

DEFENSOR DEL PUEBLO

**Estudio sobre
PARTICIPACIONES
PREFERENTES**



Madrid - Marzo, 2013

Se permite la reproducción total o parcial del contenido de esta publicación, siempre que se cite la fuente.
En ningún caso será con fines lucrativos.

© Defensor del Pueblo
Eduardo Dato, 31 – 28010 Madrid
www.defensordelpueblo.es

Depósito Legal: M. 10.163-2013
ISSN: 2254-3910

Impresión: Grafo, S. A.
Avenida de Cervantes, 51.
Polígono Denac. Ed. 21.
48970 Basauri. BIZKAIA - ESPAÑA

PRESENTACIÓN

El producto financiero llamado «participaciones preferentes» comercializado por entidades bancarias, fundamentalmente algunas cajas de ahorros en los últimos años, ha supuesto un importante quebranto para la economía de miles de personas que creían haber depositado sus ahorros de una manera segura y que podían recuperarlos cuando los necesitaran. Nada se podría decir si sus ahorros hubieran sido invertidos en acciones que cotizaran en bolsa con sus consiguientes riesgos o en otros productos conocidos por sus rentabilidades y también riesgos. Pero las «participaciones preferentes» son algo mucho más complejo, sofisticado y de alto riesgo, además de inversiones que no se pueden rescatar a conveniencia del ahorrador.

La institución del Defensor del Pueblo, en varias ocasiones, ha advertido de la confusión que tales productos podían producir entre ahorradores no suficientemente informados acerca de lo que estaban adquiriendo, y de los problemas a que podrían dar origen. Así, en 2012, el Defensor realizó recomendaciones detalladas al Banco de España, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Ministerio de Economía y Competitividad sobre este tipo de inversiones y de sus altos riesgos.

Transcurrido un tiempo, se ha hecho necesario volver sobre esta materia pues son muy numerosas las quejas recibidas de personas que explican que no habían sido informadas de las complejas condiciones de estos productos y que se consideran engañadas.

Efectivamente, «las participaciones preferentes», como señalan las autoridades monetarias, no son productos aconsejables a inversores minoristas, y requieren que antes de ser vendidos se valore la idoneidad de la persona adquirente así como la conveniencia para ella de dicha inversión.

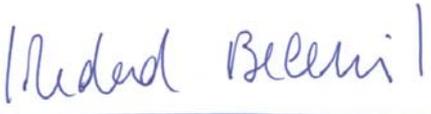
Las innumerables quejas recibidas en esta Institución, el conocimiento que se ha tenido de la inconveniente manera en que se han comercializado los productos y el enorme daño que dichas «participaciones» han causado a muchas familias, es por lo que el Defensor del Pueblo vuelve a poner de manifiesto, mediante el estudio que aquí se acompaña, cuál es la naturaleza del producto, cuáles son sus riesgos y cuáles las mínimas condiciones exigibles para su comercialización.

Pero la Institución quiere llegar más allá. Pide a las entidades comercializadoras, así como a las instituciones del Estado, que deben velar por el correcto uso y aplicación adecuada de los productos financieros, que pongan en marcha

procedimientos para resolver de la forma más satisfactoria posible la restitución de las inversiones realizadas de personas que no han sido adecuadamente advertidas y que se han visto gravemente perjudicadas y engañadas.

El estudio que aquí se ofrece ha sido realizado por el Área de Economía y Hacienda de la Institución, tras revisar las quejas recibidas, mantener reuniones con afectados, revisar la legislación y normativa vigente española y de la Unión Europea así como escuchar opiniones del Banco de España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y con la generosa colaboración del profesor universitario y abogado, especialista en asuntos financieros, D. Fernando Zunzunegui, a quien agradecemos muy sinceramente sus aportaciones.

Madrid, 14 de marzo de 2013



Soledad Becerril
DEFENSORA DEL PUEBLO

ÍNDICE

Presentación.....	3
1. INTRODUCCIÓN.....	6
2. NATURALEZA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES COMO PRODUCTOS FINANCIEROS	8
3. BREVE REFERENCIA AL RÉGIMEN JURÍDICO.....	9
4. EL CONFLICTO SUSCITADO EN TORNO A LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES	14
5. EVOLUCIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES	17
5.1. Período hasta 2008.....	18
5.2. Período desde 2008.....	18
5.3. Emisiones en preferentes	20
6. ACTUACIONES DEL DEFENSOR DEL PUEBLO.....	21
6.1. Actuación general sobre la comercialización de las participaciones preferentes.....	21
6.2. Investigaciones sobre la situación de los inversores de entidades en situación de insolvencia y el sistema arbitral	25
6.3. Otras actuaciones.....	28
7. ACTUACIONES DE LOS ÓRGANOS DE CONTROL DEL MERCADO	31
7.1. Comisión Nacional del Mercado de Valores	31
7.2. Banco de España	35
7.3. Ministerio de Economía y Competitividad.....	36
8. NOTAS SOBRE LAS DECISIONES DE LOS TRIBUNALES DE JUSTICIA	37
8.1. Calificación del contrato suscrito entre las partes.....	37
8.2. El vicio en el consentimiento: error o dolo, falta de información de la entidad bancaria.....	38
8.3. Consecuencias de la nulidad o resolución de los contratos de adquisición de participaciones preferentes.....	42
8.4. Productos para profesionales en manos de consumidores.....	42
9. CONCLUSIONES.....	43

10. RECOMENDACIONES	43
10.1 Medidas preventivas	44
10.2. Medidas paliativas.....	46
11. BIBLIOGRAFÍA.....	47

1. INTRODUCCIÓN

La innovación de los productos financieros, la asimetría informativa y de conocimiento del mercado, junto a la preocupación de los poderes públicos de procurar mecanismos de capitalización a las entidades con el fin de garantizar solvencia y estabilidad a los mercados, han propiciado el ambiente idóneo para la distribución entre ahorradores de instrumentos inadecuados a sus necesidades, a su perfil como inversor y, en muchas ocasiones, a sus deseos.

En España, las entidades financieras para satisfacer sus necesidades de capital emitieron participaciones preferentes, sobre todo en el año 2009, ya que estas emisiones cuentan con menos trámites y dificultades que otras formas de recapitalización. Las participaciones preferentes se comercializaron a través de las sucursales entre sus clientes ofrecidas como una alternativa a los depósitos a plazo, **sin informar debidamente de las características del producto: perpetuidad, remuneración condicionada a la existencia de beneficios y fluctuación en el precio nominal, lo que podría conllevar pérdidas en su venta.** Con el tiempo, el riesgo se ha materializado con la pérdida de valor en el mercado.

Los clientes se han sorprendido al descubrir que lo que consideraban una inversión segura amenazaba sus ahorros, perdiendo a su vez la confianza en las entidades que les habían situado en esa posición. Como consecuencia de la situación se ha generado en el mercado la desconfianza sobre la actividad de las entidades, **unas entidades que los clientes creían solventes y que les habían asesorado para realizar una operación segura, tanto por la imagen sólida de la entidad como por la credibilidad con que contaban.**

Ante este panorama, la mayor parte de las entidades de crédito han procedido a ofrecer canjes a los clientes con el fin de darles una salida que minore las pérdidas y les permita mantener la relación comercial. Sin embargo, algunas entidades, en concreto las que han sido intervenidas, no han podido acceder a esta solución. La medida deriva del Memorando de la Comisión Europea de 24 de julio de 2012, que condiciona las ayudas destinadas a rescatar a la banca española a la asunción de pérdidas por parte de los titulares de las participaciones preferentes.

El problema se ha solucionado en parte, aunque todavía hay un número elevado de ciudadanos que no han podido recuperar el capital invertido, ni han recibido compensación alguna. El elemento común entre ellos es que adquirieron un instrumento financiero de forma errónea y ahora no pueden obtener ni la rentabilidad prometida ni su dinero, por lo que se ha producido una situación de malestar social y un empobrecimiento que muchas personas no pueden soportar. El sistema no ha previsto el daño que estaban provocando los acontecimientos, y las medidas para corregir esta desviación han sido tardías.

El Defensor del Pueblo no podía permanecer impasible y en el marco de las facultades asignadas por el artículo 54 de la Constitución y por los preceptos

de su Ley Orgánica 3/1981, de 6 de abril, ha desarrollado sus funciones ante los órganos competentes para contribuir en la búsqueda de soluciones al problema social. Este estudio es una recopilación de lo actuado que contiene una explicación del conflicto y la reiteración de las recomendaciones efectuadas, así como nuevas propuestas. Efectivamente, a lo largo del documento se relatan las actuaciones realizadas por el Defensor del Pueblo, o de las que ha tenido conocimiento esta Institución, relativas a la gestión de las participaciones preferentes realizada por parte de concretas entidades de crédito españolas. Por otro lado, no se incluyen referencias a otros productos híbridos, que son objeto de tratamiento diferenciado en la Institución. El estudio se centra exclusivamente en las participaciones preferentes, sobre cuya comercialización versan la mayoría de las quejas recibidas¹.

Por más que las entidades de crédito desarrollan su peculiar actividad empresarial en un marco de relaciones jurídicas privadas, es indiscutible que cumplen «un papel clave en la economía», que conduce a «que toda medida de supervisión o de regulación de las mismas vaya, ante todo, encaminada a dar seguridad al público del cual la entidad capta su pasivo», como dice la exposición de motivos de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. La institución del Defensor del Pueblo suma sus esfuerzos y su tarea propia de supervisión, a la búsqueda del debido equilibrio en las relaciones de las entidades de crédito con sus clientes. De ahí la necesidad de abordar el presente estudio y de aportar los puntos de vista y criterios que se incluyen, tanto en el relato de hechos como en las diferentes recomendaciones y propuestas formuladas.

2. NATURALEZA DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES COMO PRODUCTOS FINANCIEROS

Para comprender el origen y desarrollo del conflicto hay que hacer una breve referencia al producto financiero. No es fácil trazar un perfil claro de las participaciones preferentes.

La Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las define de la siguiente forma: «Las participaciones preferentes son valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho al voto. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Se trata de un instrumento complejo y de riesgo elevado que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas de capital en lo invertido. Con independencia de su carácter perpetuo el emisor, tratándose de

¹ Hasta el día 5 de marzo de 2013 se han recibido y catalogado 1274 quejas relativas a la comercialización de participaciones preferentes. Estas quejas están registradas en la Base de Datos del Defensor del Pueblo.

una entidad de crédito, suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del Banco de España».

Un aspecto que las diferencia de las acciones es que no cotizan en bolsa, pero para adquirirlas o enajenarlas hay que entrar en un mercado organizado (secundario) donde no se garantiza la liquidez inmediata.

Las características de las participaciones preferentes son:

- a) No otorgan derechos políticos al inversor.
- b) La retribución pactada como pago de intereses se condiciona a la obtención de beneficios.
- c) Son instrumentos sin vencimiento determinado.
- d) El inversor es preferente frente al accionista en caso de concurso de la sociedad. En las cajas de ahorro que no hubiesen emitido cuotas participativas, si se produce la insolvencia de la entidad, las participaciones preferentes no tienen privilegio alguno.

De ello cabe concluir que se trata de un producto híbrido entre la renta fija y la variable, porque no son deuda exigible al carecer de vencimiento, pero tampoco se pueden considerar acciones porque no otorgan derechos políticos ni su venta es absolutamente libre pues requieren el consenso de la entidad. Se trata de productos complejos cuya comprensión requiere de conocimientos técnicos.

3. BREVE REFERENCIA AL RÉGIMEN JURÍDICO

El artículo 51 de la Constitución española impone el deber de garantizar la defensa de los consumidores y usuarios, protegiendo mediante procedimientos eficaces sus legítimos intereses económicos. Si bien este precepto no contiene un derecho subjetivo directamente exigible, vincula a los poderes públicos en todas las actuaciones que desarrollen.

La actividad de las entidades comercializadoras de las participaciones preferentes está sujeta a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuyo artículo 1 define su objeto como la regulación del sistema de negociación de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, así como las normas relativas a los instrumentos financieros y a los emisores de esos instrumentos. En la letra h) del artículo 2 se incluyen como valores negociables las participaciones preferentes emitidas por personas públicas o privadas. La finalidad de la ley también abarca la regulación de la conducta de quienes operan en el mercado prestando los servicios de inversión y velar por la transparencia, mediante la imposición de obligaciones, así como de los códigos de conducta que puede aprobar el Gobierno o el Ministerio de Economía y

Competitividad o, en su caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en adelante CNMV. Prevé también las normas de disciplina aplicables.

El Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación de los mercados de valores y registros obligatorios, vigente hasta el 17 de febrero de 2008, que fue derogado por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, tuvo la finalidad de concretar los deberes de diligencia e información transparente a facilitar a los clientes por las personas públicas o privadas que realizasen cualquier actividad relacionada con el Mercado de Valores. Para cumplir sus objetivos, añadía un código general de conducta de obligado cumplimiento en interés de los inversores y el buen funcionamiento y transparencia de los mercados. Imponía el deber de proporcionar toda la información relevante para que los inversores conformasen su voluntad con pleno conocimiento. Además, los operadores del mercado debían hacer hincapié en los riesgos que toda operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores, transpuso al ordenamiento jurídico interno la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre mercados de instrumentos financieros MiFID, *Markets in Financial Instruments Directive*, que ha sido desarrollada por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero². Con la nueva regulación se profundizó en la protección a la clientela, a través del incremento y mayor precisión de las obligaciones de las entidades financieras. Entre los deberes destaca la **clasificación singular de los clientes en función de sus conocimientos financieros, con carácter previo a la suscripción de las operaciones reguladas por la ley**.

Así, el artículo 78 bis introduce la distinción entre **clientes profesionales y minoristas**, con el fin de imponer a las entidades obligaciones diferentes en función de dicha clasificación.

Además, el artículo 79, referido a la obligación de diligencia y transparencia, dispone que **las entidades que prestan servicios de inversión se tienen que comportar con diligencia y transparencia en interés de sus clientes**, cuidando de tales intereses como si fueran propios, cumpliendo con las normas de la ley y las de sus normas de desarrollo. Precisa este precepto que hay falta de diligencia y transparencia si, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar, las empresas de inversión pagan o perciben algún honorario o comisión, incluso los no monetarios.

Las obligaciones de información se desarrollan detalladamente con la inclusión del artículo 79 bis. Para el cumplimiento de dichas obligaciones la entidad, **en**

² Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

la fase previa a la celebración del contrato, tiene que asegurarse de los conocimientos, experiencia financiera y objetivos perseguidos por el cliente, mediante una evaluación de conveniencia o idoneidad³. El test de idoneidad ha

³ Artículo 79 bis. Obligaciones de información.

1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes.

2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales.

3. A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. A tales efectos se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes.

La información a la que se refiere el párrafo anterior podrá facilitarse en un formato normalizado.

La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias.

4. El cliente deberá recibir de la entidad informes adecuados sobre el servicio prestado. Cuando proceda dichos informes incluirán los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

5. Las entidades que presten servicios de inversión deberán asegurarse en todo momento de que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes, con arreglo a lo que establecen los apartados siguientes.

6. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquél, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente. En el caso de clientes profesionales la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente.

7. Cuando se presten servicios distintos de los previstos en el apartado anterior, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluido en su caso los clientes potenciales, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente.

Cuando, en base a esa información, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no sea adecuado para el cliente, se lo advertirá. Asimismo, cuando el cliente no proporcione la información indicada en este apartado o ésta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él.

Las advertencias previstas en este apartado se podrán realizar en un formato normalizado.

8. Cuando la entidad preste el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, no tendrá que seguir el procedimiento descrito en el apartado anterior siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

a) Que la orden se refiera a acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o en un mercado equivalente de un tercer país; a instrumentos del mercado monetario; a obligaciones u

de aplicarse por las entidades financieras que vayan a prestar servicio de asesoramiento financiero a un cliente concreto, con lo que se pretende que cuente con información suficiente sobre el cliente para que le sirva de base para asegurarse que la recomendación que realiza es adecuada, tanto para alcanzar los pretendidos objetivos de inversión del cliente como en cuanto a delimitar el riesgo que es capaz de asumir. En caso de resultar como un instrumento financiero no idóneo para el cliente, la entidad debe abstenerse de recomendar dichos instrumentos. El test de conveniencia busca que la entidad financiera se cerciore de que el cliente cuenta con la experiencia y conocimientos suficientes, con relación a un tipo de producto o servicio concreto, de tal manera que comprenda los riesgos de la operación que desea realizar. Si el resultado del test es negativo, la norma solo impone a la entidad financiera la obligación de advertirlo. En ambos casos, si el cliente lo solicita, la entidad podrá comercializar el producto, previa constancia de las advertencias oportunas al cliente.

Además, el artículo 63.1.g) de la Ley del Mercado de Valores **incluye entre los servicios de inversión el asesoramiento**, y entiende por tal «la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de los servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas

otras formas de deuda titulizadas, salvo que incorporen un derivado implícito; a instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo y a otros instrumentos financieros no complejos. Se considerarán mercados equivalentes de terceros países aquellos que cumplan unos requisitos equivalentes a los establecidos en el Título IV. La Comisión Europea publicará una lista de los mercados que deban considerarse equivalentes que se actualizará periódicamente.

Tendrán la consideración de instrumentos financieros no complejos, además de los indicados expresamente en el párrafo anterior, aquellos en los que concurran las siguientes condiciones:

i) Que existan posibilidades frecuentes de venta, reembolso u otro tipo de liquidación de dicho instrumento financiero a precios públicamente disponibles para los miembros en el mercado y que sean precios de mercado o precios ofrecidos, o validados, por sistemas de evaluación independientes del emisor;

ii) que no impliquen pérdidas reales o potenciales para el cliente que excedan del coste de adquisición del instrumento;

iii) que exista a disposición del público información suficiente sobre sus características. Esta información deberá ser comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento.

No se considerarán instrumentos financieros no complejos:

i) Los valores que den derecho a adquirir o a vender otros valores negociables o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas;

ii) los instrumentos financieros señalados en los apartados 2 a 8 del artículo 2 de esta Ley;

b) que el servicio se preste a iniciativa del cliente;

c) que la entidad haya informado al cliente con claridad de que no está obligada a evaluar la adecuación del instrumento ofrecido o del servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la protección establecida en el apartado anterior. Dicha advertencia podrá realizarse en un formato normalizado;

d) que la entidad cumpla lo dispuesto en la letra d) del apartado 1 del artículo 70 y en el artículo 70 ter.1.d).

a instrumentos financieros». Por el contrario, no considera asesoramiento las recomendaciones genéricas que tienen el valor de comunicaciones de carácter comercial.

Según el artículo 74 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, se impone a las entidades la obligación de contrastar la información recibida del cliente sobre su capacidad para entender las inversiones, si bien las entidades tienen derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes, salvo cuando sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, o bien es inexacta o incompleta. No desplegar esta actividad supone una falta de diligencia por parte de la entidad no excusada por la norma.

Mediante Ley 6/2011, de 11 de abril, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, se **modifica el régimen para la computabilidad de las participaciones preferentes, como recursos propios de primera categoría para las entidades de crédito emisoras, a los efectos del cálculo de las ratios de solvencia**. No obstante, incluye un régimen transitorio para las participaciones preferentes emitidas con anterioridad a la entrada en vigor de dicha norma. Ello es una consecuencia de los acuerdos alcanzados en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, sobre los criterios de admisibilidad y sobre los límites de inclusión de determinados tipos de instrumentos de capital híbridos en los fondos propios básicos de las entidades de crédito. La pérdida de consideración del capital captado a través de participaciones preferentes por las entidades como de primer orden, ha supuesto un hito importante en el problema generado, ya que empiezan a perder valor, y las entidades se tienen que capitalizar de otra forma para cumplir con sus obligaciones.

El *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera*⁴, como ya se ha indicado en la Introducción de este estudio, hace referencia a los titulares de capital híbrido de los bancos que reciban ayuda como obligados a soportar la responsabilidad de la situación de insolvencia de los mismos. El Banco de España, en coordinación con la Comisión Europea y con la Autoridad Bancaria Europea, son quienes supervisarán las operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios.

El Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de Reestructuración y resolución de entidades de crédito, posteriormente tramitado y aprobado como Ley 9/2012, de 14 de noviembre, además del tratamiento de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada aplicable a las entidades que se encuentren intervenidas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, FROB, introduce una serie de medidas de carácter heterogéneo, exigidas por el Memorando de Entendimiento, para

4 *Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial y Financiera*, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012 (BOE núm. 296, de 10 de diciembre de 2012).

la mejora del mercado financiero. Son **medidas de protección del inversor minorista con el fin de evitar que se reproduzcan en el futuro las prácticas irregulares ocurridas en los últimos años, señalando concretamente la comercialización de participaciones preferentes**. En esta línea obliga al intermediario a destacar las diferencias con los depósitos bancarios y a incluir en la antefirma de la orden de compra la manifestación de no conveniencia, cuando ese sea el resultado del test. También intensifica la ley los poderes de control que tiene la CNMV en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades.

La CNMV cuenta con competencias de supervisión, control e inspección, teniendo atribuida la potestad sancionadora ante el incumplimiento de los deberes impuestos a los sujetos que operan en el mercado.

A los efectos que aquí interesan hay que citar como régimen jurídico las normas del Código Civil referentes a los contratos, fundamentalmente a los elementos esenciales de los contratos y las consecuencias que la ausencia de los mismos conlleva (artículos 1258, 1261 y siguientes); las disposiciones de la Ley 7/1998, de 13 de abril, de condiciones generales de la contratación, ya que en el ámbito financiero el contenido de los contratos se encuentra predeterminado por el oferente e incluido en condiciones generales. Además, en cuanto a que el inversor suele ser una persona física o jurídica que no actúa en el ámbito de una actividad profesional o empresarial también será de aplicación el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, que aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.

El Banco de España desempeña la supervisión de las entidades de crédito, de acuerdo con la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, y demás normas aplicables. En este ámbito se recoge como infracción en el artículo 4.j) el incumplimiento por las entidades de crédito del deber de veracidad informativa debida a sus socios, a los depositantes, prestamistas y al público en general. Por su parte, la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, establece entre las funciones asignadas al mismo en su artículo 7 la de supervisión de la solvencia, actuación y cumplimiento de la normativa específica de las entidades de crédito y de cualquier otra entidad y de mercados financieros.

Así las cosas, existen varias normas encaminadas a la protección de los inversores minoristas, muchas de ellas vigentes en el momento de comercialización de las participaciones preferentes, que no han desplegado las consecuencias garantizadoras para las que se introdujeron en el ordenamiento jurídico.

4. EL CONFLICTO SUSCITADO EN TORNO A LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

A continuación se expone el conflicto suscitado sobre las participaciones preferentes, con base en el contenido de las quejas presentadas por los ciudadanos ante

esta Institución, muchas de las cuales hacen referencia a circunstancias vividas por varias personas que se han dirigido al Defensor del Pueblo de forma conjunta.

El problema surgido con las participaciones preferentes se puede enunciar en los siguientes puntos: a) forma de comercialización; b) el sujeto que las pone en el mercado; c) la persona del destinatario, y d) la respuesta del sistema. Se analiza a continuación este esquema.

A) FORMA DE COMERCIALIZACIÓN

La problemática que se plantea es la forma en que han sido comercializadas por las entidades de crédito las participaciones preferentes. La mayoría de las entidades financieras han colocado una parte importante de sus participaciones preferentes entre sus clientes minoristas, que tenían sus ahorros asegurados en depósitos a plazo fijo en la propia entidad, y que tenían un perfil de riesgo conservador. Para ello les aseguraron que eran instrumentos con una renta superior a cualquier depósito o imposición a plazo fijo y con una liquidez absoluta para el adquirente. Pero no les explicaron que son instrumentos financieros complejos, de riesgo elevado, no están cubiertos por ningún fondo de garantía, no tienen plazo de vencimiento y para su venta hay que acudir a un mercado secundario que no tiene liquidez inmediata. Los ciudadanos han tenido conocimiento de la verdadera naturaleza del producto contratado una vez que han solicitado la disposición del dinero depositado, cuando comenzaban a sufrir pérdidas o dejaban de percibir los intereses.

B) EL SUJETO QUE PONE EN EL MERCADO LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

Las participaciones preferentes han sido emitidas por los bancos y cajas de ahorro, pero en muchos casos los empleados de la banca al momento de su distribución no han informado suficientemente bien sobre los riesgos del producto, ni sobre su funcionamiento. Además, **no todos los empleados de las entidades financieras que han puesto en circulación estos productos poseen la formación suficiente para explicarlos a los inversores**, así queda reflejado en alguna decisión judicial, siendo particularmente expresiva la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia número 1 de Mataró, de 5 de febrero de 2012.

La **distribución de las participaciones preferentes se hizo a través de las sucursales bancarias en las que los clientes tenían depositada su confianza**, lo que facilitó la aceptación de productos de inversión que no se correspondían con lo que buscaban. Las participaciones preferentes computaban como capital de alta calidad, por lo que existía un **conflicto de interés**, ya que la entidad captaba capital del mercado, pero en muchas ocasiones, además de vender sus productos actuaba como **asesor del adquirente** (lo que también ha sido apreciado por algunos

pronunciamientos judiciales). Otro conflicto de interés se produjo para algunas entidades financieras al momento de los *cases*, ya que la entidad no acudía al mercado ni amortizaba el capital sino que se **lo vendía por el mismo importe a otro cliente de su misma entidad**, cuando su valor en el mercado era menor, es decir, arreglaba el problema de un cliente a costa de otro.

Por último, la imagen que desplegaban y publicitaban tanto las propias entidades como el Banco de España era de **solvencia del sistema bancario**.

C) LA PERSONA DEL DESTINATARIO

La MiFID reserva el nivel máximo de protección a los clientes minoristas de perfil conservador. A pesar de ello en muchos casos, no se ha respetado la vigente legislación respecto de la evaluación adecuada de los conocimientos financieros de aquellos.

La confianza que estos ahorradores tenían depositada en un sistema bancario seguro, en las personas que les vendieron las participaciones preferentes, la premura en la firma de los contratos y su falta de capacidad para entender el funcionamiento de lo que suscribían son el eje central del problema. El error en el consentimiento a la hora de firmar los contratos ha sido posible porque dada la relación de los adquirentes con la entidad tampoco solicitaron asesoramiento externo.

De hecho, los ciudadanos que se han dirigido a esta Institución en su gran mayoría son personas mayores ya jubiladas que completaban su pensión, o jóvenes que tenían una cantidad que deseaban rentabilizar por un corto plazo de tiempo para luego comprar una vivienda, o financiar los estudios de sus hijos, etc., todas ellas con escasa o nula formación financiera que buscaban productos seguros y de renta fija.

D) LA RESPUESTA DEL SISTEMA

Las entidades bancarias deben adaptarse a la normativa Basilea III. Según esta, las preferentes no cuentan en el Tier 1, es decir, no sirven para reforzar capital a partir del 1 de enero de 2013. Por ello las entidades ofrecen canjear las preferentes por otros productos que sí computen como capital de máxima calidad: bonos obligatoriamente convertibles en acciones, acciones ordinarias o deuda a plazo fijo como las obligaciones subordinadas. En el caso de bonos y acciones, solo las entidades que cotizan en bolsa pueden ofrecer esta opción.

Pese a la existencia de una normativa precisa sobre los derechos de los inversores y de los clientes frente a la actuación de las entidades financieras, a la existencia

de unos órganos de control del mercado con competencia incluso sancionadora, el sistema no ha dado en el tiempo necesario la respuesta requerida para que los efectos del problema se minimizaran.

La experiencia de esta Institución es que los poderes públicos durante la última década han centrado su principal interés en la capitalización y saneamiento de las entidades financieras en detrimento de los derechos de los clientes. Así, salvo las advertencias del Banco de España sobre el riesgo que implicaba el volumen de capital emitido en participaciones preferentes este órgano no adoptó medida alguna al respecto.

Por el contrario la CNMV efectuó una advertencia en el año 2008 cuando detectó el problema y advirtió a las entidades financieras de que su actuación en el método de comercialización de las participaciones preferentes podía ser contraria a la normativa vigente. Si bien no fue una actuación contundente, la Comisión cumplió con su obligación señalando que no se debía seguir esa vía. Dado que las entidades no siguieron esta indicación, tuvo que desplegar sus competencias disciplinarias.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores ha revisado un volumen significativo de las participaciones preferentes, con objeto de verificar, entre otras cosas, la adecuada aplicación de la normativa de evaluación previa de los conocimientos y experiencia de los inversores. En un primer momento la CNMV consideró que, con carácter general, la comercialización de estos productos por las entidades emisoras se ajustaba a la normativa aplicable. Sin perjuicio de ello se detectaron situaciones de incumplimiento, en cuyo caso se iniciaron medidas disciplinarias contra la entidad correspondiente.

Los principales motivos de actuación incorrecta percibidos han sido no recabar información sobre el inversor, la falta de entrega de información sobre las características y riesgos del producto, no acreditar una gestión adecuada de instrumentos de venta y el conflicto de intereses de las entidades tanto en la comercialización como en los canjes.

En el epígrafe número 7 se proporciona información detallada sobre estas actuaciones.

5. EVOLUCIÓN DE LA COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

A continuación se efectúa un resumen de la evolución de la comercialización y funcionamiento de las participaciones preferentes con el fin de aportar una idea sobre los acontecimientos. Se pueden distinguir dos períodos; aquel que discurre hasta 2008; y desde 2008 hasta la fecha de este estudio.

5.1. PERÍODO HASTA 2008

Con anterioridad a 2008 el valor nominal de las participaciones preferentes coincidía con su valor de mercado o venta, realizándose la mayor parte de las colocaciones de preferentes indistintamente entre inversores institucionales y minoristas.

En 2005 la CNMV remitió una carta a los emisores, en la que se les recomendaba destinar al menos el 10 por ciento de la emisión al tramo institucional, o que para fijar las condiciones financieras se aportasen dos informes de valoración o cualquier otro mecanismo que acreditara que las condiciones de emisión eran de mercado.

En este período, era una práctica frecuente entre las entidades, dependiendo de la emisión y una vez transcurridos unos años, la amortización anticipada, así el inversor recuperaba el 100 por cien de su inversión más los intereses percibidos.

Otra práctica de las entidades era la recompra de la participación, cuando el cliente lo solicitaba, al 100 por cien del nominal y se la vendían a otro cliente por ese precio. También facilitaban el *case* al 100 por cien del nominal entre clientes interesados en vender o comprar en la propia sucursal o red de oficinas de la entidad, comunicando estos *cases* posteriormente al mercado regulado AIAF⁵.

En resumen, hasta finales de 2008 los inversores pudieron recuperar su capital sin dificultad.

5.2. PERÍODO DESDE 2008

A partir de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID), transpuesta en España por Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo (Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero), se introducen reglas detalladas para la calificación y clasificación de productos y la posterior comercialización de los mismos. De esta manera, las entidades debieron pasar a calificar las participaciones preferentes como productos complejos. Por ello, la entidad está obligada a realizar un test sobre los conocimientos financieros y experiencia del inversor y, en su caso, debe advertir a los clientes antes de dicha comercialización de su ausencia de conocimientos y experiencia (advertencia de no conveniencia). Las entidades que presten los servicios de recepción, transmisión o ejecución de órdenes sobre instrumentos complejos por cuenta de sus clientes les deben solicitar información sobre sus conocimientos y experiencia, con la finalidad de evaluar si el servicio o producto es adecuado para el cliente.

⁵ AIAF Mercado de Renta Fija S.A. es un mercado organizado de deuda (o renta fija) en el que cotizan y se negocian los activos que las empresas de tipo industrial, las entidades financieras y las Administraciones Públicas Territoriales emiten para captar fondos para financiar su actividad.

Ello no supone un incremento de su protección, sino que pretende dar el mayor grado de información al inversor, sin impedir a este contratar finalmente el producto cuando así lo estime oportuno. Además, la entidad debe poner a disposición del inversor, que compra este producto, un tríptico/resumen del folleto de la emisión (artículo 25 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, de admisión a negociación de valores, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos⁶) con objeto de ser informado sobre los riesgos del producto que va a adquirir. En él figuran las características del producto: perpetuidad, remuneración condicionada a la existencia de beneficios y fluctuación en el precio nominal, lo que podría conllevar pérdidas en su venta.

A partir de 2008, se observa que los inversores institucionales dejan de mostrar interés por la compra de este tipo de productos, por lo que las entidades incrementaron la comercialización de las participaciones preferentes entre la clientela minorista. En respuesta a esta tendencia, el 17 de febrero de 2009, la CNMV, en el ámbito de sus funciones de protección del inversor, comunica a las entidades emisoras de productos de renta fija (participaciones preferentes y deuda subordinada, entre otros) que **si estos solo son comercializados entre inversores minoristas deben incluir un informe de valoración de un experto independiente, con objeto de determinar si las condiciones de emisión destinada a minoristas son equiparables a las que debería tener, para colocar adecuadamente, una emisión similar lanzada en el mercado mayorista.**

La CNMV incluía una advertencia en el folleto para el caso de que el precio de la valoración final ofrecido por el emisor fuese diferente del precio del informe de valoración.

Por otra parte, la situación económica en general y de las entidades financieras en particular, hace que se empiece a alejar el valor de mercado del nominal de algunas participaciones preferentes. En este sentido la CNMV recuerda, el 16 de junio de 2010, a los emisores de preferentes que es una mala práctica realizar entre los inversores minoristas, *cases* (operaciones de compra/venta) al valor nominal, si este es diferente al de mercado, ya que, en caso de transacciones por encima del valor de mercado, se está perjudicando al inversor que adquiere los valores.

La CNMV también recomienda que las operaciones de compra y venta se realicen en un mercado transparente, multilateral y organizado como el SEND⁷.

⁶ Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

⁷ El SEND es la plataforma electrónica de negociación de Renta Fija destinada específicamente al inversor particular ante la demanda creciente de estos inversores y su mayor recurso al mercado de bonos privados. Con el SEND, el mercado español de renta fija aporta mayores dosis de transparencia y liquidez a los inversores minoristas y les ofrece más protección en su operativa, a través de un sistema que le resultará familiar por tener un funcionamiento similar al de la Bolsa.

El 8 de diciembre de 2011, la Autoridad Europea Bancaria (en adelante, EBA), aprueba nuevos requerimientos de capital, dejando de computar las participaciones preferentes como capital de alta calidad. Además, el Acuerdo de Basilea III, derivado del plan de acción que el G-20 acordó en la cumbre de Washington en noviembre de 2008, y que ha entrado en vigor en 2013, prevé que este tipo de productos no se acepten en el futuro como recursos propios de primera categoría, lo que hace que disminuya el incentivo a este tipo de emisiones.

5.3. EMISIONES EN PREFERENTES

En mayo de 2011, el saldo vivo de preferentes era de 29.713 millones de euros en manos de minoristas, del que aproximadamente un 75 por ciento correspondía a entidades de crédito (unos 22.000 millones) y unos 7.000 millones a entidades no financieras. En el siguiente cuadro se recogen los **saldos vivos de preferentes emitidos por entidades financieras dirigidas a inversores minoristas**, en mayo de 2011. Estos son los datos proporcionados por la CNMV a 13 de marzo de 2012 (millones de euros):

GRUPO	Participaciones preferentes
La Caixa	4.898
Bankia	3.888
BBVA	3.475
Banco Santander	1.966
Novacaixagalicia	903
Grupo Mare Nostrum	942
CAM	1.310
Catalunyacaixa	480
Banca Cívica	9.043
Caja España de Inversiones	412
Banco Sabadell	850
Banco Popular	878
EFFibank	178
IberCaja	0
Banesto	497
Bankinter	343
Unnim	173
Caja 3	0
Banco Pastor	250
Deutsche Bank	0
BBK Bank Cajasur	150
Caja Ontinyent	0
Banco Etcheverría	0
Total emisiones	22.374

Según información reciente, el saldo vivo, a 12 de marzo de 2013 se estima en menos de un tercio del que existía hace un año.

6. ACTUACIONES DEL DEFENSOR DEL PUEBLO

6.1. ACTUACIÓN GENERAL SOBRE LA COMERCIALIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES

En el año 2011 comenzaron a llegar al Defensor del Pueblo una multitud de quejas de los afectados por la comercialización inadecuada por las entidades de crédito de las participaciones preferentes y las ofertas de algunas entidades de canje por acciones, a lo que algunos se resistían dado el riesgo de estos instrumentos. En principio se trata de cuestiones de carácter jurídico privado, ajenas a las competencias de esta Institución, en cuanto relaciones comerciales entre personas particulares y sus entidades de crédito. No obstante ante la amplitud del problema y la escasa respuesta del sistema para encontrar una solución se inició, el 8 de febrero de 2012, una investigación de oficio ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La respuesta de la CNMV explica las obligaciones de información que el artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 62 y 64 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, imponen a las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que presten estos servicios.

Para el Defensor del Pueblo los hechos ponen en evidencia que el control preventivo, con la elaboración de las guías de actuación dirigidas a las entidades que prestan servicios de inversión, ha resultado ineficaz. Las entidades continuaron vendiendo estos valores sin conocer al inversor y sin entregar a los clientes información suficiente sobre sus características y riesgos, captando ahorros de inversores minoristas conservadores, que no comprendían el funcionamiento de las participaciones preferentes. Esta práctica es contraria a las normas de conducta previstas en la Ley del Mercado de Valores, ya que la información en el ámbito del cliente minorista no es la de servir como eventual eximente de responsabilidad civil del emisor y demás intervinientes en la colocación de valores, sino la de procurar que los inversores dispongan de un sistema que les permita evaluar el índice de seguridad, rentabilidad y liquidez de la inversión propuesta, sin que haya sido suficiente la información reglada y registrada en la CNMV.

La mayoría de los adquirentes de estos instrumentos financieros, al menos los que se han dirigido al Defensor del Pueblo, son ciudadanos que efectuaron sus inversiones asesorados por el personal de las entidades de crédito, de las que eran clientes y debido a la confianza que les merecía. Ello dio lugar a la aceptación de la

oferta pensando que la entidad velaba por el mejor interés del cliente y no conocieron la verdadera naturaleza de las participaciones preferentes hasta que se les denegó la disposición de sus ahorros.

El alto número de quejas recibidas, las reclamaciones presentadas ante la propia CNMV y algunos de los pronunciamientos judiciales que se han hecho públicos, han evidenciado la insuficiencia de la información reglada y registrada, así como de la actuación de la Comisión, ya que no se ha valorado adecuadamente la falta de consentimiento de los contratos suscritos por quienes han realizado la inversión en productos tan sofisticados. Los inversores han visto quebrada su buena fe y la confianza que habían depositado en las entidades.

La única vía para recuperar los ahorros, a pesar de los problemas jurídicos de validez de los contratos, del incumplimiento del deber de información, del conflicto de intereses y, en definitiva, de la forma de comercializar estos productos, es la judicial.

En un primer momento se hicieron dos recomendaciones a la CNMV y a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa. La primera de ellas sobre la implantación de un sistema eficaz de información y de advertencia sobre el riesgo que sea claro y sencillo, con el fin de reforzar la protección de los clientes de productos financieros. La segunda recomendación versaba sobre la promoción de acuerdos entre las entidades y los inversores para evitar la vía judicial.

En su respuesta, la CNMV explicó todas las actuaciones que había realizado para controlar el problema e indicó la falta de competencias para hacer cumplir las obligaciones de las guías de buenas prácticas y propuestas normativas de la propia Comisión, en ausencia de una norma legal imperativa, señalando además que la reciente modificación del artículo 79 bis.3, de la Ley del Mercado de Valores, de 31 de agosto de 2012, concede más facultades a la Comisión para actuar en el mercado de forma preventiva.

Un aspecto que se pone de manifiesto con frecuencia en las reclamaciones de inversores es la discrepancia entre la información verbal y la documentación contractual de la operación. Discrepancia de la que el cliente no fue consciente en el momento de la contratación, al no haber dispuesto con la antelación suficiente de toda la documentación. Por ello, la CNMV ha trasladado al Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y a la Subcomisión de Economía del Congreso de los Diputados la conveniencia de introducir en la normativa un período mínimo de reflexión, previo a la contratación de determinados productos, que permita al inversor adoptar una decisión más y mejor informada.

En la comunicación al sector de mayo de 2009 la CNMV insistió en la necesidad de realizar una adecuada distinción entre el servicio de asesoramiento, que implica una recomendación de compra personalizada al inversor, y el de comercialización,

de manera que el inversor sea plenamente consciente de la responsabilidad que asume, quedando así clara la naturaleza del servicio prestado.

El Defensor del Pueblo recomendó la catalogación de los productos en función de su complejidad y riesgo, incorporando un código de tres colores, como los semáforos. Aunque la CNMV comparte el criterio de que puedan definirse y/o armonizarse los niveles de riesgo, en que deben clasificarse los instrumentos financieros, considera prudente esperar a conocer el contenido del *KID* (*Key Information Document*), que debe definirse en el seno de la iniciativa comunitaria sobre *Packaged Retailed Investment Products (PRIPs)*, ya que establecerá a nivel comunitario el estándar de información a facilitar a los inversores. En opinión de la CNMV un sistema de clasificación limitado a tres niveles de riesgo resultaría excesivamente sencillo. Sin embargo, el Banco de España aceptó la recomendación e informó de que está en disposición de estudiar la concreción de un sistema como el propuesto.

La CNMV considera que deben redoblar los esfuerzos sobre la educación financiera, por lo que ha trasladado en julio de 2012 al Congreso de los Diputados la posibilidad de incluir en los últimos cursos de la enseñanza secundaria obligatoria un módulo de educación financiera y conseguir así un nivel mínimo adecuado de conocimiento, que resulta de un elevado interés práctico en la vida de la gran mayoría de la población. Un objetivo que persigue el convenio suscrito hace cuatro años por la CNMV con el Banco de España, renovado en 2012, ha permitido ensayar este tipo de enseñanza en más de 30 centros educativos.

Respecto de la implantación de un sistema extrajudicial para la resolución de conflictos surgidos en la prestación de servicios de inversión, la CNMV está de acuerdo con el Defensor del Pueblo sobre la conveniencia de desarrollar otros mecanismos de reclamación extrajudicial en sede administrativa que eviten a los inversores, cuando así lo deseen, el recurso a los Tribunales de Justicia. De hecho, aunque carece de capacidad para imponer el resarcimiento a los inversores, cuando las entidades lo hacen en el seno de las actuaciones de la CNMV se tiene en cuenta en los expedientes disciplinarios. La Ley de Economía Sostenible introdujo la posibilidad de no sancionar infracciones cuando se compensa el perjuicio producido, así como tener en cuenta dicha circunstancia en la cuantía de la sanción a imponer.

Afirman que el Servicio de Reclamaciones de la CNMV no tiene la facultad de exigir a la entidad el resarcimiento cuando la resolución de la reclamación resulta favorable para el inversor. **Solo en un escaso porcentaje de las reclamaciones las entidades acaban rectificando adecuadamente su actuación.**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores argumentó que, con carácter general, la comercialización de este tipo de productos complejos por parte de las entidades emisoras se había ajustado a la normativa aplicable. No obstante, aseguró

haber detectado situaciones de incumplimiento, que habían originado la apertura de varios expedientes sancionadores.

Esta Institución ha valorado las actuaciones desarrolladas para lograr un mercado de inversiones más transparente y justo, pero discrepa de algunas afirmaciones efectuadas de la CNMV y así se lo ha hecho llegar.

En concreto, sobre la ausencia de capacidad legal de la CNMV para prohibir la comercialización a inversores minoristas con carácter preventivo, esta Institución ha señalado que, entre las facultades de inspección y supervisión, el artículo 85.2.e) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (vigente desde 2007), incluye la de requerir el cese de toda práctica contraria a las disposiciones de la ley y las normas de desarrollo de la misma. Esto apunta a la suspensión o cese de actividad de comercialización de estos productos híbridos entre inversores, que no cumplieran los requisitos para acceder a ellos y más cuando no se había facilitado información y, en ocasiones, se había presionado a los clientes para su adquisición, base de algunas sentencias estimatorias para anular los contratos. Por el contrario, la CNMV no comparte el criterio sostenido por esta Institución, pues considera que no se han producido las circunstancias exigidas por la normativa para la aplicación de esta medida, a su juicio, tan intrusiva.

En cuanto a la catalogación de los productos en función de su complejidad y riesgo, incorporando un código de colores, que la CNMV considera excesivamente sencillo. La propuesta efectuada buscaba la existencia de un aviso fácil y accesible sobre los riesgos en la inversión, sin que ello implicase que no se establezcan más niveles, pero se pretendía un indicador visible y claro, pues la información pormenorizada y con un lenguaje técnico puede llevar a confusión, como de hecho ha quedado demostrado.

Por lo que respecta a la carencia de capacidad para imponer a las entidades la compensación de los perjuicios ocasionados a los inversores, hay que tener en cuenta que la CNMV ha constatado el incumplimiento de la normativa aplicable por parte de varias entidades de crédito, lo que supone la comisión de una infracción, y frente a esta situación existen instrumentos en el ordenamiento jurídico para adoptar medidas sobre la compensación de los perjuicios ocasionados a los inversores. Además, no se encuentran objeciones para que desde la CNMV se promuevan acuerdos que ayuden a paliar el daño ocasionado, máxime teniendo en cuenta que valoran esa compensación en la aplicación de la política disciplinaria y en el cálculo de la cuantía de las sanciones.

Es un hecho innegable que el sistema de control y supervisión sobre esta actividad antijurídica no ha funcionado como debiera. En un momento en que las entidades se encuentran sin la capacidad de respuesta que los inversores confiaban que tenían. Por ello, se ha reiterado a la CNMV **la Recomendación sobre la necesidad de promover acuerdos entre los inversores y las entidades de crédito**

para limitar los daños sufridos por estos, que no tienen el deber jurídico de soportar, y se ha recomendado el uso de los instrumentos que el ordenamiento jurídico ofrece para reponer el orden jurídico conculcado.

Esta recomendación también se ha trasladado a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, a la que se ha propuesto el otorgamiento de mayores competencias a la CNMV para proteger a los inversores, o subsidiariamente la creación de algún mecanismo de reclamación extrajudicial efectivo, en sede administrativa, cuya finalidad sea la resolución de conflictos para evitar la vía judicial. Se ha insistido en la necesidad de propiciar un mercado transparente, sin cláusulas oscuras que permita lograr el necesario equilibrio entre las partes y con soluciones eficaces.

En respuesta se han tomado varias medidas para limitar la comercialización a inversores minoristas mediante la aprobación del Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, posteriormente tramitado y aprobado como Ley 9/2012, de 14 de noviembre, que se explican brevemente en el apartado 7.3.

6.2. INVESTIGACIONES SOBRE LA SITUACIÓN DE LOS INVERSORES DE ENTIDADES EN SITUACIÓN DE INSOLVENCIA Y EL SISTEMA ARBITRAL

Aunque forma parte del conflicto general, pues estos ahorradores en nada difieren en origen de los demás, hay que señalar la situación en que se encuentran las personas que invirtieron en participaciones preferentes comercializadas por entidades que han resultado intervenidas por el sector público. En ocasiones, primero se trató de entidades absorbidas o fusionadas con otras que luego han resultado insolventes.

Algunas entidades intervenidas, como Novacaixagalicia y Catalunya Caixa, **han articulado procedimientos de arbitraje como medida para solucionar el problema de las participaciones preferentes para algunos afectados**. El recurso al arbitraje supone obtener una tutela alternativa a la vía judicial y de carácter equivalente. Una vez desarrollado el proceso arbitral queda cerrada la vía judicial, dado que se reconoce al laudo el valor de cosa juzgada. Sin embargo, las posibilidades de acceso de los afectados al arbitraje institucional dependen únicamente de que la entidad acepte tal posibilidad. Si la solicitud de arbitraje fuera rechazada por la entidad bancaria el particular aún podría defender sus derechos ante los tribunales.

La peculiaridad del procedimiento seguido por Novacaixagalicia (Novagalicia Banco) ha consistido en que una consultora externa decide en qué casos se han colocado las preferentes de manera inadecuada, con el fin de celebrar el arbitraje. El proceso es sencillo: los interesados en solicitar un procedimiento de arbitraje pueden hacerlo individualmente en las oficinas de consumo de la

Consejería de Economía e Industria. Esta remite el caso a NCG Banco, que a su vez lo traslada a la empresa consultora externa, que determina si los contratos presentan irregularidades o si el cliente carecía de la información necesaria en el momento de la firma.

La cuestión que suscita este procedimiento radica en que una entidad privada, la consultora externa, que tiene un coste, decide quién tiene derecho a la vía arbitral cuando la otra parte está integrada en el sector público. No se conoce el procedimiento seguido para la adjudicación de este trabajo a la mencionada consultora, y aunque se han publicado los criterios adoptados para seleccionar a las personas con derecho al arbitraje, se alega la inseguridad jurídica que causa este tipo de decisión respecto al trato disímil entre situaciones en origen iguales. El mismo sistema se ha desarrollado para los inversores en preferentes de Catalunya Caixa.

Tras el anuncio por parte del titular del Ministerio de Economía y Competitividad en el Congreso de los Diputados del establecimiento de un procedimiento de arbitraje similar al descrito, esta Institución inició una investigación de oficio ante el citado ministerio con el fin de conocer el procedimiento a seguir. Esta queja no ha sido objeto de respuesta, pero se ha tenido conocimiento del acuerdo para la formación de una Comisión de seguimiento de los procedimientos de arbitraje de instrumentos híbridos de capital, comercializados a particulares por entidades que han recibido apoyo público.

Estos procedimientos de arbitraje, autorizados por el Banco de España, se van a realizar a imagen y semejanza de los anteriores, siendo la auditora encargada de la selección de las personas con derecho a los mismos una entidad cuyas relaciones preexistentes con Bankia vienen de más atrás, lo que a los anteriores razonamientos añade la desconfianza que genera en los afectados por su posible interés. Según han manifestado algunos afectados a esta Institución la consultora en cuestión ha elaborado, al menos, una parte de las alegaciones que efectúa la entidad en los procesos civiles que se están siguiendo en la justicia.

Actualmente, para acceder al arbitraje, los criterios objetivos propuestos por el Gobierno son la falta de entrega de documentación relevante o irregularidades en la misma, como falta de firma, firma de un menor o de una persona con discapacidad psíquica sin firma de sus tutores legales, etcétera.

También se utilizan los criterios del perfil del inversor, se analiza al titular y a los cotitulares del producto, teniendo en cuenta la conclusión del test de conveniencia MiFID, la edad, la renta y su origen, la profesión, otros productos financieros contratados, la proporción del importe reclamado sobre el total de capital personal y el historial de conducta del cliente.

A todo lo anterior hay que objetar que **el sistema arbitral no es universal**, es decir, que no todos los afectados pueden acudir a él.

La posibilidad de hallar soluciones a largo plazo no parece haberse valorado. En este punto, en una queja presentada por los representantes de algunos afectados, se ha planteado la posibilidad de diferentes soluciones en función de las necesidades de los inversores. Ante la carencia de disponibilidad del Estado del total del capital para solventar de manera inmediata el problema de los productos de renta fija de las entidades nacionalizadas (NCG/CX/Bankia), los interesados proponen soluciones alternativas a las valoradas actualmente. Así, frente a los criterios para acceder al arbitraje que se están considerando según un perfil sociodemográfico (edad, estudios, porcentaje de capital invertido) proponen la fijación de unos criterios a través de los cuales se justifique el nivel de necesidades económicas y de disponibilidad del capital de las personas afectadas, estableciendo una batería de soluciones graduales, acordes con las necesidades económicas que los interesados deben acreditar, que pudieran ser las siguientes:

«1º.- Necesidad de dinero en efectivo urgente, devolución del 100 por cien del capital, para las personas que justifiquen su necesidad de capital, porque tienen que cancelar un préstamo personal, el pago de un préstamo hipotecario, o de un familiar, problemas médicos, etcétera.

2º.- Necesidad de dinero en efectivo urgente, recuperar de inmediato el 25 por ciento del importe del capital, para quienes necesitan urgentemente solo parte de la inversión.

3º.- Necesidad de una cantidad fija mensual para complementar la pensión, el sueldo, prestación por desempleo, ayuda a un familiar de primer grado, entre otras cuestiones.

4º- Resto de personas que pueden esperar para recuperar su capital. Se podría canjear por una imposición a plazo fijo a 4 años a un cierto interés y con posibilidad de disposiciones anuales».

Esto evitaría la obligación del Estado de reintegrar una determinada cantidad (el 25-30%) inmediatamente en el año 2013, generando un impacto menor sobre el déficit público y evitando los costes (sociales, políticos, de orden, etc.) que produciría la exclusión del 75-70 por ciento restante, como ya se ve que sucede en relación con Novacaixagalicia y sucederá en el caso de CatalunyaCaixa y Bankia.

Además, existe la posibilidad de que las entidades nacionalizadas sean compradas por otras entidades más solventes que asumirían estas cargas.

Otro grupo de afectados también ha señalado al Defensor del Pueblo su disponibilidad para llegar a acuerdos, que permitirían un plazo más amplio para la devolución del nominal en función de la situación del inversor, canjes por deuda pública, depósitos a plazo, recuperación del nominal en un porcentaje anual durante un período de tiempo... Son soluciones a corto, medio y largo plazo, consideran que siempre es mejor una decisión flexible que la pérdida de los ahorros.

Una cuestión suscitada en estas últimas quejas radica en las ofertas de canje por otros productos financieros, que las entidades de crédito están realizando a los afectados. **Los interesados han manifestado su desconfianza ante la falta de información, la escasez de opciones y el hecho de que son las mismas entidades y las mismas personas que les vendieron las participaciones preferentes quienes les están presionando y convenciendo de la bondad de la oferta para que acepten la misma.** En este punto solicitan el establecimiento de algún órgano de referencia que les pueda facilitar información y asesoramiento independiente sobre lo más conveniente para sus intereses. Son personas que carecen de recursos, puesto que sus ahorros están inmovilizados y no saben cómo proceder.

Un aspecto relevante que explican en las quejas es el relativo a las **implicaciones tributarias de las operaciones financieras**, que están imponiendo las entidades, de canje de participaciones preferentes, asumiendo pérdidas cuantiosas, por acciones. Esta pérdida patrimonial solo puede ser compensada si tienen ganancias en cuatro años, lo que según los afectados va a resultar muy difícil.

6.3. OTRAS ACTUACIONES

Además de la investigación general de oficio sobre las participaciones preferentes y deuda subordinada, así como sobre el sistema de solución para las entidades intervenidas, se han recibido otras quejas referidas a cuestiones concretas sobre los canjes por otros productos y la absorción de entidades insolventes.

Así, algunos ciudadanos indicaban que, desde el 17 noviembre de 2011, no se realizaban cruces en el mercado de la AIAF para dos emisiones de participaciones preferentes de “la Caixa”, ya que según comunicaron a los clientes en distintas oficinas de la citada entidad, habían recibido orden de la CNMV para la paralización del mercado interno. Denunciaban también que la cotización de las participaciones preferentes pasaría al mercado SEND, hecho que a su juicio provocaría importantes minusvalías a los titulares de las participaciones que no habían conseguido, antes del 17 de noviembre, que la entidad ejecutara sus órdenes de venta. Los interesados se habían dirigido a la Oficina de Atención al Inversor denunciando los hechos. La CNMV negó que hubiese dado la orden de cierre del mercado interno de “la Caixa” para los productos señalados. Más aún, contestó a los interesados que había recomendado que continuasen las órdenes de venta aunque la entidad no las había admitido, ni había efectuado los cruces.

La CNMV comunicó al Defensor del Pueblo que había advertido a las empresas, que prestan servicios de inversión, la importancia que tiene la observancia de las normas de conducta en sus relaciones con los clientes, especialmente con los minoristas, entre ellas el deber de informar adecuadamente a los clientes, el deber de no beneficiar a unos clientes en detrimento de otros y el deber de las entidades

que intermedian por cuenta de clientes de realizar esta labor de intermediación en valores próximos a su valor razonable.

Señaló que, en ningún caso, la CNMV había dado orden para la paralización del mercado interno de *cases* que realizaban determinadas entidades, sino que en el documento publicado el 16 de junio de 2010 por el citado organismo se comunicaba y calificaba como mala práctica la existencia de mecanismos internos de *case* de operaciones entre clientes minoristas cuando no se gestionan bien los conflictos de interés, es decir, cuando los precios a los que se casan operaciones entre clientes se encuentran significativamente alejados del valor razonable atendiendo a las condiciones del mercado, instando a las entidades a gestionar adecuadamente los conflictos de interés. Ello se consigue cuando se obtiene para los clientes un mejor o igual resultado que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral (como el SEND), o bien cuando se acredita que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado) en caso de que no exista contrato de liquidez o este se haya agotado.

La CNMV no ha impedido ni denegado el uso del mercado interno de *case* de operaciones sino que ha instado a que se cumplan las normas de mejor ejecución y de información a la clientela. Aclarado el problema expuesto se concluyó la investigación, sin perjuicio de la continuación de la investigación general de oficio de las participaciones preferentes y la deuda subordinada.

Por otro lado, los clientes de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), además de plantear el problema de la falta de información facilitada por la entidad a los clientes en la adquisición de productos financieros complejos (cuotas participativas, deuda subordinada y acciones preferentes), se sumaba la preocupación por la adjudicación de la CAM al Banco Sabadell y la incertidumbre sobre la solución que daría esta entidad a los titulares de los productos complejos comercializados por la CAM.

La CNMV trasladó el Hecho Relevante, publicado por el Banco Sabadell, en relación a la oferta de compra dirigida a los titulares de participaciones preferentes y deuda subordinada del grupo Banco CAM en efectivo con reinversión en acciones de Banco Sabadell S. A., concluyendo las actuaciones.

Se recibieron un gran número de quejas procedentes de clientes que adquirieron las participaciones preferentes en las oficinas de algunas cajas de ahorro de Andalucía, que actualmente integran la entidad Banca Cívica.

Estas personas denunciaban que las operaciones de canje que se les estaban ofertando, como única solución para la recuperación del dinero invertido, era una oferta que al parecer implicaba la adquisición de unos productos financieros muy complejos, cuya idoneidad habría sido incluso criticada por la Comisión Nacional

del Mercado de Valores, disponiendo los clientes de un plazo mínimo de aceptación por la inminente integración de Banca Cívica en otra entidad financiera.

Además, indicaban los clientes que otras entidades financieras estarían ofertando soluciones mucho más ventajosas y acordes al perfil de su clientela para canjear las participaciones preferentes.

La CNMV explicó que las operaciones de compra de preferentes planteada por Banca Cívica tenía, como en las demás operaciones precedentes, un origen voluntario para la entidad, siendo voluntaria también la aceptación por los inversores que podían mantener su inversión o acudir a la oferta. No solo es libre para la entidad ofrecer una recompra o canje, sino que la misma decide de manera unilateral el instrumento financiero a ofrecer a cambio de las participaciones preferentes, sin que la CNMV pueda imponer el instrumento en cada caso. De hecho, en diferentes ofertas presentadas hasta la fecha por diferentes entidades financieras (Santander, BBVA, Caixabank, Sabadell y Guipuzcoano, Popular y Pastor, Banesto, Banco Mare Nostrum, BBK-Cajasur y BFA), han sido diferentes los instrumentos ofrecidos, desde acciones, obligaciones o bonos simples, obligaciones subordinadas, depósitos o, como en el caso que nos ocupa, obligaciones necesariamente convertibles en acciones.

La función de la CNMV en estos procesos, como ocurre como regla general con los procesos de oferta pública de venta de valores, es la de poner a disposición del público la información necesaria para que los inversores puedan hacerse un juicio fundado sobre lo que se les propone. No obstante, y como cautela respecto a los inversores minoristas, **la CNMV sí que ha transmitido a las entidades emisoras el criterio de que en los procesos de canje o recompra con entrega de nuevos valores, estos deberían ser más líquidos y menos complejos que los sustituidos y, en particular, que las entidades financieras deberían evitar el canje por títulos perpetuos.**

Banca Cívica hizo un ejercicio de transparencia, al sustituir instrumentos perpetuos y no líquidos por productos con vencimiento y mayor liquidez, ya que los valores a entregar consistían en obligaciones subordinadas necesariamente convertibles o canjeables en acciones, con las siguientes características principales:

- La oferta se dirige a los tenedores de preferentes emitidas por Banca Cívica o entidades del Grupo.
- Se recompran las participaciones preferentes por su valor nominal más cupón corrido.
- En el folleto y tríptico se ofrece una valoración de mercado de las participaciones preferentes a las que se dirige la oferta, que oscila entre el 15 y el 84 por ciento del nominal para las diferentes series de participaciones preferentes vivas.

- Se advierte, igualmente, que las obligaciones subordinadas, necesariamente convertibles o canjeables que se ofrecen a cambio, tienen unos valores de mercado que oscilan entre el 89,2 y el 94,8 por ciento.
- Estas dos valoraciones de mercado, que lógicamente pueden variar con el tiempo, no obstante, permiten a los inversores tener un elemento de comparabilidad entre el valor de mercado del instrumento, objeto de la oferta de adquisición, y el ofrecido a cambio.
- La remuneración de las obligaciones oscila, según las series, entre el 6 y el 9 por ciento anual, existiendo condicionantes a su percibo ligados a la solvencia o a la existencia de beneficios.
- Se establecen diferentes supuestos de conversión, unos a voluntad del emisor y otros del inversor, existiendo un plazo final de conversión obligatoria que es el 17 de diciembre de 2014.
- La conversión se hace en cualquiera de los supuestos en acciones de Banca Cívica (o de Caixabank una vez que tenga lugar, en su caso, la fusión entre las entidades) sobre el valor de mercado de las acciones, en los 15 días previos al supuesto de conversión.

En definitiva, es la propia entidad emisora la que decide realizar o no la oferta y el instrumento ofertado, debiendo la CNMV velar por la máxima transparencia informativa, que permita al tenedor adoptar, sobre la base del folleto registrado, la decisión de acudir o no al canje. Asimismo, la entidad queda obligada, en la comercialización de los nuevos instrumentos, a cumplir con todas las normas de conducta exigibles.

Por último, y en cuanto al plazo de aceptación de la oferta que efectúa Banca Cívica, informó que no existe normativa sobre la materia que imponga al emisor unos plazos concretos a tal fin, si bien los plazos establecidos por Banca Cívica, S.A. no difieren de los establecidos por otras entidades en operaciones similares.

7. ACTUACIONES DE LOS ÓRGANOS DE CONTROL DEL MERCADO

A continuación se explican las actuaciones desarrolladas por los órganos con competencia en la materia, si bien algunas de sus acciones se han llevado a cabo tras las recomendaciones de esta Institución, por lo que se puede observar que se solapan en el tiempo con la descripción de las actuaciones del Defensor del Pueblo.

7.1. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

A partir del año 2008, la CNMV observó que los inversores institucionales dejaron de mostrar interés en la comercialización de las participaciones preferentes y

la deuda subordinada, por lo que las entidades financieras incrementaron la comercialización de estos productos entre la clientela minorista, pese a que la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), calificaba las participaciones preferentes como productos complejos. Esta normativa obliga a las entidades emisoras a realizar un test de la experiencia de los inversores y, en su caso, advertir de la no conveniencia según el resultado del mismo, con independencia de que el inversor deseara contratar el producto. Además, las entidades debían entregar a los clientes un tríptico-resumen del folleto de emisión, con objeto de informar de los riesgos que iban a asumir, en el que debían figurar las características del producto, la perpetuidad, la remuneración condicionada a la existencia de beneficios, fluctuación en el precio nominal, lo que podría conllevar pérdidas en su venta. Ante este panorama la Comisión realizó diversas actuaciones que se resumen a continuación.

RESUMEN DE LAS ACTUACIONES DE LA CNMV

- 1) En respuesta a la tendencia descrita, la CNMV, con fecha 17 de febrero de 2009, y en el ámbito de sus funciones de protección al inversor, comunicó a las entidades emisoras de estos productos de renta fija (participaciones preferentes y deuda subordinada, entre otros) que, si solo eran comercializados entre inversores minoristas, debían incluir un informe de valoración de un experto independiente, con objeto de determinar si las condiciones de emisión, destinada a minoristas, eran equiparables a las que debería tener una emisión similar para colocarse adecuadamente en el mercado mayorista.
- 2) A través de la web de la CNMV y del Portal del Inversor se han publicado guías en las que se informa sobre las características de las participaciones preferentes y sus riesgos. En dicha información se hace especial hincapié en la posibilidad de pérdida de la inversión, y las dificultades de liquidez que tienen este tipo de emisiones. Link a la ficha: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf>.
- 3) El 9 de mayo de 2009, la CNMV realizó una comunicación sobre las condiciones de comercialización, dirigida fundamentalmente a la colocación de emisiones de entidades financieras por el propio emisor, en la que se detallan buenas prácticas en aspectos como la información a transmitir a los clientes y a la propia red comercial.
- 4) Para la recompra de las participaciones preferentes a cambio de instrumentos financieros, los emisores deben elaborar y presentar ante la CNMV un folleto y facilitar un tríptico/resumen al inversor, en el que incluya información suficiente y clara. La CNMV solicita que en el folleto consten los siguientes elementos:

- Los riesgos específicos del producto y la compañía como en cualquier emisión.
 - Informes de valoración de experto independiente en aquellas emisiones sin tramo institucional.
 - Advertencias en caso de que la CNMV haya detectado una desviación significativa respecto al precio de la valoración.
- 5) La situación económica de las entidades financieras provocó el alejamiento entre el valor de mercado y el nominal de algunas participaciones preferentes, por lo que la CNMV, mediante el documento publicado el 16 de junio 2010, recuerda a los emisores de preferentes que, para que se permita la existencia de mecanismos internos de *case* de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad, que presta el servicio de inversión, se deben gestionar adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Ello se consigue cuando se obtiene un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando horquillas habituales en mercado), en caso de que no exista contrato de liquidez o este se haya agotado. En su comunicación de 26 de octubre de 2010 la CNMV publica criterios de buenas prácticas, para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas, incorporándose un modelo de contrato tipo en esta comunicación.
- Por otra parte, la CNMV también recomienda que las operaciones de compra y venta se realicen en un mercado transparente, multilateral y organizado, como el SEND, en funcionamiento desde mayo de 2010.

- 6) Supervisión de la comercialización de este tipo de productos:
- En los últimos años la CNMV ha revisado la comercialización de un volumen significativo de las participaciones preferentes que se han registrado, con el objeto de verificar entre otras cosas la adecuada aplicación de la normativa de la evaluación previa de los conocimientos y experiencia de los clientes. Con carácter general, la conclusión ha sido que la comercialización realizada se ajusta a la normativa. Sin perjuicio de ello, cuando la CNMV ha detectado situaciones de incumplimiento ha iniciado medidas disciplinarias contra la entidad.
 - Durante el año 2011, tal como se había anunciado en el Plan de Actividades, la CNMV ha llevado a cabo una revisión de los mecanismos utilizados por las entidades, para casar internamente órdenes de compra y venta de sus clientes en relación con productos híbridos (participaciones preferentes y deuda subordinada). Esta actuación incluyó la revisión de

los procedimientos de una muestra significativa de entidades, superior al 90 por ciento del sector. Mediante la misma se enfatizó la necesidad de mantener adecuadamente informados a los clientes sobre el valor de sus inversiones, y recordó a las entidades que se considera una mala práctica no informar a sus clientes del valor de mercado o, en su defecto, y en caso de desviación significativa del valor razonable, tanto en el momento en que formulen una orden de compraventa como posteriormente en sus extractos periódicos.

- La CNMV ha incoado, o se encuentran en trámite, varios expedientes por mala comercialización de productos de renta fija, entre ellos participaciones preferentes.
- Desde enero de 2007 hasta diciembre de 2011, el Servicio de Reclamaciones de ese organismo ha recibido 485 reclamaciones por la comercialización de participaciones preferentes, creciendo el número año tras año, desde 19 en el 2007 hasta 209 recibidas en el año 2011. No se cuenta con el dato de las reclamaciones correspondiente a 2012 y 2013.

Los principales problemas detectados han sido no recabar datos sobre el inversor, la falta de entrega de información sobre las características y riesgos del producto, y no acreditar una gestión adecuada de instrumentos de venta.

El 8 de noviembre de 2012, la CNMV informó de que los canjes de las participaciones preferentes propuestos por las entidades bancarias a los clientes, unos ya ejecutados y otros previstos, redujeron el saldo vivo de preferentes en manos de clientes en un 60 por ciento. En todos los casos los canjes se realizaron por encima del valor de mercado de las preferentes, y en la mayor parte se efectuaron al 100 por cien del valor nominal. No obstante, en los casos en que no había sido así, ese organismo afirma que carece de la facultad para autorizar o prohibir estos canjes, sino que únicamente puede velar por que exista la máxima transparencia sobre las condiciones de la operación, de forma que los inversores puedan tomar sus decisiones con la mayor información y se respeten las normas de comercialización.

- 7) Además, la CNMV instó la modificación del régimen disciplinario de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, dando lugar a la aprobación del artículo 107 bis, que incluye la posibilidad de no sancionar determinadas infracciones leves cuando se compense el perjuicio a los inversores, así como la de tener en cuenta dicha circunstancia a la hora de cuantificar las sanciones del artículo 106 ter.1.g), ambos de la Ley del Mercado de Valores. Esta Institución tiene constancia de que la CNMV ha utilizado la medida del artículo 106 ter.1.g) rebajando las sanciones cuando se ha producido la compensación. Sin embargo, no se tiene conocimiento de la aplicación,

en ningún caso, de comercialización de participaciones preferentes, por parte de la CNMV, de la exclusión de responsabilidad por compensación al inversor del artículo 107 bis.

ACTUACIONES FUTURAS DE LA CNMV

Las actuaciones que a continuación se señalan, son las referidas en la contestación de la CNMV al Defensor del Pueblo como actuaciones para el futuro.

En el Plan 2012 de la CNMV, se establecen una serie de objetivos concretos relacionados con participaciones preferentes:

1. Reforzar la supervisión de los mecanismos de liquidez de las emisiones de renta fija dirigidas a minoristas (grado de cumplimiento de los compromisos de liquidez y la transparencia de las plataformas).
2. Mantener la supervisión exhaustiva de las prácticas de comercialización de estos productos.
3. Emitir recomendaciones para la mejora de los informes de valoración que acompañan a las emisiones dirigidas a la clientela minorista.

En todo caso, la CNMV reiterará en sus publicaciones y comparencias la necesidad de que los inversores se informen adecuadamente, a través de la documentación que ofrece la entidad emisora y la propia CNMV, sobre la naturaleza y riesgos de los productos, antes de finalizar su decisión de inversión.

7.2. BANCO DE ESPAÑA⁸

En noviembre de 2002, en el marco de las funciones de supervisión a las entidades de crédito sobre estabilidad financiera, el Banco de España alertaba de «su preocupación por el peso creciente de las participaciones preferentes en los recursos propios básicos de algunas entidades, así como por la forma en la que, en determinados casos, se comercializan entre la clientela minorista tradicional». Esta alerta se justificaba «dado que algunas participaciones preferentes no se han dirigido al mercado institucional, sino que se han comercializado entre la clientela

⁸ Los datos utilizados son de los siguientes informes de Estabilidad Financiera del Banco de España, publicados en la página web del propio Banco, donde se publican desde 2002:

<www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Informe_de_Estab>.

Informe de Estabilidad Financiera, publicado en noviembre de 2003.

Informe de Estabilidad Financiera, publicado noviembre de 2004.

Informe de Estabilidad Financiera, publicado diciembre de 2005.

Informe de Estabilidad Financiera, publicado en noviembre de 2007.

Informe de Estabilidad Financiera, publicado en noviembre de 2011.

minorista (con menor capacidad de valoración del riesgo asociado al instrumento), que su liquidez en el mercado secundario es muy escasa⁹, y puesto que ofrecen una rentabilidad poco acorde con el riesgo asumido, las entidades podrían estar incurriendo en riesgo de reputación. En concreto, si a la rentabilidad ofrecida se le resta la prima de riesgo derivada del bajo derecho de prelación de las participaciones preferentes, la prima a percibir por su liquidez y el precio de la opción de compra otorgada al emisor (aspectos mal conocidos por el pequeño inversor), es dudoso que, en algunas de estas emisiones, la rentabilidad residual supere a la de una imposición a plazo fijo.»

A partir del año 2003 los informes de Estabilidad Financiera recogen referencias a las participaciones preferentes reflejando que el volumen de este tipo de capital se encontraba en descenso. Esto es así hasta el año 2007, en que este mismo informe indica un crecimiento del capital en preferentes de un 22,2 por ciento (17,6 por ciento frente al 1,2 por ciento en diciembre de 2008, y al 2,1 por ciento en junio de 2008), lo que el Banco de España considera que contribuye a reforzar el nivel de recursos propios de las entidades españolas.

El Informe de Estabilidad Financiera de junio de 2009 apunta que la comercialización de participaciones preferentes se ha incrementado con intensidad, sin que posteriormente se vuelva a pronunciar sobre estos productos hasta el año 2011, en que recoge su disminución.

El Banco de España elaboró en el año 2009 un informe en el que alertaba de la elevada complejidad de las participaciones preferentes y otros productos híbridos de ahorro. Dicho documento aparece en la revista *Estabilidad Financiera* del Banco de España, pero únicamente se quedó como una mera advertencia.

Estas manifestaciones en los informes de Estabilidad Financiera del Banco de España evidencian que su mayor preocupación es la captación de capital por las entidades. Resulta difícil entender que, en 2002, con mucho menos volumen de capital en preferentes, manifestara su preocupación y avisara de los riesgos de estos productos, mientras que, en 2009, apoyaba el aumento de este capital como recursos propios de las entidades.

7.3. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

Hasta el presente, la actuación del Ministerio se centró en la inclusión en el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, aprobado por el Gobierno y posteriormente transformado en Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de las siguientes medidas:

⁹ Destacando en nota que en la CNMV se habían recibido ya, en aquel momento, reclamaciones por la escasa liquidez de las participaciones preferentes, que cotizan en el mercado AIAF.

- a) Se desincentiva la comercialización de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles y otros instrumentos híbridos a clientes minoristas, al exigir valores unitarios mínimos altos (25.000 o 100.000, según sea la entidad de crédito emisora cotizada o no), a la vez que se asegura que aquellos valores comercializados tengan condiciones de liquidez y precio justos al imponer un tramo obligatorio de inversores profesionales del 50%.
- b) Se fortalecen las facultades de supervisión de la CNMV para que, entre otras cosas, requiera, cuando sea necesario, cuantas advertencias considere relativas a la complejidad del producto. Incluso se exige que los clientes minoristas, no idóneos, escriban de puño y letra que han sido advertidos de que el producto no les resulta conveniente, cuando contraen servicios de inversión sobre productos complejos.
- c) Se establece la obligación de distinguir claramente los depósitos bancarios comercializados de otros activos emitidos por una entidad de crédito, evitando cualquier tipo de confusión.

8. NOTAS SOBRE LAS DECISIONES DE LOS TRIBUNALES DE JUSTICIA

Muchos afectados por la comercialización de las participaciones preferentes han acudido a los Tribunales de Justicia, buscando una solución del conflicto con la entidad emisora y vendedora de dichas participaciones, y ni todos los planteamientos han sido iguales en las demandas, ni la solución ofrecida por la justicia ha sido la misma, pero sí se puede ver una tendencia a considerar nulos los contratos cuando no se dio la debida información al adquirente.

La estimación de las demandas de nulidad o resolución de contratos, en los que se adquirirían participaciones preferentes, es muy diversa, y hay que estar a las circunstancias de cada caso concreto para determinar si existió el pretendido error en el consentimiento del cliente en el momento de contratar estos productos, y si existió, por tanto, falta de información de la entidad bancaria, ya por negligencia, ya por dolo, constituyendo un factor determinante, para apreciar dicho vicio del consentimiento, si los contratos suscritos lo eran de simple ejecución de una orden de compra, o de asesoramiento en la inversión de productos financieros.

8.1. CALIFICACIÓN DEL CONTRATO SUSCRITO ENTRE LAS PARTES

Un primer bloque de resoluciones judiciales basa su decisión en el tipo de relación que unía al cliente con la entidad financiera, es decir, si se trata de contratos de simple ejecución de una orden de compra y administración de valores, o si dichos contratos conllevan una obligación de gestión de dichos valores o asesoramiento

financiero, para así determinar el grado de información que la entidad financiera debe suministrar. La consideración, en uno y otro caso, depende de las circunstancias concurrentes en el supuesto concreto.

En la Sentencia de la Audiencia Provincial de las Illes Balears, de 2 de septiembre de 2011, la sala entiende que el contrato suscrito entre las partes implicaba un asesoramiento en cuanto a los productos de inversión, declarando la resolución del contrato, por defectuosa información prestada por la entidad bancaria.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 6 de junio de 2012, da por acreditado que el demandante entendía que estaba contratando unos depósitos, pues el contrato se denominaba «contrato de depósito de cumplimiento continuado», cuando la realidad es que lo que contrataba era la adquisición de participaciones preferentes, por ello se declara la resolución de los contratos.

En sentido contrario, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 6 de abril de 2011 entiende que lo que contrataron los demandantes fue una simple orden de compra de valores, actuando la entidad demandada como mera intermediaria, lo que no implicaba asesoramiento financiero por parte de esta. La sala confirmó la sentencia de instancia que desestimaba la demanda en la que se interesaba la nulidad del contrato o, subsidiariamente, su resolución. En un sentido similar se pronunció este mismo Tribunal el 20 de noviembre de 2011, al estimar que lo contratado no fue una gestión asesorada de cartera sino una intermediación financiera y custodia de valores; se desestima el recurso y, en consecuencia, la petición de nulidad del contrato y la consiguiente indemnización por daños y perjuicios.

8.2. EL VICIO EN EL CONSENTIMIENTO: ERROR O DOLO, FALTA DE INFORMACIÓN DE LA ENTIDAD BANCARIA

Las causas por las que juzgados y tribunales entienden que existe vicio, en el consentimiento prestado por el cliente en este tipo de contratos, son por error en el mismo o por dolo, debido a la falta de información por parte de la entidad bancaria sobre el producto contratado.

Según lo dispuesto en el artículo 1265 del Código Civil, se declara nulo el consentimiento prestado por error o dolo, exigiendo el artículo 1266 que, para que el error invalide el consentimiento, debe recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo.

El error constituye un falso conocimiento de la realidad, capaz de dirigir la voluntad a la emisión de una declaración no efectivamente querida, y para que pueda provocar la nulidad relativa del contrato debe reunir los dos requisitos siguientes:

- a) Ser sustancial y derivado de actos desconocidos para el que se obliga, referido a las cualidades esenciales de la cosa, no pudiendo nunca constituir este vicio el mero error de cálculo o de las previsiones o combinaciones negociales¹⁰.
- b) El error no debe ser imputable al que lo padece, ni haberse podido evitar mediante el empleo de una diligencia media o regular por el que lo sufrió, teniendo en cuenta la condición de las personas, no solo de quien lo invoca sino también de la otra parte contratante, cuando el error pueda ser debido a la confianza provocada por las afirmaciones o la conducta de esta¹¹. La función básica del requisito de la excusabilidad es impedir que el ordenamiento proteja a quien ha padecido el error, cuando este no merece protección por su conducta negligente, trasladando entonces la protección a la otra parte, que la merece por la confianza infundida por la declaración¹². Además, según STS de 21 de junio de 1978, este requisito debe basarse en los principios de protección de la buena fe y seguridad en el comercio jurídico. Tales vicios han de ser apreciados con extraordinaria cautela y con carácter excepcional o restrictivo, en aras de la seguridad jurídica y del fiel y exacto cumplimiento de lo pactado, por lo que la carga de la prueba incumbe a quien alega el error¹³.

La Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 2010 señala que el dolo se define en el artículo 1269 del Código Civil, y lo centra en palabras o maquinaciones insidiosas para mover la voluntad de la otra parte, inducida por el error provocado. No solo constituye dolo la insidia directa o inductora de la conducta errónea de otro contratante, sino también la reticencia dolosa del que calla o no advierte a la otra parte en contra del deber de informar que exige la buena fe¹⁴. La Sentencia de 11 de diciembre de 2006 añade que también constituye dolo la reticencia consistente en la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato, y respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe o los usos del tráfico. Y la de 26 de marzo de 2009 alude al llamado dolo negativo, por haber infringido el deber de informar al comprador de las vicisitudes administrativas del negocio tramitado, deber este impuesto por la buena fe, entendida esta como deber precontractual.

Son varias las resoluciones judiciales que entienden que concurre error en el consentimiento en los contratos de adquisición de participaciones preferentes, tras la entrada en vigor de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que incorpora al ordenamiento español de manera preceptiva la Directiva 2004/39 CE, MiFID:

¹⁰ Entre otras, SSTS de 17 de mayo de 1988, de 4 de diciembre de 1990, de 27 de mayo de 1982 y de 17 de octubre de 1989.

¹¹ SSTS de 4 de diciembre de 1994 y 21 de mayo de 1997.

¹² STS de 28 de septiembre de 1996.

¹³ SSTS de 30 de junio de 1988 y 4 de diciembre de 1990.

¹⁴ Las Sentencias de 11 de mayo de 1993, 29 de marzo de 1994, 29 de diciembre de 1999 y 27 de noviembre de 1998.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, de 25 de abril de 2012, declara la nulidad del contrato de adquisición de participaciones preferentes, al considerar que el producto contratado no se adecuaba al perfil del inversor y que existió error en el consentimiento de este, ya que manifestó que quería disponer del dinero invertido en el plazo de 2 años, siendo la realidad que el contrato suscrito tenía carácter indefinido.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de las Illes Balears, de 2 de septiembre de 2011, declara la resolución del contrato de asesoramiento en materia de valores suscrito entre las partes, por defectuosa información prestada por la entidad bancaria, al no informar al cliente sobre la situación de la entidad financiera Lehman Brothers, que finalmente quebró.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Castellón, de 26 de octubre de 2012, aprecia la nulidad del contrato por error en el consentimiento, por desconocimiento del rendimiento del producto, el plazo de duración y la posibilidad de rescate, cuyas condiciones motivaron la celebración del contrato, al creer erróneamente que se trataba de una operación segura, con rendimiento fijo y rescatable.

Y la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia e Instrucción número 1 de Cambados (Pontevedra), de 10 de julio de 2012, que declara la nulidad del contrato de adquisición de participaciones preferentes, por error en el consentimiento prestado por el demandante, va más allá al declarar como no veraz el test de idoneidad. Considera al adquirente como inversor minorista y que no se le facilitó información veraz sobre el producto suscrito, pues entendía que había contratado un depósito en el que la liquidez inmediata era un factor determinante, y al pretender el actor la retirada de la inversión se le comunicó que no era posible, pues había firmado la adquisición de participaciones preferentes, y que debido a la situación del mercado no podían amortizarse en ese momento.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Alicante, de 27 de septiembre de 2012, considera que la ocultación dolosa de uno de los elementos del contrato, el riesgo asumido, provoca error en el consentimiento y, por tanto, la nulidad del contrato.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Castellón, de 22 de octubre de 2012, estima el error en el consentimiento, señalando que la aquiescencia de la actora a la contratación de las participaciones preferentes pudo deberse a la confianza con el director de la oficina. Añade que el contrato está privado de reciprocidad, al dejar en manos del banco la prestación de la información y la valoración de su suficiencia.

En esta misma línea, la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia número 1 de Santander, de 29 de noviembre de 2012, declara la nulidad de un contrato de adquisición de participaciones preferentes por error en el consentimiento, por la falta de recepción de la necesaria información para ponderar los riesgos, además de la inadecuación al perfil del inversor.

Especial atención merece la Sentencia de 5 de febrero de 2012 del Juzgado de Primera Instancia número 1 de Mataró (Barcelona), que declara la nulidad de los contratos de suscripción de participaciones preferentes de los años 2002 y 2011 celebrados por un matrimonio de ancianos, por vicio del consentimiento, dolo y error. Aprecia la inexistencia de consentimiento del actor y la inexistencia de suscripción del contrato, al estar gravemente aquejado de la enfermedad de Alzheimer. En cuanto a su mujer, estima vicio del consentimiento por dolo y error en el contrato que firmó en el año 2011, dado el resultado negativo del test de conveniencia. En declaraciones al juez, la empleada de la entidad admitió que, en ese momento, ni ella misma sabía cuáles eran las diferencias fundamentales entre un depósito y una preferente. Por todo ello, el juez obliga a Bankia a devolver la inversión realizada en 2002 y 2011 al matrimonio, además de pagarles los correspondientes intereses.

Asimismo, condena duramente a los empleados de la entidad por su comportamiento con la persona enferma de Alzheimer. «Es difícil entender cómo gente mayor, ahorradores tradicionales de toda la vida, esencialmente preocupados a determinada edad por poder tener siempre disponibles sus ahorros (...), pueden libre y voluntariamente suscribir un contrato de operaciones financieras complejas».

A contrario sensu, existen sentencias de diversas audiencias provinciales que consideran que no hubo error en el consentimiento prestado por el demandante, ni defectuosa información. Así, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 6 de abril de 2011, que entiende que la entidad demandada simplemente ejecuta una orden de compra de participaciones preferentes, elegida libremente por la demandante, sin que mediara asesoramiento alguno por parte de la entidad bancaria; o la de la Audiencia Provincial de Madrid de 6 de julio de 2012, que considera que, aunque el perfil del demandante era el de inversor minorista y conservador, tenía una dilatada experiencia en la contratación de productos financieros, que la entidad actuó conforme a las peticiones del cliente, que este producto financiero en ese momento era objetivamente interesante y que existía una aparente garantía por la solvencia de la sociedad emisora y la posibilidad de obtener liquidez inmediata, vendiendo en el mercado secundario.

En el mismo sentido, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 29 de noviembre de 2011, entendió que el actor llevaba 10 años invirtiendo en participaciones preferentes, y que conocía perfectamente el mecanismo del producto inversor, así como el término ‘amortizar’, distinto del vencimiento en dichas inversiones.

Asimismo, en la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valencia, de 20 de junio de 2008, la sala considera acreditado que no existe error en el consentimiento, ni falta de información del producto¹⁵.

¹⁵ SAP Zaragoza de 3 de febrero de 2012 y SAP de Valencia de 24 de febrero de 2010.

8.3. CONSECUENCIAS DE LA NULIDAD O RESOLUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

Se adoptan soluciones diferentes en las resoluciones judiciales en orden a fijar la cuantía de la indemnización, comisiones e intereses a las que debe ser condenada la entidad demandada.

Así, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, de 26 de septiembre de 2011, condena a la entidad demandada a indemnizar a la actora por los perjuicios causados, con los intereses legales desde la interposición de la demanda, y a la hora de determinar el alcance de estos se extienden a la totalidad de la inversión, puesto que, según la sentencia, la total ausencia de información viene de origen, sin que se sometiera a la demandante a un test de idoneidad, y sin que constara que dicha falta de información se hubiera suplido en el curso de la evolución de la inversión, constituyéndose en un incumplimiento total y relevante de una obligación esencial del contrato.

Por otra parte, la Sentencia de la Audiencia Provincial de las Illes Balears, de 2 de septiembre de 2011, establece que resulta imposible recuperar el 100 por cien de la inversión efectuada, con lo cual sería improcedente una indemnización por el importe de esta.

La Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, de 26 de junio de 2012, señala que, al resolver los contratos que unen a las partes, ha de retornarse a la situación existente con anterioridad a su celebración, debiendo en consecuencia las partes restituirse recíprocamente los importes abonados en virtud del contrato, con los intereses legales devengados desde la fecha del efectivo pago o cobro.

8.4. PRODUCTOS PARA PROFESIONALES EN MANOS DE CONSUMIDORES

La Sentencia del Tribunal Supremo, de 14 de noviembre de 2005, señala que la diligencia en el asesoramiento no es la genérica de un buen padre de familia, sino la específica del ordenado empresario y representante leal en defensa de los intereses de clientes. La carga probatoria acerca de tal extremo debe pesar sobre el profesional financiero, por cuanto desde la perspectiva de los clientes se trataría de un hecho negativo como es la ausencia de dicha información.

La igualdad esencial que respecto de las partes debe presidir la formación del contrato ha de desplegar su eficacia en las diferentes fases del mismo.

9. CONCLUSIONES

Desde los poderes públicos se ha reconocido la comercialización inadecuada de las participaciones preferentes por parte de las entidades de crédito¹⁶. De hecho, ya se han adoptado algunas medidas, para que en el futuro no se vuelvan a producir situaciones como la ocurrida, medidas que serán eficaces siempre y cuando los órganos de control desplieguen sus funciones.

Lo cierto es que se vendieron participaciones preferentes a inversores minoristas, que desconocían la naturaleza del producto que adquirirían y no comprendían su funcionamiento, por las mismas entidades emisoras de dichas participaciones, pero que se presentaron como asesores de sus clientes, no como vendedores de los productos. Además, las entidades daban una imagen de solvencia y solidez amparada por el Banco de España, que generaba confianza en los clientes, cuando luego no ha resultado ser cierto. **El cliente así ha sufrido un error sobre el tipo de producto y la solvencia del sujeto que debía responder ante él.** Cuando el cliente, aun asumiendo pérdidas, ha pretendido recuperar la inversión, ello no ha sido posible, porque necesitaba el consenso de la entidad, y ahora la autorización del Banco de España.

Las alertas del sistema de protección del mercado han funcionado de forma tardía y no han actuado con la suficiente rapidez para limitar la extensión del problema. La mayoría de las decisiones de la CNMV no han sido respetadas ni aplicadas por sus destinatarios.

A muchos ahorradores se les ha dado una solución satisfactoria, por las entidades financieras que tenían capacidad económica para ello. Sin embargo, hay un número significativo de inversores minoristas que continúan sin obtener alguna vía para recuperar su capital. Las soluciones que se están dando no son universales, y de las quejas se deduce que, aunque se les ha escuchado, no encuentran un interlocutor válido para el planteamiento de su problema. Estas personas han manifestado su temor ante un nuevo engaño y desconfían de las soluciones, ya que carecen de conocimientos para evaluar las implicaciones que conllevan. Son flexibles ante las decisiones pero desean asesoramiento y, sobre todo, esperanza para recuperar sus ahorros.

10. RECOMENDACIONES

Esta Institución valora los avances que se están produciendo en la búsqueda de salidas a los inversores minoristas. Con el ánimo de colaborar a ello se realizan a continuación una serie de recomendaciones remitidas al Ministerio de Economía y Competitividad, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de

¹⁶ Exposición de motivos del Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

España para su conocimiento y valoración. Estas propuestas se dividen en preventivas y en paliativas, y muchas de ellas suponen una reiteración de las ya efectuadas en el pasado.

10.1 MEDIDAS PREVENTIVAS

PRIMERA. Las entidades financieras deben **abstenerse de ofrecer a los clientes productos no adecuados a su perfil y a sus deseos**; en este punto es importante conocer la necesidad y la finalidad que el cliente pretende cubrir con su inversión y que este sea consciente del riesgo que asume.

SEGUNDA. La CNMV debería proponer al sector un **filtro de los órganos decisores de las entidades financieras, para la distribución de los productos complejos** y de alto riesgo por sus sucursales o su red comercial. Esta forma de comercializar, si bien es muy eficaz porque cumple los objetivos de colocar rápidamente los productos en el mercado, también es muy expuesta porque se hace a favor de una clientela habitual y confiada.

TERCERA. Reforzar la transparencia, de tal forma que el cliente comprenda no solo los riesgos sino también la información sobre los gastos, costes y comisiones cobrados o repercutidos por el intermediario.

En esta línea de transparencia sería importante que la imagen de solvencia, que proyectan las entidades, responda a la realidad, y que los datos del Banco de España sean fiel reflejo de ello, restableciendo así la confianza en el mercado financiero.

CUARTA. Período de reflexión. Comprobado que, en ocasiones, la premura en la firma de los contratos ha llevado a suscribir una inversión no deseada, se debería imponer como cautela un período mínimo de reflexión, previo a la contratación de determinados productos, que permita al inversor adoptar una decisión más y mejor informada.

QUINTA. Se ha de implantar un **proceso de validación y etiquetado de productos**, con el respaldo de la CNMV, que permita al cliente seleccionar los adecuados a sus necesidades y descartar los no idóneos. El cliente tiene que poder comparar, no solo entre los diferentes productos sino también entre los proveedores de los mismos. Con este fin, se debiera incorporar un sistema de indicadores sencillo y claro, que permita distinguir los productos por su riesgo y por su complejidad, sin tener conocimientos técnicos. El Defensor del Pueblo ya formuló una recomendación en este sentido¹⁷.

SEXTA. La CNMV debería aprobar **unos modelos de contrato marco** para las relaciones inversor-minorista con las sociedades de inversión, que distinguiera

¹⁷ Esta recomendación del Defensor del Pueblo también ha sido incluida en el manual de procedimiento del Grupo Santander para la comercialización minorista de productos de inversión.

claramente los contratos de asesoramiento de los de mediación, y señalando el tipo de productos que el cliente abarca como inversor, así como las características del servicio y la responsabilidad que asume el prestador.

SÉPTIMA. Educación financiera. En una parte de la relación, es absolutamente necesario que **el personal que comercializa los productos financieros cuente con la preparación suficiente para poder explicarlos.** Es frecuente que los empleados bancarios, obligados a la venta de estos instrumentos, desconozcan la naturaleza real de los mismos y, sobre todo, sepan trasladar a un tercero las características de los productos complejos.

La existencia de un mercado equilibrado requiere también un público con conocimientos básicos del mismo. Para ello ha de estudiarse la introducción en los programas educativos de contenidos que proporcionen un mínimo de educación financiera, similar al programa piloto creado por la CNMV y el Banco de España.

OCTAVA. Control de incentivos. La remuneración de los empleados bancarios no debe entrar en conflicto con la obligación de proteger el interés de los clientes¹⁸, de tal suerte que la venta de instrumentos emitidos por su propia entidad solo genere comisiones o, mejor, salario por la gestión responsable de los mismos.

NOVENA. Código vinculante de buenas prácticas. Elaboración de un código de conducta, vinculante para las entidades financieras y sociedades de inversión que operan en el mercado de valores, en el que se contengan claramente los derechos de los inversores minoristas, así como los compromisos de las entidades frente a ellos, ayudando a la transparencia.

DÉCIMA. Competencias para la CNMV. Aunque se valora muy positivamente la reforma introducida y se conoce la vía que están siguiendo las instituciones europeas, este trabajo quedaría incompleto si no se reclamasen mayor independencia y competencias claras y precisas para la CNMV, para adoptar medidas cautelares. Del mismo modo, es importante el otorgamiento de facultades a la CNMV para imponer acuerdos a las partes, cuando estime que la normativa no ha sido respetada, en perjuicio de los inversores minoristas, evitando que tengan que acudir a la justicia para solventar cuestiones que el supervisor ha decidido de antemano, sin perjuicio de su derecho a la utilización de la vía judicial.

¹⁸ Enmienda aprobada por el Parlamento Europeo, el 26 de octubre de 2012, por la que se añade un apartado 52 bis a la exposición de motivos de la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) (COM(2011)0656-CEE7-0382/2011-2011/0298(COD)), según la cual: «La remuneración de los empleados encargados de vender o asesorar sobre inversiones no debe, por lo tanto, depender únicamente de los objetivos de venta o de los beneficios para la empresa de un instrumento financiero específico, ya que ello crearía incentivos para facilitar información que no es justa, clara y no engañosa y para hacer recomendaciones que no redundan en el mayor interés del cliente».

10.2. MEDIDAS PALIATIVAS

Estas medidas paliativas se refieren a propuestas que colaboren a encontrar vías de solución para las personas que invirtieron en participaciones preferentes y no han podido recuperar su inversión, ni han obtenido compensación alguna. Esta Institución conoce y aplaude el acuerdo de creación de la Comisión de seguimiento de los procedimientos de arbitraje para las preferentes en entidades de crédito nacionalizadas. También se considera un acierto la elección de los miembros de dicha Comisión, al estar representados los conocedores de la materia como la CNMV, el Banco de España, el Instituto Nacional de Consumo, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, consejerías autonómicas con competencias en consumo, que han participado en los procesos de arbitraje, y el Consejo de Consumidores y Usuarios. Sin embargo, se considera que hay aspectos que pueden mejorar. En concreto, se proponen las siguientes medidas:

PRIMERA. Arbitraje universal para todas las entidades intervenidas. Con independencia del acuerdo que resulte, con el fin de dar un tratamiento igualitario a todas las personas que se encuentran en situación precaria de pérdida de ahorros, y cuyo punto de partida como adquirentes de participaciones preferentes es similar, sería deseable que se reconociese igual derecho a acceder al arbitraje a todos los ahorradores. Será el árbitro quien podrá decidir si los hechos dan lugar a recuperar lo invertido o si, por el contrario, el cliente conocía el riesgo que asumía.

SEGUNDA. Órgano encargado del arbitraje y publicidad del procedimiento. El órgano más idóneo para actuar en funciones mediadoras o arbitrales es la CNMV, aunque necesite el apoyo de medios materiales y personales, dado que es la mejor conocedora del problema y de las reclamaciones planteadas.

Subsidiariamente sería deseable que el órgano encargado de este procedimiento tuviese una visión general de la cuestión.

Es importante dar publicidad al procedimiento arbitral, para que quede claro a los afectados que se trata de una vía alternativa a la judicial. También hay que explicar ante quién se ha de presentar la solicitud de arbitraje y las indicaciones concretas sobre requisitos y forma.

TERCERA. Órgano seleccionador de los afectados con derecho a arbitraje. Ya se ha indicado que esta Institución es partidaria de incluir a todos los afectados por la comercialización de preferentes de las entidades intervenidas en el procedimiento arbitral. De no aceptarse dicha recomendación, hay que tener presente, al momento de contratar al órgano o empresa encargada de la selección, la importancia de su independencia y que no haya tenido relaciones previas con una de las partes, con objeto de que sus decisiones gocen de una aparente y efectiva imparcialidad.

CUARTA. El contenido de las resoluciones. Se trata de que las personas que invirtieron con desconocimiento del producto que adquirirían, de los riesgos que asumían, sin una manifestación clara de su voluntad en tal sentido, no pierdan sus ahorros. Para ello es posible adoptar numerosas soluciones, entre las que se encuentra, en función de las necesidades del inversor, compensaciones a largo plazo evitando la pérdida de capital y derechos.

QUINTA. Asesor independiente. Con el fin de colaborar a recuperar la confianza de los afectados y evitar procesos más largos, ya sean de mediación, arbitrales o judiciales, que a nadie benefician, sería conveniente prestar un servicio de asesoramiento, que explicase a los afectados las ofertas que actualmente se realizan por las entidades para el canje de las participaciones preferentes.

SEXTA. Para los **casos aún no resueltos**, al margen de los afectados de Bankia, las entidades financieras y los inversores se deberían comprometer a aceptar como **vinculantes las decisiones de la CNMV**, evitando la acción judicial. Estas entidades financieras deberían someterse al arbitraje voluntario, o crearse para ellas una vía de mediación eficaz para la solución de los conflictos con los ciudadanos.

11. BIBLIOGRAFÍA

- AA. VV. *Participaciones preferentes: ¿se puede recuperar el dinero invertido?* Prácticas bancarias y protección del consumidor (doctrina, jurisprudencia, soluciones y formularios). Pamplona, Aranzadi, 2012.
- DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, José M. «Las participaciones preferentes: ascenso, auge y declive». *Cuadernos de Información Económica*. Fundación Cajas de Ahorro Confederadas, noviembre/diciembre 2012, núm. 231.
- MARQUÉS SEVILLANO, José Manuel y SANCHÍS ARELLANO, Alicia. «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera». *Estabilidad Financiera*. Banco de España, 2009, núm. 17.
- MÉNDEZ TOJO, Ramón «Doctrina judicial sobre la nulidad de los contratos de adquisición de participaciones preferentes». *Diario La Ley*, Sección Dossier, 22 de noviembre de 2012, núm. 7970.
- PRATS ALBENTOSA, Lorenzo «Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de los consumidores». *Diario La Ley*, Sección Tribuna, 22 de noviembre de 2012, núm. 7970.
- RAMOS MUÑOZ, David «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku». *Diario La Ley*, Sección Tribuna, 22 de noviembre de 2012, núm. 7970.