 de octubre de 2009	18 de mayo de 2009
Valor nominal	1.000 €	1.000 €
Rentabilidad	2 primeros años 7,5% fijo luego +6,5 % sobre el Euribor 3 meses	2 primeros años 7,5% fijo luego +6,5 % sobre el Euribor 3 meses
Nota Moody's⁶	C.P:P2 L.P: A3	C.P:P1 L.P:A2
Nota Fitch⁷	C.P:P2 L.P:F2	C.P: F1 L.P:A
Fuente: CNMV, NCG Banco. Cuentas anuales. Elaboración propia.		

Caixa Nova había emitido participaciones preferentes el 15 de junio de 2009, por importe de 130 millones de euros con valor nominal de 100 de euros, que pasan a formar parte de los fondos propios de la entidad resultante. Como se puede comprobar sólo hay una emisión pero se mantienen los saldos vivos de emisiones anteriores, aunque estas eran carentes de incentivos para los nuevos inversores por su bajo interés, por lo que en el año 2009 la Caixa Galicia decide amortizar parte de las antiguas para que el titular de éstas pueda adquirir mayores importes de la nueva emisión.

⁵La denominación de las series corresponden a su secuencia, la serie D es la 4º emisión.

⁶La escala de Moody's va desde el AAA hasta el BAA3 para las inversiones óptimas a largo plazo, a partir de Ba1 hasta el C es considerado "bono basura", en el corto plazo va de P1 a P3.

⁷Fitch va de AAA a BBB y a partir de BB es el "bono basura", En el corto plazo son siete escalones siendo F1 el máximo y D el más bajo.

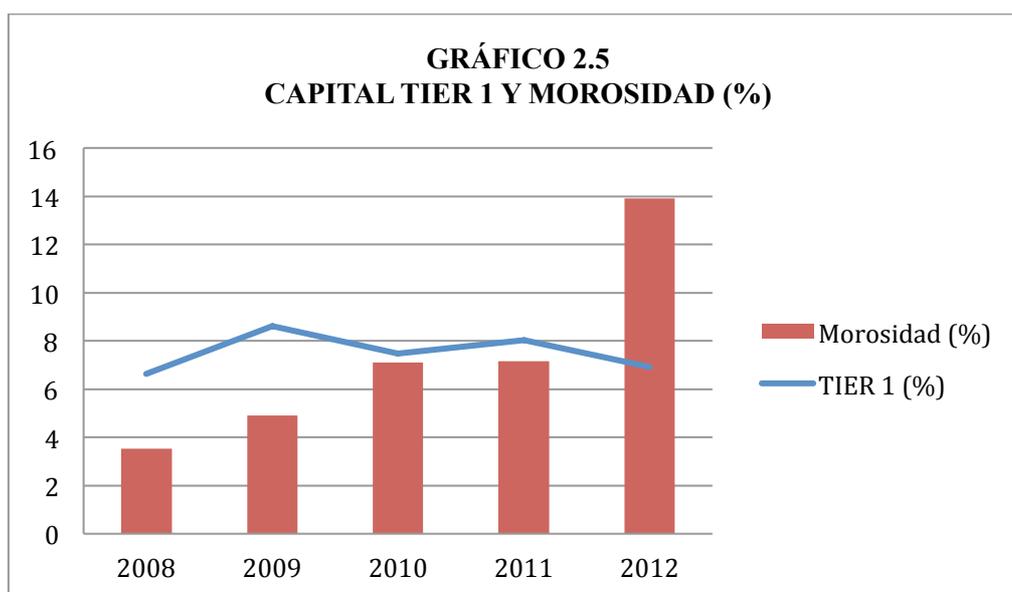
TABLA 2.8

Participaciones preferentes NCG BANCO a fecha 31/12/2011(en miles de Euros)

EMISIÓN	VALOR NOMINAL	INTERES	AÑO EMISIÓN
Caixa Nova serie A	198.000	1,86%	2004
Caixa Nova serie B	75.000	3,52%	2007
Caixa Nova serie C	100.000	4,86%	2008
Caixa Nova serie D	130.000	7,73%	2009
Caixa Galicia serie A	140.000	2,49%	2003
Caixa Galicia serie B	56.950	4,57%	2005
Caixa Galicia serie C	40.150	2,93%	2007
Caixa Galicia serie D	300.000	7,5%	2009
Caixa Galicia serie E	135.000	7,5%	2009
Banco Gallego pref.2006 (serie 1)	22.000	3,60%	2006
Banco Gallego pref.2006 (serie 2)	22.000	3,60%	2006

Fuente: CNMV, NCG Banco. Cuentas anuales. Elaboración propia.

En el 2010, concretamente el uno de diciembre, se produjo la fusión de las dos grandes entidades gallegas Caixa Galicia y Caixa Nova, previa autorización del FROB el 29 de junio de 2010, que inyectó 1.162 millones de euros. Con estos movimientos el TIER 1 fluctuó de la siguiente forma entre el año 2008 y el 2012:



Fuente: CNMV, NCG Banco. Cuentas anuales. Elaboración propia.

Se ha creído conveniente establecer el TIER 1 para comparar los años ya que cómo indicamos en el capítulo anterior en 2011 se establece un nuevo método para el cálculo del *core capital* cómo se observó con los procesos de reestructuración españoles. Se puede comprobar cómo la necesidad de capital de primera categoría se incrementa en el 2009 por encima del 8 % cumpliendo con la exigencia de solvencia de ese ejercicio. Sin embargo el crecimiento de la morosidad nos da la idea de cómo el negocio bancario se había fraguado a través de préstamos, posiblemente a promotores y constructores, que fueron fallando hasta alcanzar aproximadamente el 14%.

Según se desprende de la página número 94 de las cuentas anuales del año 2011 de NCG banco, tanto la deuda subordinada como las participaciones preferentes se encuentran dentro de la rúbrica pasivo subordinado. De ahí se han observado los datos que se reflejan en la siguiente tabla:

TABLA 2.9			
Ratio de preferentes de NCG sobre el total de pasivo subordinado			
(en miles de euros)			
AÑO	Pasivo Subordinado	Preferentes	Ratio sobre pasivo
2007	1.737.062	540.000	31,09%
2008	1.737.431	540.000	31,08%
2009	1.887.353	888.700 ⁸	47,09%
2010	3.551.584	1.291.350	36,36%
2011	3.668.551	1.226.714	33,44%
2012	2.150.380	1.174.395 ⁹	54,61%

Fuente: CNMV, NCG Banco. Cuentas anuales. Elaboración propia.

Es necesario recordar que en la fecha 1 de diciembre se unieron las dos cajas gallegas, aumentando sustancialmente esta partida. Sin embargo el deterioro de los fondos propios es llamativo, y más si se tiene en cuenta la inyección de liquidez de junio de 2010.

⁸Se amortizaron 303.550 de emisiones anteriores

⁹Se amortizaron las participaciones preferentes del Banco Gallego por su posterior venta en abril del 2013

El 30 de septiembre de 2011, vuelve a ver una inyección de capital de 2.465 millones de euros por parte del FROB, con un aumento de los fondos propios, pasando de los 2.000 millones de euros.

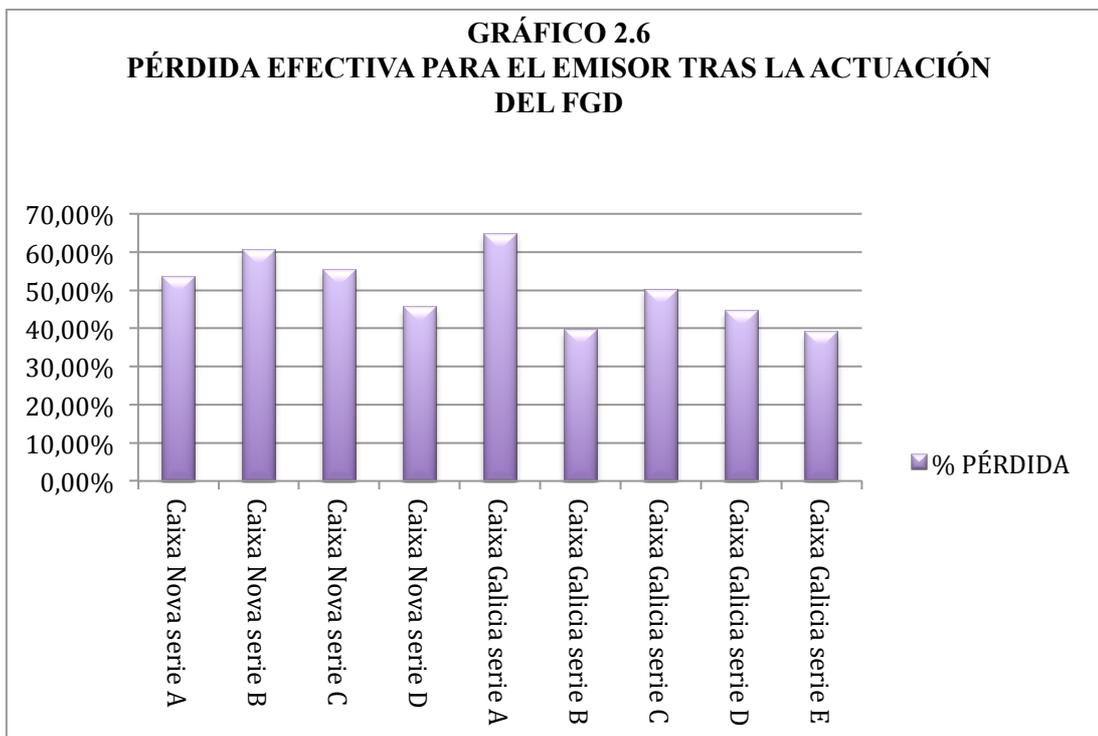
Estas circunstancias supusieron, como se afirma en el informe de auditoría firmado por Deloitte S.L. en las cuentas anuales de la empresa Caixa Galicia preferentes, S.A., que como consecuencia de los resultados anuales en **el 2011 no se procederá al pago de remuneraciones e intereses corresponden a las participaciones preferentes**, y en el ejercicio 2012 debido al plan de reestructuración en el que se encuentra inmerso ya se contemplan los canjes de instrumentos híbridos, entre ellas las participaciones preferentes.

El 22 de marzo de 2013 la comisión rectora del FROB establece finalmente las quitas (o acciones de gestión de híbridos) de la NCG, **con un recorte medio del 43% a las participaciones preferentes** y 41% a la deuda subordinada perpetua. En el Banco Gallego las quitas, hechas públicas también en la resolución del 22 de marzo, son de un 50% para los poseedores de participaciones preferentes y de la deuda subordinada perpetua del 39%.

TABLA 2.10.			
Canje de preferentes en acciones			
Emisión	Valor nominal (en miles de euros)	Importe efectivo a reinvertir en acciones (% sobre nominal)	Precio de aceptación tras intervención FGD
Caixa Nova serie A	198.000	46,58%	
Caixa Nova serie B	75.000	45,99%	39,65%
Caixa Nova serie C	100.000	44,75%	
Caixa Nova serie D	130.000	54,60%	
Caixa Galicia serie A	140.000	41,14%	35,47%
Caixa Galicia serie B	56.950	69,97%	60,31%
Caixa Galicia serie C	40.150	49,80%	
Caixa Galicia serie D	300.000	64,40%	55,51%
Caixa Galicia serie E	135.000	70,86%	61,08%

Fuente: FROB. Acuerdo Comisión Rectora 22-03-2013. Elaboración propia

El 4 de julio, se procede a hacer efectiva la recompra y amortización de la totalidad de participaciones preferentes. El Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito¹⁰ ofreció a los minoristas que como consecuencia del canje se conviertan en titulares de acciones no cotizadas, la recompra de estos instrumentos, que denominaron “*mecanismo de liquidez*”.



Fuente: FROB. Acuerdo Comisión Rectora 22-03-2013. Elaboración propia

Hasta ese momento se había comenzado los procedimientos de arbitraje, tanto por participaciones preferentes como por la deuda subordinada, que a 31 de diciembre de 2013 se encontraban en esta situación:

TABLA 2.11
Solicitudes arbitraje NCG banco

	Total solicitudes arbitraje	Solicitudes Aceptadas	Solicitudes aceptadas o rechazadas
Número solicitudes	67.643	40.103	27.540

Fuente: NCG Banco. Cuentas anuales 2013. Elaboración propia

¹⁰ Anunciado en la rueda de prensa posterior al Consejo de Ministros del día 22 de marzo de 2013

A la misma fecha existen procesos judiciales abiertos por un importe total de 303.502 miles de euros.

2.2.2.2 *Caja España.*

Sin ser una de las entidades financieras con mayores importes de emisiones de preferentes, se ha creído conveniente analizar esta caja de ahorro por su cercanía.

Las emisiones han sido realizadas por la sociedad Caja España de Inversiones sociedad de participaciones preferentes, S.A., y garantizadas por la matriz, la única emisión de preferentes es la siguiente:

TABLA 2.12	
Emisiones de preferentes en Caja España en el 2009	
Nombre	Pref. serie I
Importe (miles de euros)	100.000 (Ampliable a 200.000)
Fecha de emisión	19 de mayo de 2009
Valor nominal	1.000 €
Rentabilidad	2 primeros años 8,25% fijo luego +7,25 % sobre el Euribor 3 meses
Nota Moody's	C.P:P2 L.P: A3
Nota Fitch	C.P:F2 L.P:A-

Fuente: CNMV. Banco CEISS. Cuentas anuales 2011. Elaboración propia.

El 5 de enero de 2010 se acordó la fusión de esta entidad con Caja Duero lo que conllevó una ayuda directa del FROB por 525.000 miles de euros, siendo resultante la entidad Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Cajas de Ahorros y Monte de Piedad. Durante el 2009 Caja Duero había realizado una emisión de 100.000 miles de euros, de valor nominal de 100 €, con un importe mínimo de suscripción de 30 y 1.000, según tramos para su posterior remuneración.

TABLA 2.13
Participaciones preferentes con saldo a 31-12-2011 (en miles de euros)

EMISIÓN	VALOR NOMINAL	INTERES	AÑO EMISIÓN
Caja España Serie C	112.006	Euribor 3M+0,10%	2004
Caja España Serie I	200.000	8,25%	2009
Caja Duero Capital	48.176	Euribor 3M+1,85%	2003
Caja Duero 2009	100.000	Euribor 3M +7,75%	2009
Part.preferentes FROB	525.000	7,75%	2010

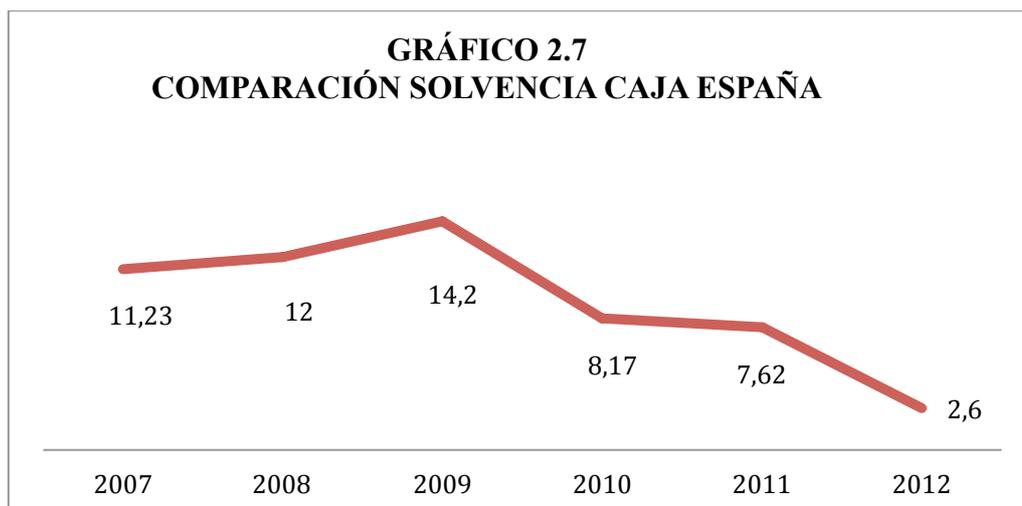
Fuente: CNMV. Banco CEISS. Cuentas anuales 2011. Elaboración propia.

Llama la atención el alto interés ofrecido por las nuevas participaciones para atraer al cliente, después de la guerra de pasivos del 2008, los interés medios ofrecidos en mayo del 2009 (fecha de la emisión) eran de un 2,41%¹¹. En el año 2012 se suspende el pago de los correspondientes cupones de las participaciones preferentes vigentes por la inexistencia de un beneficio distribuible, como se señala en la memoria anual del ejercicio.

La ayuda que recibió esta entidad se realizó a través de participaciones preferentes suscritas totalmente por el FROB, de importe 525 millones de euros, y que posteriormente serían convertibles en cuotas participativas, con un plazo de emisión de cinco años ampliables a dos años más.

En esta entidad, hemos analizado el coeficiente de solvencia variando en el periodo 2007-2012 de la siguiente forma:

¹¹ Datos recogido en <http://www.bde.es/clientebanca/tipo/entidades.htm>



Fuente: CNMV. Banco CEISS. Cuentas anuales. Elaboración propia.

Se puede comprobar cómo las preferentes ayudaron a subir el ratio de solvencia en el 2009 hasta el 14,2%, en el siguiente año y como consecuencia de la crisis desciende, para volver a incrementarse en el 2011 con su conversión a banco el 23 de diciembre del mismo año, que a pesar de ese aumento en el informe de auditoría de Deloitte se advierte de las dificultades de poder cumplir con los requisitos de capital, y así se constata en el 2012 con una pérdida de 2.511.432 mil euros, lo que lleva a un patrimonio negativo y por ende a un coeficiente de solvencia del 2,6%.

**TABLA 2.14
 Ratio de preferentes sobre el total de pasivo subordinado
 (en miles de euros).**

AÑO	Pasivo Subordinado	Preferentes	Ratio sobre pasivo
2007	523.942	150.000	28,63%
2008	730.015	150.000	20,55%
2009	891.831	312.006	34,98%
2010	1.999.229	985.182	49,28%
2011	1.968.575	985.182	50,05%
2012	1.970.816	985.182	15,83%
2013	638.602	0	0,00%

Fuente: CNMV. Banco CEISS. Cuentas anuales. Elaboración propia.

El 24 de noviembre de 2011 se crea el Banco CEISS como consecuencia del plan de reestructuración bancaria.

En cuanto a morosidad la situación es parecida a la Caixa Galicia alcanzando el 13% en junio del 2012. La exposición del Banco CEISS al préstamo al promotor queda patente en el cociente entre crédito al promotor entre inversiones financieras (sin incluir administraciones públicas) siendo este ratio de un 24,3% en esa fecha, uno de los más altos del sector.

De las participaciones emitidas en el 2004, se realizó amortización parcial durante el 2009 por el total de 37.994 títulos (valor nominal 1.000 euros por acción), lo que supuso que su saldo a final de ese año fuese de 112.006 miles de euros. En el siguiente ejercicio se incluyen las que procedían de Caja Duero y las preferentes suscritas por el FROB. La conversión en banco se realiza el 22 de noviembre de 2011 y pasa a denominarse la entidad como Banco CEISS.

En el 2013 como consecuencia de los acuerdos del MoU, del acuerdo del Consejo de Administración del Banco de 2012 y las Resoluciones de la Comisión Rectora del FROB de fecha 16 de mayo y 15 de julio de 2013 se canjean las preferentes por acciones del Banco. Por una parte las participaciones suscritas por el FROB pasando a ser acciones del Banco con un valor nominal de 393 millones de euros y 132 millones de prima de emisión.

Por lo que se refiere al resto de participaciones preferentes, se establece en un primer momento un precio de recompra que será minorado nuevamente por el valor de reinversión en Bonos CEISS. Este valor está vinculado a la obligatoria suscripción irrevocable y automática de Bonos, menos las participaciones preferentes de Caja Duero Capital 2003 que pasan a ser acciones directamente.

TABLA 2.15
Quitas en preferentes del Banco CEISS

Emisión	Valor nominal (en miles de euros)	Precio recompra (% sobre nominal)	Valor reinversión en Bonos CEISS ¹²
Caja España Serie C	112.006	39,25%	26,22%
Caja España Serie I	200.000	72,85%	48,65%
Caja Duero Capital	48.176	47,64%	31,82% ¹³
Caja Duero 2009	100.000	75,07%	50,15%

Fuente: FROB, acuerdo Comisión Rectora 15-07-2013. Elaboración propia

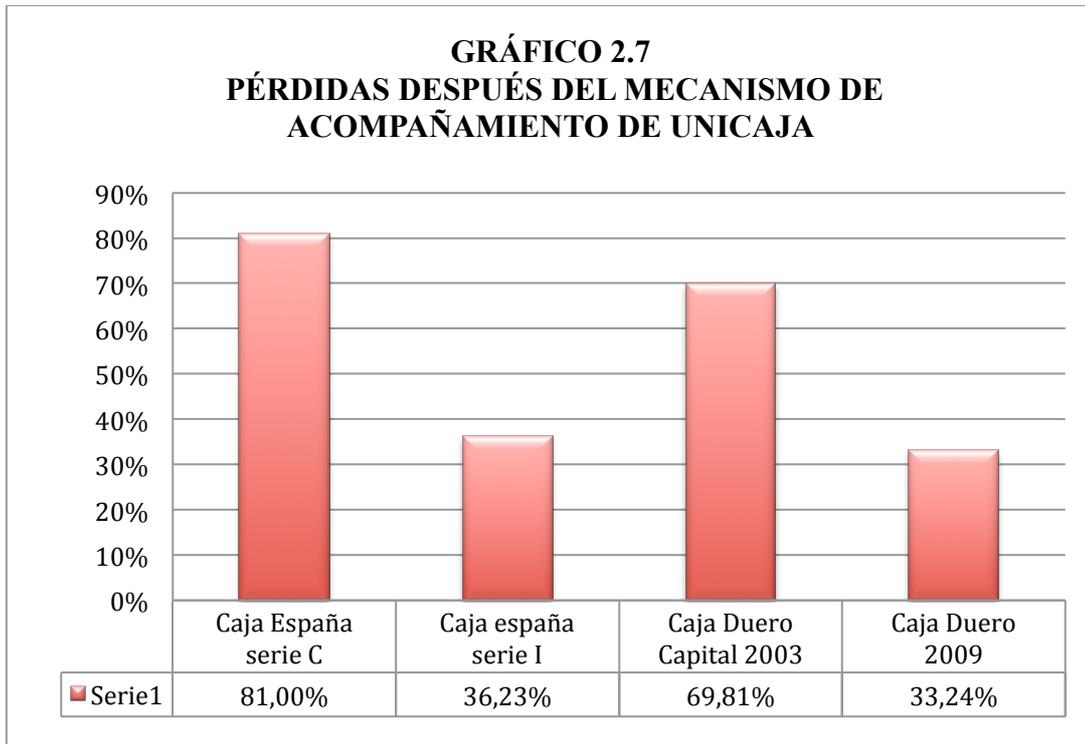
El FROB inicio un procedimiento de revisión adicional sobre la comercialización de participaciones preferentes y deuda subordinada de CEISS, en el que un experto independiente revisará los casos en que se haya denunciado “*mala praxis*” en la comercialización, si considera que ésta ha existido y se haya acogido a la oferta de Unicaja de bonos CEISS, podrá recibir en torno al 95-97% de la cantidad inicialmente invertida en participaciones preferentes o deuda subordinada. Una nueva condición es que para aceptar este mecanismo hay que renunciar a la vía judicial.

Finalmente, Unicaja ha aprobado un mecanismo de acompañamiento basado en la entrega en efectivo de una cantidad para los titulares de Bonos que se les haya denegada la revisión por parte del experto independiente, recibirá el 75% del valor nominal de los Bonos CEISS.

Si consideramos a un inversor en participaciones preferentes que no haya conseguido resolución favorable del experto del FROB y se haya acogido al mecanismo de acompañamiento, las pérdidas serían las siguientes:

¹²El valor de reinversión es una estimación consecuencia de los acuerdos de la Comisión Europea por lo que la participación del FROB no puede ser inferior al 50% del capital, por lo que la aportación de 604 millones de lo aportado debe recortarse en Bonos para que el FROB sea titular de la mitad del capital.

¹³Acciones del Banco CEISS



Fuente: FROB, Acuerdo de la Comisión rectora 22-03-2013.Elaboración propia.

2.2.2.3 Comparación entre las dos cajas

Si hacemos una comparación entre estas dos cajas nos encontramos bastantes puntos en común. El primero sería volver a destacar el tipo de interés más de 5 puntos por encima de la media de mercado, una remuneración basada en unos beneficios que no se produjeron y en ambas cajas se suspendieron los cupones en los años 2011 y 2012.

Otra de las similitudes se aprecia en la forma del negocio bancario, muy expuestos al préstamo inmobiliario, lo que lleva por un lado al aumento de la morosidad a partir del 2010, y por otro lado al disminuir los fondos propios al tener que provisionar los créditos inmobiliarios.

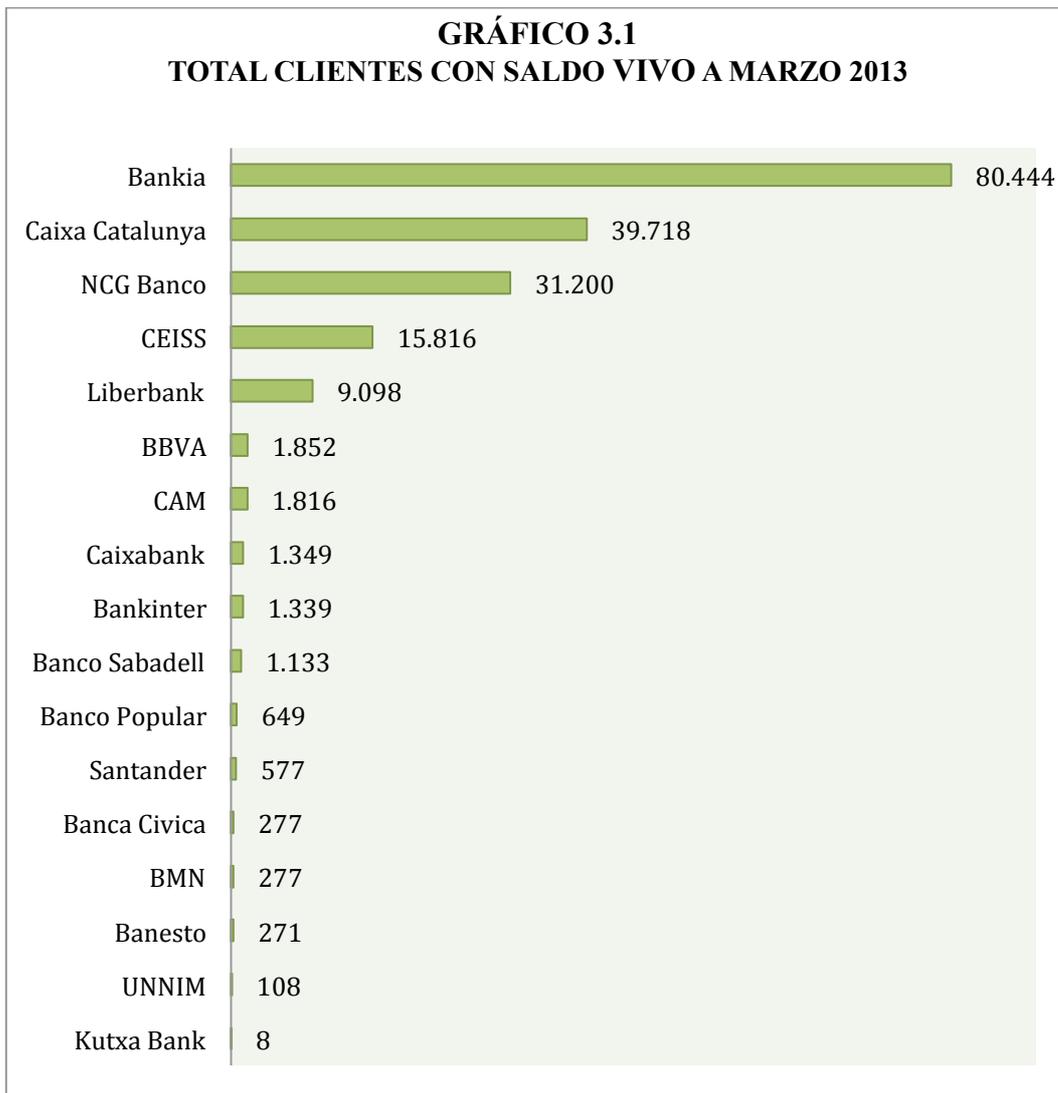
La principal diferencia radica en la forma de intervención del FROB, mientras en la NCG banco la inyección de liquidez entra directamente en el capital social, siendo

nacionalizada. En el caso del banco CEISS pasa a ser una ayuda a la fusión entre Caja España y Caja Duero, materializándose en la suscripción de preferentes.

Finalmente ambas vuelven a semejarse en como son afectadas por las quitas aprobadas por la Autoridad Bancaria Europea, tanto en subordinadas como en participaciones preferentes, siendo distintos los mecanismos para recuperar la liquidez para el cliente, ya que en la NCG se realiza a través del fondo de garantía de depósitos, mientras que en el Banco CEISS estos han pasado por la mediación de la entidad privada Unicaja.

3. SOLUCIONES E IMPACTO PARA EL PREFERENTISTA

La situación en marzo de 2013 era la siguiente: de un total de 377.784 clientes que habían invertido en participaciones preferentes, un 49,22%, 185.932 eran inversores del sistema bancario y 191.852 eran de empresa (sólo en Repsol había 120.848). Sin embargo, del saldo vivo en esa fecha 5.629 millones de euros, un 91% correspondía al sistema bancario.



Fuente: CNMV, El País. Elaboración propia

Ahora que conocemos el número de titulares, hasta este año los datos eran bastante confusos, y después que en los capítulos anteriores se ha realizado el análisis de cómo se han ido sucediendo las circunstancias en torno a las preferentes hasta desembocar en las quitas del burden-sharing, ¿cuáles son las opciones para el titular de este producto financiero?

En un primer momento vamos a analizar cómo se han ido canjeando participaciones preferentes en acciones por las entidades financieras. Podemos distinguir el canje por dos tipos de emisores: los afectados por las medidas del FROB, y los que han podido optar por otros medios menos gravosos para el inversor y así poder retener al cliente.

3.1 LOS CANJES EFECTUADOS

Entidad	Importe emisiones	Recorte medio ¹⁴	Pérdida efectiva
NCG Banco	1.175.100	43,00%	505.293,00
Banco CEISS	460.182	41,30%	190.055,17
Catalunya Banc	509.406	61%	310.737,66
Bankia	1.272.000	38%	483.360,00
Banco Gallego	44.000	50%	22.000,00
Totales y media del recorte	3.460.688	46,66%	1.511.446

Fuente: FROB, Bankia, NCG Banco, Banco CEISS, Catalunya Banc. Elaboración propia

En la tabla 5.1 se analiza la pérdida del inversor de participaciones preferentes, sólo y exclusivamente sin contar quitas adicionales en la conversión de Bonos, ni recuperación de parte de la inversión por el mecanismo de liquidez del FGD o el mecanismo de acompañamiento de Unicaja. Si nos atenemos a los resultados obtenidos en nuestro trabajo, el recorte medio es superior al publicado por el FROB, en el caso de NCG Banco un 45,77%. Pero siguiendo las estimaciones medias, los inversores de participaciones preferentes han perdido por las quitas de estas cuatro entidades un total de 1.511 millones de euros, eso sin contar con la parte que le corresponde como contribuyente.

¹⁴Recorte medio publicado por el FROB el 22 de marzo de 2013.

Pero no todas las preferentes se han amortizado mediante quitas. Como se ha apuntado con la entrada en vigor de Basilea III las preferentes dejaron de ser capital de primera categoría o TIER 1, lo que ha supuesto un canje masivo por acciones. Los tres bancos con mayor presencia de saldos vivos en el 2011, lo efectuaron de la siguiente forma:

- **La Caixa.** Un 30% de la emisión pasa a ser bonos convertibles en acciones de Caixa Bank, con fecha de vencimiento del 50% en junio de 2012 y el otro 50% en el 2013, éste último canje se ha retrasado a marzo 2014. El precio de la acción en un principio se fijó en 3,862, para posteriormente quedar en 3,65 euros por acción. El otro 70 % restante en obligaciones subordinadas a 10 años. El 99,47 % de los inversores aceptaron dicho canje.
- **El Banco Santander** respeta el 100% del valor nominal y efectúa el canje valorando las acciones en función de la media de precios ponderados. Con esta opción el tenedor de preferentes gana en liquidez entrando en el mercado bursátil español. En este banco la aceptación fue del 98,88%.
- **El BBVA** optó por la fórmula del Bono convertible, 100% del valor nominal y con un rendimiento del 6,5% hasta su primera conversión en acciones por el 50% en el 2012 y la otra mitad restante en el verano del 2013. También en esta entidad se logra el 98,7% de aceptación.

TABLA 3.2
Resumen canje principales entidades

Entidad	Tipo canje	Rendimiento bonos	Fecha	Precio acción
Caixabank	30% en Acciones 70% en Bonos	7% ¹⁵	50% junio 2012 50% marzo 2014	3,65€
Santander	100% en Acciones		04/01/2012	5,819€
BBVA	100% bonos convertibles	6,50%	50% junio 2012 50% junio 2013	5,1844€

Fuente: CNMV, El país, Banco Santander. Elaboración propia.

¹⁵El rendimiento inicial para los bonos era de un 6,5% y el canje inicial era en junio de 2013

3.2 LAS POSIBILIDADES DE RECLAMACIÓN PARA EL INVERSOR.

Como se ha visto al inversor se le ha impuesto un canje, aunque en muchos casos se ha denominado voluntario, por ello y para defensa de sus intereses económicos según se recoge en el derecho español, el inversor dispone de las siguientes posibilidades para reclamar por las preferentes (Rayón Ballesteros, 2013):

- **Reclamación previa a los bancos.** Consiste en reclamar a través del servicio de atención al cliente o posteriormente al Banco de España. La entidad dispone de dos meses para responder. Lo habitual es que no lo haga y por lo tanto haya que realizar un requerimiento notarial solicitando la documentación. Finalizado este plazo se puede acudir al Banco de España, que dispone de 4 meses para remitir los informes a la CNMV para que emita resolución no vinculante. Mediante este sistema lo único que se consigue es demorar el problema.
- **Interposición de acciones penales por estafa.** Sin buenos resultados hasta la fecha. Son querellas criminales y son más las que se archivan que las que prosperan.
- **Arbitraje.** Se nombra a un árbitro experto para que emita resolución, los expertos suelen serlo de cuestiones financieras lo que les lleva a resolver sobre contenido y aplicación del contrato pero no sobre causa de invalidación de los mismos, tema más jurídico. Sin embargo en la Caixa Galicia ha sido el sistema elegido por muchos inversores.
- **Interposición de acciones colectivas.** Asociaciones como la de Usuarios de Bancos y Cajas y Seguros se han encargado de reclamar conjuntamente por varios afectados. Sin embargo, las características particulares de varias emisiones hacen que las resoluciones no suelen ser positivas, ya que se requiere un análisis individual de cada caso.

- **Demandas civiles individuales**, el procedimiento judicial se basa en el estudio del perfil del contratante, edad, experiencia inversora y actitud ante el riesgo, calidad de la emisión o documentación bancaria suscrita entre otros. La demanda se impondrá por el nominal de la inversión, intereses legales y las costas procesales. Suelen tener mejores resultados y antes de las nuevas tasas judiciales era el procedimiento más barato.

CUADRO 3.1 Posibilidades de reclamación por parte del cliente	
Reclamación previa	Ante el servicio de atención al cliente de la institución y después de la resolución (si la hay), ante el Banco de España que emite resolución no vinculante.
Acciones penales por estafa	Querrelas criminales, se archivan más de las que prosperan.
Arbitraje	Arbitro externo y experto en cuestiones financieras, contenido y aplicación.
Interposición de demanda colectiva	Reclamación de varios afectados ante la misma entidad.
Demanda individual	Estudio individual del perfil del contratante

Fuente: Elaboración propia

4. UNA REVISIÓN ÉTICA DE LA COMERCIALIZACIÓN

No parece extraño, si se señala que un inversor cualificado que conozca lo que entraña la denominación “participación preferente”, no dedicaría la mayoría de sus ahorros a este producto sino que los destinaría a productos más arriesgados pero con mayor liquidez, con la esperanza de recibir dividendos, y mayor probabilidad de revalorización en su mercado (Alonso Espinosa, 2012). ¿Qué ha pasado para que los clientes minoristas, pequeños ahorradores, hayan decidido colocar sus ahorros en participaciones preferentes de forma masiva? Es aquí donde debemos revisar conceptos como la ética en los negocios, información asimétrica y riesgo moral.

4.1 LA COMERCIALIZACIÓN POR LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y SU ÉTICA.

Como se ha indicado, las mayores emisiones se efectúan durante el año 2009. Como consecuencia del deterioro de sus ratios de endeudamiento, las entidades financieras intentando conseguir mayores recursos propios y deciden convertir los depósitos de sus clientes minoristas, que figuran en el pasivo de su balance, y así superar los coeficientes de solvencia exigidos.

Así las participaciones preferentes, emitidas en su mayoría por cajas de ahorros, se colocan entre clientes de confianza, conservadores y con aversión al riesgo. El reclamo de las entidades financieras emisoras era la alta rentabilidad y con una liquidez absoluta en el mercado AIAF. Así los ahorradores creían estar contratando un depósito que les liquidase trimestral y protegido por el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), pero nunca se les explicó las características de un instrumento tan complejo.

La red de comercialización pasaba a través de las sucursales en donde estos clientes tienen depositados sus ahorros y su confianza, y como se ha visto reflejado en las

sentencias judiciales, tampoco el empleado de la sucursal tenía conocimientos suficientes para explicarlo¹⁶.

La situación del país a partir del 2010 hace que muchos de estos clientes caigan en el desempleo e intentan rescatar sus ahorros para hacer frente a sus gastos comunes, y es cuando descubren la iliquidez de las participaciones preferentes. En otros casos surge cuando las entidades financieras suspenden pagar el dividendo por entrar en pérdidas y el cliente no percibe los intereses pactados. Estas participaciones preferentes además comenzaban a tener un valor de mercado en el AIAF muy inferior al nominal contratado, lo que ya generaba una pérdida para el inversor.

Atendiendo a este valor de mercado inferior al nominal, hay que hacer una pequeña reflexión, ya que cuando estalla la crisis en el 2009, se constata en un primer momento en una falta de liquidez total, incluido el mercado secundario AIAF, y es cuando las emisiones y comercialización a los minoristas de las participaciones preferentes alcanza su máximo apogeo, lo que nos hace sospechar de una estrategia deliberada hacia el cliente minorista (Bellod Redondo, 2013).

El resultado final de la comercialización como ya hemos visto pasó por el saneamiento del sector financiero por el FROB que en su artículo 38 de Real Decreto 24/2012, y estipula las ofertas de canje de los instrumentos híbridos de capital y de la deuda subordinada:

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

¹⁶Sentencia 60/2014 de fecha 17 de marzo de 2014 del Juzgado de primera instancia nº84 de Madrid, donde el juez ordena devolver el dinero invertido por dos trabajadores de Caja Madrid por entender que los documentos internos tenían información “capciosa”

- Amortización anticipada a valor distinto del valor nominal.

Como consecuencia del burden-sharing, ya analizado, todos estos productos sufrieron una importante quita con el objetivo que el importe de las entidades financieras rescatadas no recaiga sólo en el contribuyente, e introduce el principio de responsabilidad y asunción de riesgos, por el que se obliga a accionistas e inversores titulares de instrumentos de capital a sufragar con los costes de la reestructuración.

4.1.1 El conflicto de intereses y la Información asimétrica.

Otro de los puntos que parece evidente es la figura jurídica del conflicto de intereses suscitado, pues según la ley de Mercado de Valores¹⁷, la empresa tiene la obligación legal de tener una política de gestión de conflictos de interés eficaz para impedir que estas situaciones perjudiquen los intereses de sus clientes, por lo que se deduce que en la colocación de participaciones preferentes *“se obtiene un beneficio obvio en la colocación con la transformación pasivo en recursos propios y se financia a coste desigual respecto al riesgo transferido. La entidad de crédito tiene un interés directo en el resultado directo del servicio prestado efectuado por el cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado”* (Ibáñez Jiménez, 2014:115).

Cuando el inversor confía plenamente en el asesoramiento de la entidad financiera en donde es cliente y ésta además le ofrece un producto propio. El requisito de la CNMV de previa información que rige en los mercados, argumenta que el emisor dispone de una información que el inversor puede acceder a ella previa contratación, sin embargo ante estos clientes la disponibilidad de la información parece que funciona como un eximente de responsabilidad del emisor. Si ésta hubiese sido efectiva y clara, quedando patente el riesgo que se transfiere al inversor, el perfil de éste estaría alejado del minorista adverso al riesgo, es un claro caso de lo que se denomina información asimétrica.

¹⁷La empresa prestadora del servicio pueda obtener un beneficio correlativo a un posible perjuicio para un cliente; o cuando un cliente puede obtener una ganancia o evitar una pérdida con posibilidad concomitante del cliente. art.70 Ley del Mercado de Valores 24/1988

4.1.2 Ética en la Comercialización y Riesgo Moral

En el punto de mira de la comercialización se encuentra la ética, y concretamente la vulnerabilidad del cliente objetivo y cómo se ha percibido una nocividad del producto para esos clientes. Hay una serie de razones por las que una serie de clientes pueden ser considerados vulnerables (Crane y Matten, 2010):

- Insuficiente educación o información para entender las participaciones preferentes.
- Que sean fácilmente manipulables por su avanzada edad.
- Que sean discapacitados físicos o emocionales.
- Demasiado jóvenes para tomar decisiones independientes.

Como se puede apreciar muchas de estas razones se dan en la comercialización de las participaciones preferentes, sobre todo las dos primeras. En estos casos la ética considera que hay una obligación de deber (*duty of care*), por parte de las entidades financieras y que en estos casos deben actuar de acuerdo con los intereses de sus clientes.

En un intento de protección a estos clientes en el año 2007 entra en vigor la Directiva MIDFID (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros) que en su intento de proteger a los inversores y ahorradores obliga a la realización de test de idoneidad para la clasificación de los clientes en base a sus conocimientos de cultura financiera, de esa clasificación se desprenden tres clasificaciones: inversor o cliente minorista, inversor iniciado o experto y cualificado. El primero es el que merece mayor protección y por sus características debía de estar totalmente desaconsejable la contratación de este producto híbrido. Una vez más el sistema falló favoreciendo al emisor.

Por último en esta exposición sobre la comercialización, las entidades financieras han llevado políticas más agresivas como consecuencia de una “malla de protección” (Berges Lobera, 2011) que de forma explícita (FGD) o implícita (rescates bancarios) llevan a los emisores a asumir más riesgos. Esta malla de protección da confianza al público en las entidades financieras y en su regulación creyendo tener a salvo sus ahorros.

Por el lado implícito lleva a asumir más riesgos sabiendo que en el peor de los casos habrá una socialización de las pérdidas dada la importancia del sistema financiero en la economía de un país. A esto último lo denominamos en economía como riesgo moral: las cajas de ahorros, el mejor ejemplo es Bankia, han asumido riesgos trasladándolos al inversor con conocimiento que la pérdida está acotada por el rescate bancario por parte del estado, en los países anglosajones lo han denominado “*too big to fail*” o demasiado grandes para dejarlos caer.

CUADRO 4.1
Ética en la comercialización

Conflicto de intereses	<ul style="list-style-type: none"> • Cuando la entidad tiene un interés distinto al cliente en la comercialización de las preferentes. • Obligación de velar por los intereses de los clientes.
Información asimétrica	<ul style="list-style-type: none"> • Disponibilidad de la información por parte del inversor. • El requisito de la CNMV parece insuficiente.
Ética	<ul style="list-style-type: none"> • Test de idoneidad MIDFID. • Vulnerabilidad del cliente objetivo.
Riesgo Moral	<ul style="list-style-type: none"> • Socialización de las pérdidas. • “Too big to fail”.

Elaboración propia.

4.2 EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS: BANCO DE ESPAÑA Y CNMV

Uno de los objetivos de la CNMV es *“velar por la transparencia de los mercados de valores españoles y la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores”*, así durante todo el proceso de comercialización de las participaciones preferentes ha realizado de las siguientes actuaciones.

En el 2009 la CNMV comunica a las entidades la necesidad de incluir un informe de valoración de un experto independiente con el objeto de determinar si las condiciones de emisión destinadas a minoristas son equiparables a las que deberían tener si fuese destinada a institucionalistas.

Para el control de las participaciones preferentes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores impuso una obligatoriedad de información adicional, en el que se indica expresamente a los inversionistas que no es seguro el retorno total de la inversión, y se recuerda que se concede una remuneración fija o variable, no acumulativa condicionada a la obtención de beneficios distribuibles, ya que como no cotiza en bolsa la CNMV aporta información para que los inversores puedan seguir una evolución de su valor, debido a la complejidad del instrumento.

En el 2010 se alerta de la mala práctica de realizar entre los inversores minoristas cases al valor nominal, ya que perjudica al inversor que adquiere la participación por encima de su precio de mercado. Además recomienda que estas operaciones vayan a través del mercado SEND¹⁸.

A pesar de estas advertencias de la CNMV, el **Banco de España** siguió alabando públicamente las emisiones de estos instrumentos, ya que además de contabilizar en los recursos propios, afirmaba que ante la falta de confianza de los mercados, por el lado de los emisores de las ampliaciones de capital por acciones o cuotas participativas, y por el lado de los inversores la poca capacidad de retribuir dividendos en esos tiempos y la alta

¹⁸Sistema Electrónico de Negociación de Deuda, El mercado de Deuda Corporativa de BME, AIAF, es uno de los mercados más consolidados y transparentes del ámbito internacional y ha completado su oferta con esta plataforma electrónica destinada a la negociación de Renta Fija para minoristas. (www.bmerf.es)

rentabilidad que se ofrecía con las participaciones preferentes. (Defensor del Pueblo, 2013)

CUADRO 4.2	
Resumen de las advertencias de la CNMV en relación con las preferentes	
Año	Recomendación
2005	10% Emisión dedicado a los inversores institucionales. Aportación de dos informes de valoración que acreditara que las condiciones de emisión eran de mercado.
2008	Advertencia sobre el método de comercialización de participaciones preferentes que podía ser contraria a la normativa.
2009	Deber de inclusión de un informe de experto independiente para la emisión a minoristas. En los folletos de emisión les obliga a reflejar que no es seguro el retorno total de la inversión.
2010	Recuerda a los emisores la mala práctica de realizar entre los inversores cases al valor nominal. Recomendación que las de compra y venta se realicen a través del sistema SEND.
Fuente: Defensor del pueblo, elaboración propia.	

Sin embargo esta actuación no está exenta de críticas. Una primera gira alrededor de la obligatoriedad de aprobación e inscripción del folleto *“no supone por la CNMV recomendación alguna de la bondad de tales valores por parte de la misma ni tampoco garantía estatal del éxito de la inversión”* (Alonso Espinosa, 2012:10). Sin embargo la admisión del folleto puede incitar a errores ya que parece implícito su *“visto bueno”*, lo que genera una confianza al inversor, ya que es el órgano encargado de velar por la transparencia de los mercados y seguridad de los inversores.

Otra de las críticas proviene totalmente de la inacción cuando en diversas entidades se abrieron expedientes por los cases que se estaban efectuando, como en La Caixa, que seguía comercializando al valor nominal cuando algunas de sus emisiones se habían depreciado en torno a un 45%. También se abrieron inspecciones a Banca Cívica, CAM, Banesto, Banco CEISS y el NCG Banco. Este último en concreto tuvo que admitir el

conflicto de intereses. Estas inspecciones posiblemente deberían haber acabado en la fiscalía y con aviso a los clientes minoristas en lugar de simples advertencias.

A través de este apartado se ha querido dar la visión de cómo unos instrumentos que han existido desde hace tiempo, han sido utilizados por la necesidad de adecuar sus coeficientes de solvencia, ya que formaban parte de los llamados TIER 1 o de primera categoría, y cómo de un límite máximo de un 30% se ha pasado a carecer de él en el 2009. Sin embargo el problema está en la comercialización del producto, no en el producto en sí, siendo canalizada la venta hacia el pequeño ahorrador, como se ha señalado en las sucesivas advertencias de la CNMV, cuando este producto está pensado para el inversor institucional.

5. LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES EN EL 2014

La crisis que ha generado las participaciones preferentes de los bancos nacionalizados parece llegar a su fin. El arbitraje de las NCG, Bankia y Catalunya Bank ha concluido con la admisión de un 71% de las 426.528 solicitudes de minoristas, lo que supone 6.700 millones de euros reclamados. 229.931 afectados corresponden a Bankia y se han aceptado un 77% de ellas, al ser una entidad que cotiza en bolsa se ha tenido en cuenta la revalorización de la acción.

En el caso de NCG, seis de cada diez solicitudes se han aceptado y se ha reembolsado el 34% del importe solicitado. Aunque en Catalunya Caixa el proceso no ha terminado: hasta el momento se han atendido 68.853 expedientes de los cuales favorables 11.415 a los preferentistas, ninguno a las entidades bancarias. Las previsiones iniciales del FROB respecto a las reclamaciones admitidas eran del 50%.

Entidades	Solicitudes de arbitraje	Admitidas o sentencias favorables hasta la fecha
NCG Banco	58.017	60%
Bankia	229.931	77%
Catalunya Caixa Banc	68.853 ¹⁹	
Vía Judicial	27.306	62%

Fuente: Cinco días, El País. Elaboración propia.

Respecto a **la vía judicial** según la comparecencia de la presidenta de la CNMV, D^a. Elvira Rodríguez, ante la Comisión Económica del Congreso de los Diputados el 28 de mayo de 2014, de las 27.306 demandas, por importe de 1.634 millones de euros, se **han resuelto hasta el 25 de abril de 2014, unas 7.000, de las cuales 350 han dado la razón a los bancos, lo que supone un 5%**, en un 62% ha sido favorable a los titulares

¹⁹Procedimiento abierto, la Agencia Catalana de Consumo estima que en el segundo trimestre del 2014 haya concluido el proceso.

de preferentes y el 33% desistió de continuar con el proceso. En este último punto sería interesante conocer las razones del desistimiento ya que podría ser por acuerdos con la entidad demandada o por agotamiento del demandante.

Por la vía judicial, los motivos de la anulación del contrato van desde los vicios en el origen de contrato, en el propio negocio o en el consentimiento, entendiéndose éste último como defectos en la formalización del contrato en donde el contratante no pueda disponer de la información adecuada, por ejemplo, que no se incluyan datos relevantes como el plazo de vigencia, el interés o la posibilidad de rescate.

Otros casos de resolución es la falta de información veraz y clara, y fundamentalmente el perfil del inversor en un triple sentido: el conocimiento financiero de estos clientes minoristas, la edad del inversor o el exceso de confianza y cómo la entidad se aprovecho de ella.

Las sentencias favorables han supuesto la devolución del capital inicialmente depositado, los intereses fijados por el juez y cuándo se ha estimado íntegramente la demanda las costas del juicio a la demandada.

Por último hay que señalar que la escalada bursátil ha generado un nuevo escenario difícil de imaginar cuando se produjeron los canjes, ya que hay preferentistas que ganan dinero con las acciones recibidas.

A cierre del 3 de junio de 2014 Caixa Bank cotizaba 4,526 €, un 24% de revalorización sobre el valor de canje de 3,65 €. Por su parte BBVA y Santander han generado unas plusvalías de 4,19 € y 1,698 € por acción respectivamente, lo que equivale a una revalorización de un 81% en el BBVA y 29,18% en el Santander.

De los bancos nacionalizados el único que cotiza en bolsa es Bankia, como ya se ha comentado, los titulares que mantuvieron sus acciones después del canje comprobaron cómo sufrían una minusvalía del 60 % en su peor momento, del precio de la acción fijado 1,365 a 0,554, lo que supuso una pérdida de un 74% de la inversión original en preferentes. Pero sin embargo actualmente la escalada alcista de la bolsa ha colocado el precio de la acción en 1,478, mayor que el valor de canje pero todavía arrojando unas pérdidas por la quita de 31%, que inicialmente fue del 38%.

CONCLUSIONES

Para realizar unas conclusiones correctas es necesario recordar las características básicas de este instrumento financiero: remuneración no acumulativa, fija o variable, supeditada a la existencia de beneficios, con un vencimiento a perpetuidad y sin otorgar derechos a sus tenedores o compradores. Si atendemos a su definición en la Ley de 1988 y la mencionada en el capítulo uno realizada por el Banco de España, se puede señalar que estas características no han variado desde ese momento hasta nuestros días.

Una primera reflexión nos lleva a investigar como es de rentable la inversión en preferentes, desde un primer momento no parece un producto demasiado convincente para el inversor y menos al carecer del “*step-up*” que hacía que las entidades tuviesen un incentivo para su amortización anticipada. Y así se ha reflejado a lo largo de los años en el mercado de renta fija donde apenas lograba un saldo vivo en preferentes de un 3% respecto al total negociado por todos los productos. El inversor experimentado prefería otros productos con mayor liquidez (acciones) o con fecha de caducidad (pagarés de empresa o bonos) antes que las preferentes.

Parece claro que para lograr su comercialización encaminada hacia los clientes confiados y minoritarios era necesario, por un lado un reclamo en forma de rentabilidad y por otro lado no informar de todas sus características. Está constatado como ha habido un abuso hacia clientes vulnerables, carentes de la cultura financiera suficiente, información asimétrica y conflicto de intereses en todas las entidades nacionalizadas.

La insistencia de las directrices europeas de catalogar al cliente mediante el test de idoneidad (MFID) tampoco ha sido impedimento para la mala comercialización del producto, el sistema volvió a fallar y en la misma dirección.

Durante todo el proceso desde el 2009 hasta finales del 2012, también se ha constatado una gran opacidad desde el mercado secundario, donde era realmente complicado saber el valor de las preferentes en cada momento, hasta de las propias entidades en revelar datos, es sobradamente conocido el número de accionistas de una empresa comprobando las cuentas anuales, o el número de cuota participes consultando el sindicato.

Sin embargo, es casi imposible conocer el número real de preferentistas que hay, siendo la CNMV en el 2013 quien revela el dato, hasta entonces sólo se podía acceder al número de participaciones emitidas y saldos vivos, información que se podía consultar tanto en cuentas como en el mercado AIAF.

Otro motivo de reflexión es la actuación del Banco de España, alabando a las preferentes como una buena opción de inversión ante las acciones convencionales, para después pasar a ser la última instancia de reclamación, su posición se podría decir que ha estado más cerca de los consejos de administración de las entidades financieras que del inversor.

Mientras el papel de la CNMV concedora de cómo se estaba realizando la venta de participaciones preferentes, se limitó sólo y exclusivamente a advertir de su nocivo resultado para el comprador, sin tomar medidas más drásticas como expedientes o denuncias públicas como demandaban las voces más críticas.

Al final quien ha pagado todo este desajuste del sistema financiero español ha sido por un lado el contribuyente, a través de las inyecciones de liquidez del Fondo de Ordenación de Reestructuración Bancaria (FROB), y por otro lado, el propio poseedor que ha visto minorado sus patrimonios. Tampoco parece adecuado que el Estado fuese el único que asumiese la responsabilidad de rescatar a las entidades financieras ya que al final es el contribuyente el que asume el coste del rescate.

En estos momentos, mediados del 2014, los procedimientos de arbitraje están finalizando en su inmensa mayoría dando la razón a los titulares de preferentes, y las sentencias judiciales hasta el momento van en el mismo sentido con tan sólo un 5% a favor de bancos y cajas de ahorros.

Si se echa de menos sentencias en contra de los ideólogos de estas prácticas o a los representantes de consejos de administración, ya que está claro que todo el proceso ha sido irregular y ha existido una premeditación en toda la actuación de las entidades financieras para su colocación sin importarle las consecuencias hacia su cliente. Se aprecia que en las entidades donde se han preocupado más por no perder al cliente, al final el canje no le ha sido desfavorable.

BIBLIOGRAFIA

- Alonso Espinosa, F. J. (2012). Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito. *Diario La Ley*, (7875) Sección Doctrina, 7 Jun. 2012, Año XXXIII, Ref. D-235, Editorial LA LEY.
- Bellod Redondo, J. (Julio 2012). Participaciones preferentes: la nefasta experiencia española. *Contribuciones a la Economía*, (26) en <http://www.eumed.net/ce/2012>
- Blanco Marcilla, E. (2007). Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones. *Monográficos de la CNMV*, nº 24, CNMV.
- Carbó Valverde, S. y Rodríguez Fernández, F. (2009). Las necesidades de recursos propios de las cajas de ahorro: participaciones preferentes y cuotas participativas. *Cuadernos de Información económica*, (211), 73-80.
- Crane, A., Matten, D. y Oxford University Press. (2010). *Business ethics: managing corporate citizenship and sustainability in the age of globalization* (3ª Ed.). Oxford; New York: Oxford University Press.
- España. Defensor del Pueblo. (2013) En Defensor del Pueblo (Ed.), *Estudio sobre participaciones preferentes*. Madrid.
- Fernández, P. L. y Somalo, M. P. (2013). La valoración de la participaciones preferentes/ The evaluation of preferred shares. *Boletín de Estudios Económicos*, 68(210), 543-566.
- Ibáñez Jiménez, J. W. (2014). Ética de mercado y práctica contractual jurídico-privada de las participaciones preferentes. *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (91), 89-117.
- Iglesias Prada, J. L. (2004). Sobre el reforzamiento de los recursos propios básicos de las cajas de ahorros: Cuotas participativas y participaciones preferentes. *Perspectivas del sistema financiero*, (81), 45-78.
- Lobera, Á. B. y Barragán, E. M. (2011). Basilea III: un nuevo marco para el negocio bancario y la gestión de riesgos. *Boletín de Estudios Económicos*, 66 (202), 5-27.
- Manzano Romero, D. (2013). Relevancia y características del burden-sharing en la recapitalización de la banca española. *Cuadernos de Información económica*, (234), 21-28.
- Marqués Sevillano, J. M. y Sanchis Arellano, A. (2009). Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera. *Estabilidad financiera*, (17), 55-72.

- Rayón Ballesteros, M. C. y Gómez Hernández, J. A. (2013). ¿Se puede recobrar el capital invertido en participaciones preferentes? *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, (46), 81-102.
- Rodríguez de Codes Elorriaga, E. (2010). Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital. *Estabilidad financiera*, (19), 9-20.
- Rodríguez Fernández, J. M. (2011). Crisis financiera y regulación de la solvencia bancaria: una reflexión crítica sobre los Acuerdos de Basilea. *Revista de Economía Crítica*, (11)
- Villaescusa García, C. y Cruz Rambaud, S. (2012). Participaciones preferentes: un análisis desde la perspectiva del partícipe. *Análisis financiero*, (120), 6-17.
- Banco CEISS. *Cuentas anuales e informes de gestión*. Recuperado 05, 2014, de http://www.cajaespana-duero.es/banco/informacion-inversores/hechos_relevantes.asp?mi=6&se=1&su=0&co=1
- Banco de España. (2014). *Glosario de productos financieros del Banco de España*. Recuperado el 03/15, 2014: <http://www.bde.es/clientebanca/glosario/p/participaciones.htm>
- Banco Santander. *Canje preferentes Banco Santander*. Recuperado 05/28 2014, de: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={d779e946-0447-4b26-bca2-8cb049367056}>
- Bankia. *Cuentas anuales e Informes de gestión*. Recuperado 05 2014, de <http://www.bankia.com/es/accionistas-e-inversores/>
- BME renta fija. *Mercado AIAF*. Recuperado, 2014, de <http://www.bmerf.es/esp/asp/Aiaf/EstadisAIAF.aspx?id=esp>
- BME renta fija. *Saldos vivos mayo 2014. Mercado AIAF*. Recuperado 05/18, 2014, de <http://www.aiaf.es/esp/asp/Comun/Emisiones.aspx?id=esp>
- CECA. *Balances cajas de ahorro*. Recuperado 04/24, 2014, de <http://www.cajasdeahorros.es/#/PAG|estados>
- Cinco días. *La crisis de las preferentes llega a su fin*. Recuperado 06/03, 2014, de http://cincodias.com/cincodias/2014/03/19/mercados/1395260937_110949.html
- El Economista. *Canje de preferentes por acciones BBVA*. Recuperado 05/28, 2014, de <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/directmayo/mercados-cotizaciones/noticias/4084050/06/12/BBVA-canjeara-manana-en-acciones-una-emision-de-convertibles-.html#.Kku83rr7PhGiERP>

- El Economista. *Comparecencia Elvira Rodríguez*. Recuperado 05/30, 2014, de <http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/reform/mercados-cotizaciones/noticias/5818004/05/14/Los-jueces-dan-la-razon-al-banco-por-las-preferentes-solo-en-5-de-cada-100-casos.html#.Kku8oO8Slcyimja>
- El mundo. *El Fraude de las preferentes que detectó la CNMV y ocultó a los ahorradores*. Recuperado 06/01, 2014, de <http://www.elmundo.es/blogs/elmundo/nodoycredito/2013/10/20/el-fraude-de-las-preferentes-que-detecto.html>
- EL País. *Consumo obliga a Catalunya Caixa Banc a devolver 195 millones por las preferentes*. Recuperado 06/02 2014, de http://ccaa.elpais.com/ccaa/2014/03/17/catalunya/1395055151_316601.html
- El País. *Cientes con preferentes*. Recuperado 05/21, 2014, de http://economia.elpais.com/economia/2013/05/20/actualidad/1369075944_582045.html
- Expansión. *Canjes preferentes Caixa Bank*. Recuperado 05/28 2014, de <http://www.expansion.com/2014/03/26/empresas/banca/1395869521.html>
- FROB. *Quitas Bankia, Caixa Galicia y Caixa Catalunya*. Recuperado 4/28, 2014, de http://www.frob.es/notas/20130322_Bankia_hibridos.pdf
- FROB. *Resolución CEISS*. Recuperado 05/13, 2014, de http://www.frob.es/notas/20131203_ceiss.pdf
- Help my cash SL. *Canje de preferentes por acciones*. Recuperado 05/20, 2014, de <http://www.helpmycash.com/invertir/participaciones-preferentes/>
- NCG Banco. *Cuentas anuales e informes de gestión*. Recuperado 05 2014, de <http://www.ncgbanco.es/es/Informacion-inversores/Informacion-financiera/>
- Revista de derecho del mercado financiero. *Sentencia 60/2014 del Juzgado de primera instancia nº84 de Madrid*. Recuperado 06/24, 2014, de <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2014/05/Sentencia-JPI-N%C2%BA-84-Madrid-17-marzo-2014.pdf>