

“PARTICIPACIONES PREFERENTES: LA NEFASTA EXPERIENCIA ESPAÑOLA”

Dr. José Francisco Bellod Redondo

Grupo de Investigación “Economía, Territorio y Medio Ambiente”, UPCT

bellodredondo@yahoo.com

jfbellod.blogspot.com

Resumen: en este artículo examinamos la experiencia de las “*participaciones preferentes*”, un producto financiero mediante el cual han sido estafadas decenas de miles de familias españolas. Se trata de un activo muy utilizado por las entidades financieras para captar recursos de pequeños ahorradores a partir del año 2000. La emisión masiva de estos activos se explica por la confluencia de varios factores: la implicación de las Cajas de Ahorros en la burbuja inmobiliaria (1999 - 2007); el colapso de los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers (2008) y la creciente exigencia de la normativa contable de las entidades financieras. Se estafó a los pequeños clientes para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas estaban cada vez menos dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.

Abstract: The paper focuses on the experience of "preference shares", a financial product by which they have been defrauded tens of thousands of Spanish families. This is a very active used by financial institutions to raise funds from small savers from 2000. The massive release of these assets is explained by the confluence of several factors: the involvement of the savings banks in the housing bubble (1999 - 2007), the collapse of international financial markets following the bankruptcy of Lehman Brothers (2008) and the growing demand for accounting standards for financial institutions. They defrauded small customers to get them the resources that wholesale investors were increasingly willing to put in the hands of banks and savings banks.

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

JEL – Classification: G24, G28.

1.- Introducción.

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

En las siguientes líneas examinamos la experiencia española.

2.- “Participaciones Preferentes”: ¿Qué son?.

Las participaciones preferentes son un tipo de activo financiero, es decir, un instrumento para captar ahorro del público (ciudadanos, empresas, fondos de inversión, etc.) y aplicarlo a la financiación de empresas. Hasta ahí nada en particular.

Cualquier activo financiero, también las participaciones preferentes, se clasifica según tres características esenciales: riesgo, rentabilidad y liquidez.

“Riesgo” es la probabilidad de perder todo o parte del dinero invertido en la adquisición del activo financiero.

“Rentabilidad” es el excedente que obtenemos por encima del dinero invertido.

“Liquidez” es la posibilidad de convertir inmediatamente en dinero (vender) el activo financiero.

El activo financiero que cualquier ahorrador querría contratar sería aquel que le ofreciera un riesgo nulo, una elevada rentabilidad y una elevada liquidez. Eso no es posible: frente a ese activo “ideal”, en el mundo real lo que podemos encontrar son activos que destacan positivamente por alguna de esas características, siendo compensados negativamente por otra. Así, hay activos que ofrecen una elevada rentabilidad (por ejemplo bonos de gobiernos del Tercer Mundo) pero con un riesgo muy elevado (un nuevo gobierno puede decidir no pagar las deudas emitidas por gobiernos anteriores). Hay activos muy líquidos o con poco riesgo en los que podemos disponer de nuestro dinero en cualquier momento (por ejemplo los depósitos bancarios, protegidos por el Fondo de Garantía de Depósitos, FGD) pero ofrecen una rentabilidad ridícula (un 0'25% anual, por ejemplo).

En definitiva, unas características se compensan con otras: cada ahorrador buscará aquel activo que se ajuste más a sus características personales. Por ello se habla de ahorradores de *perfil conservador* (aquellos que valoran sobre todo que el activo sea poco arriesgado, aunque ofrezca muy poca rentabilidad) o *ahorradores arriesgados* (que valoran sobre todo la rentabilidad aun a costa de adquirir un activo con mucho riesgo).

Aparte de eso hay otras características a tener en cuenta.

Así, hay activos *perpetuos* y activos de *duración limitada*.

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

establecido¹ el activo se amortiza y el poseedor recupera el dinero invertido en su adquisición².

Por otra parte hay activos de *renta fija* y activos de *renta variable*.

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

Poseer un activo financiero confiere dos grandes tipos de derechos al poseedor: *derechos económicos* y *derechos políticos*.

Los derechos *económicos* son los primeros que nos vienen a la mente cuando pensamos en una inversión: derecho a obtener la rentabilidad prometida, derecho a vender el activo, derecho de suscripción preferente, etc.... Los derechos *políticos* suelen ser menospreciados imprudentemente por el inversor de a pie en la creencia de que su importancia es escasa, sobre todo si el importe que hemos invertido es muy pequeño y nuestro peso en la empresa también: derecho a participar con voz y voto en los órganos de la empresa, derecho de información, etc.

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

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

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

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

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

Trataremos de desgranar cada uno de estos elementos y sus implicaciones prácticas.

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

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

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

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

| Cuadro 1 | | |
|--|----------------|---|
| Participaciones Preferentes: | | |
| Emisiones de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) | | |
| Serie | Año de emisión | Rentabilidad |
| A | 2001 | Euribor a 3 meses + 0'25% |
| B | 2002 | Euribor a 3 meses + 0'20% |
| C | 2009 | Fija: 7'35% anual (2 primeros años) Variable: Euribor a 3 meses + 5'9% |

Fuente: folletos de emisión, CNMV.

La rentabilidad es elevada comparada con otros productos tradicionales, especialmente con la emisión de la serie “C”. Obviamente esa rentabilidad diferencialmente elevada tenía una contrapartida: el riesgo y la relativa iliquidez. Lo cual es perfectamente legítimo siempre que el ahorrador fuera consciente de todas estas características⁶.

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

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

⁶ Nótese que en el caso de la CAM la rentabilidad se eleva muy significativamente en la emisión de la serie “C” del año 2009: frente a un diferencial de 0'20% - 0'25% de las emisiones anteriores, ahora ofrece 5'9% por encima del Euribor a 3 meses. Ese es un síntoma inequívoco de que la CAM ya estaba en crisis y de que, ante la imposibilidad de colocar estas participaciones, se vio obligada a ofrecer una rentabilidad exageradamente alta. ¿Se informó de ello a los clientes?.

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

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

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

Las “*participaciones preferentes*” no otorgan derecho político alguno a sus poseedores. Este tipo de derechos han sido tradicionalmente despreciados por el pequeño ahorrador, más interesado en la rentabilidad que en participar en órganos de dirección de la empresa emisora del activo. Craso error: la experiencia que estamos examinando demuestra que en casos extremos en los que los intereses económicos de los ahorradores se ven amenazados, estos derechos (a la información, a la participación con voz en la Junta de Accionistas...) pueden ser un mecanismo imprescindible de defensa que podría evitar males mayores.

Cuadro 2
Resumen Comparativo

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

Fuente: folletos de emisión, CNMV.

3.- ¿Y cuál es el problema?

A día de hoy hay una sensación común entre los poseedores de este producto financiero: la sensación de haber sido estafados. De acuerdo con el artículo 248 del Código Penal español, “*cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno*”.

Miles de clientes han descubierto en los últimos meses que son poseedores de un producto financiero carente de liquidez y que nunca pretendieron contratar⁷.

Para entender por qué un producto financiero tan complejo acabó en manos de decenas de miles de familias debemos examinar los incentivos de las entidades

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

financieras para su emisión y comercialización. Hasta ahora hemos examinado las “*participaciones preferentes*” desde la perspectiva del comprador pero, ¿qué ventaja suponía este tipo de activo financiero para las entidades emisoras en comparación con otros productos? ¿qué les llevó a emitir y comercializar masivamente este producto entre ciudadanos de baja o nula cultura financiera?

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

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

Además, los gobiernos españoles que han tenido que lidiar con la actual crisis económica, tanto el del Sr. Zapatero (PSOE, 2004 – 2011) como el del Sr. Rajoy (PP, 2011 –) , promovieron reformas financieras con la pretensión de recuperar el crédito

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

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

internacional para las entidades financieras españolas¹⁰. En opinión de estos gobiernos (probablemente instada por el Banco de España), una aplicación exigente de los Acuerdos de Basilea contribuiría a ello, al dotar de más solvencia y transparencia a dichas entidades. Y entre estos acuerdos, era de especial importancia el cumplimiento del ratio de recursos propios entre el total de recursos: el llamado “*core capital*”. Había que elevar el “*core capital*” y para ello era imprescindible aumentar la dotación de recursos propios en el pasivo de las entidades financieras.

A partir de ahí podemos interpretar qué sucedió con los ahorradores: las entidades financieras abusaron de la confianza de sus clientes habituales al venderles, sin su conocimiento o sin su consentimiento¹¹, participaciones preferentes: *se trataba de clientes confiados, ahorradores conservadores a los que se les endosó este producto cuando creían que estaban contratando un producto tradicional como los depósitos a plazo fijo*, que gozaba de la protección del Fondo de Garantía de Depósitos (FGD)¹². Se trataba de clientes de limitada cultura financiera que aspiraban a obtener una renta trimestral con la tranquilidad de poder recuperar el principal en cualquier momento. Como las “*participaciones preferentes*” liquidaban el “*dividendo*” o “*cupón*” periódicamente el ahorrador no se percataba de que el producto financiero contratado no era en realidad un depósito a plazo fijo.

La estafa se descubrió cuando, debido a la crisis económica, los ahorradores no pudieron recuperar el dinero invertido. En unos casos esto se produjo porque ante el creciente y persistente nivel de desempleo, muchos hogares tuvieron que liquidar (vender) sus activos financieros para disponer de liquidez para sus gastos habituales. En otros casos, la estafa se descubrió cuando bancos y cajas de ahorros entraron en

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

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

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

situación de pérdidas y suspendieron el pago del “cupón”¹³: el cliente descubrió repentinamente que no percibí los intereses pactados con la periodicidad habitual.

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

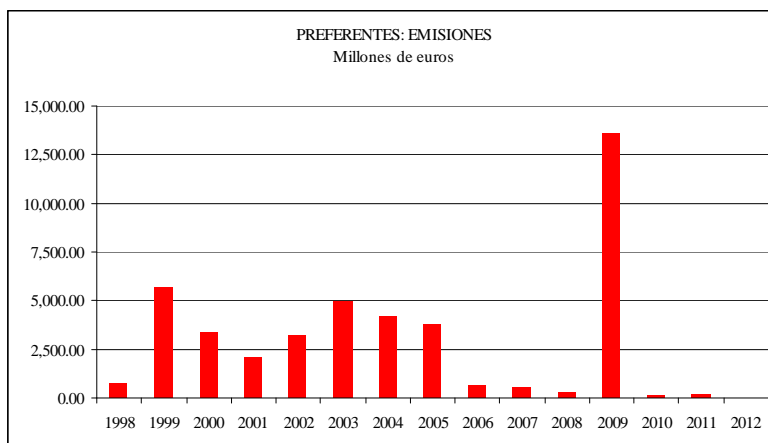
En el Cuadro 3 hemos registrado los datos más relevantes relacionados con la actividad de las “*participaciones preferentes*” admitidas a negociación en el mercado AIAF. Puede apreciarse que *el año 2009, ya en plena crisis económica, es el año que bate todos los récords en la emisión de este tipo de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

En el Gráfico 1 podemos comprobar la actividad emisora de “*participaciones preferentes*”.

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

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

Gráfico 1



Cuadro 3

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

| Año | Emisiones | Negociación | Saldo vivo |
|--------------|-----------|-------------|------------|
| 1998 | 700 | 49 | 700 |
| 1999 | 5,651 | 702 | 6,351 |
| 2000 | 3,380 | 928 | 9,731 |
| 2001 | 2,060 | 1,459 | 11,791 |
| 2002 | 3,166 | 2,222 | 14,958 |
| 2003 | 4,974 | 3,448 | 19,932 |
| 2004 | 4,174 | 4,130 | 18,705 |
| 2005 | 3,781 | 4,046 | 22,487 |
| 2006 | 629 | 4,644 | 23,116 |
| 2007 | 507 | 4,489 | 23,063 |
| 2008 | 246 | 4,014 | 23,309 |
| 2009 | 13,553 | 5,627 | 33,184 |
| 2010 | 100 | 4,250 | 30,892 |
| 2011 | 200 | 5,810 | 31,089 |
| Julio – 2012 | 0 | 15,560 | 15,071 |

Fuente: Estadísticas AIAF.

Los datos recopilados nos indican que *las participaciones preferentes siempre han tenido una liquidez muy limitada*. Para comprobarlo hemos calculado la rotación de este producto así como la del conjunto de valores negociados en el mercado AIAF. El concepto de rotación viene a indicarnos cada cuánto tiempo cambia de manos un

activo financiero¹⁵: cuanto mayor sea, mayor será la probabilidad de venderlo y obtener dinero líquido sin una pérdida de capital significativa. En el Cuadro 4 aparecen los datos necesarios para el cálculo así como los indicadores obtenidos.

Puede apreciarse dos características importantes.

En primer lugar, se aprecia que las “*participaciones preferentes*” siempre han tenido una liquidez menor que el resto de valores de renta fija negociada en el mercado AIAF: según los datos de la penúltima columna el número de días que este activo permanece en manos del invertir es muy superior al del resto de activos. Frente a los 193 días del total de mercado AIAF, las “*participaciones*” permanecen sin venderse ¡una media de 2580 días! El mercado de “*participaciones*” ha tenido una liquidez media equivalente a tan solo el 7’9% de la del conjunto de valores de renta fija privados.

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

Los datos del Gráfico 3 confirman lo dicho: la oferta de “*preferentes*” a pequeños ahorradores crecía a pesar de que su peso en la negociación total del mercado AIAF era cada vez más reducida.

Se estafó a los pequeños clientes para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas estaban cada vez menos dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.

¹⁵ La rotación se ha calculado como $\frac{365}{\left(\frac{\text{volumen negociado}}{\text{saldo vivo medio}}\right)}$, en euros; siendo

$\text{saldo vivo medio} = \frac{\text{saldo vivo medio}_{\text{diciem. año } t} + \text{saldo vivo medio}_{\text{diciem. año } t-1}}{2}$, todo ello en euros.

Cuadro 4
LIQUIDEZ Y ROTACIÓN EN EL MERCADO AIAF

| | Negociación (Millones de €) | | Saldo vivo (Millones de €) | | Rotación | | |
|-------|--------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|------------------------|---|-----------------------|
| | Total | Participaciones preferentes | Total | Participaciones preferentes | Total (días) (a) | Participaciones preferentes (días) (b) | Relativa (a/b)*100 |
| 1996 | 16,556.90 | --- | 20,686.84 | --- | 456 | --- | --- |
| 1997 | 21,385.16 | --- | 26,331.40 | --- | 449 | --- | --- |
| 1998 | 43,119.81 | 48.95 | 32,429.12 | 700.00 | 275 | 5219 | 5.3% |
| 1999 | 86,268.28 | 702.49 | 69,368.58 | 6,351.35 | 293 | 3300 | 8.9% |
| 2000 | 99,823.52 | 928.00 | 78,299.91 | 9,731.35 | 286 | 3827 | 7.5% |
| 2001 | 140,809.96 | 1,458.99 | 99,405.57 | 11,791.35 | 258 | 2949 | 8.7% |
| 2002 | 264,967.42 | 2,222.08 | 126,942.51 | 14,957.84 | 175 | 2456 | 7.1% |
| 2003 | 380,189.61 | 3,447.72 | 197,742.69 | 19,932.19 | 190 | 2110 | 9.0% |
| 2004 | 566,578.63 | 4,130.22 | 308,024.78 | 18,705.14 | 198 | 1653 | 12.0% |
| 2005 | 872,284.94 | 4,045.87 | 442,417.48 | 22,486.63 | 185 | 2028 | 9.1% |
| 2006 | 900,201.36 | 4,643.70 | 588,942.27 | 23,115.63 | 239 | 1816 | 13.1% |
| 2007 | 1,108,234.16 | 4,488.59 | 758,559.76 | 23,062.63 | 250 | 1875 | 13.3% |
| 2008 | 2,400,667.47 | 4,013.84 | 819,604.68 | 23,308.63 | 125 | 2119 | 5.9% |
| 2009 | 3,691,802.57 | 5,627.07 | 870,979.98 | 33,183.84 | 86 | 2152 | 4.0% |
| 2010 | 3,658,056.94 | 4,250.44 | 849,979.94 | 30,891.76 | 85 | 2652 | 3.2% |
| 2011 | 5,444,735.09 | 5,810.27 | 882,398.31 | 31,088.60 | 59 | 1952 | 3.0% |
| Media | | | | | 193 | 2580 | 7.9% |

Fuente: estadísticas de AIAF y elaboración propia.

Gráfico 2

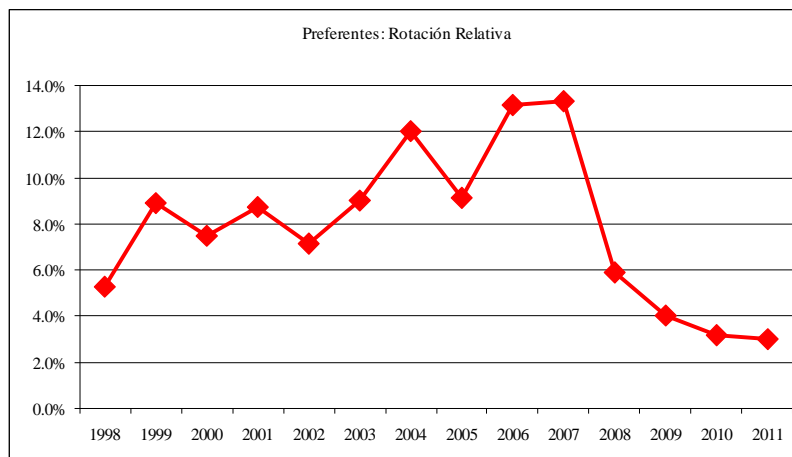
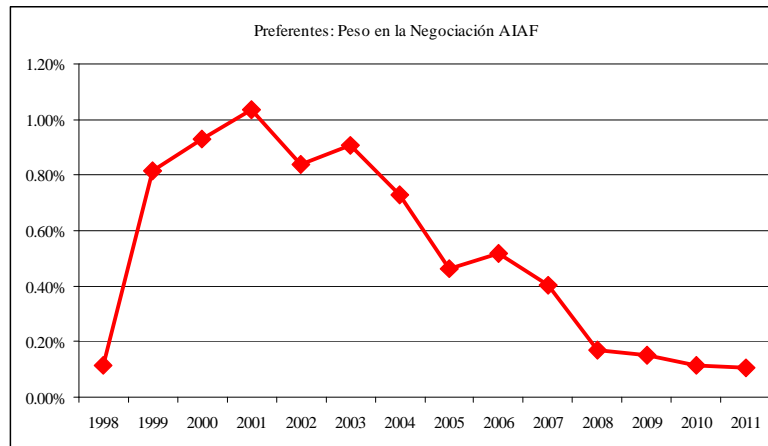


Gráfico 3



Teóricamente esto no debiera haber ocurrido ya que el diseño institucional de los mercados financieros dispone de unos mecanismos preventivos para evitar irregularidades y abusos. En 2007, justo antes de la emisión masiva de participaciones preferentes (2009) entró en vigor la Directiva MIFID (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros)¹⁶. El MIFID obliga a las entidades financieras a proteger los intereses de sus clientes y a tal efecto establece la obligación de clasificarlos según su grado de cultura financiera y realizar un test¹⁷ en el que se mide aquella. También establece el tipo y crecencia de la información que se ha de facilitar al cliente. De esa forma se pretende evitar situaciones como la que se han producido: que la reducida cultura financiera del cliente permita a la entidad abusar de él colocándole un producto no adecuado al mismo.

Obviamente la experiencia está demostrando que la Directiva MIFID ha fallado estrepitosamente¹⁸.

¹⁶ Las siglas corresponden al inglés Markets in Financial Instruments Directive [2004/39/EC](#).

¹⁷ Puede ser un “*test de conveniencia*”, si el producto financiero es contratado a iniciativa de la entidad financiera, o un “*test de idoneidad*” si el contrato se produce a iniciativa del cliente.

¹⁸ En la mayoría de los casos estos test son cumplimentados por la propia entidad financiera, no por el cliente. También es muy posible que los propios empleados de las entidades financieras desconocieran qué era exactamente una “*participación preferente*” y se limitasen a cumplir los objetivos de comercialización impuestas por su entidad. Estoy convencido de que buena parte de esos empleados carecen de conocimientos para explicar a un cliente qué es una “*participación preferente*” y por tanto no podían cumplir con las exigencias de la Directiva MIFID.

4.- Conclusiones.

En este artículo examinamos la experiencia de las “*participaciones preferentes*”, un producto financiero mediante el cual han sido estafadas decenas de miles de familias españolas. Se trata de un activo muy utilizado por las entidades financieras para captar recursos de pequeños ahorradores a partir del año 2000, fenómeno que se acentúa en 2009 en plena crisis económica. La emisión masiva de estos activos se explica por la confluencia de varios factores: la irracional implicación de las Cajas de Ahorros en la burbuja inmobiliaria (1999 - 2007); el colapso de los mercados financieros internacionales tras la quiebra de Lehman Brothers (2008) y la creciente exigencia de la normativa contable de las entidades financieras.

Se trata de un tipo de activos muy complejo: tanto que probablemente ni los encargados de su comercialización estaban en condiciones de aplicar las normas de protección legales (Directiva MIFID) y explican el alcance de la inversión a los clientes. En muchos casos simple y llanamente se engañó a los clientes simulando que se trataba de otro tipo de producto más conservador: los depósitos a plazo fijo.

Se estafó a los pequeños clientes para obtener de ellos los recursos que los inversores mayoristas estaban cada vez menos dispuestos a poner en manos de bancos y cajas.

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