

Las acciones de participación preferente en España. ¿Un caso de depredación financiera?

Preferred shares in Spain: a case of financial predation?

Olivier Mesly**, **María del Carmen de la Orden de la Cruz****
y Juan Francisco Núñez Grapain***

Códigos JEL: G02, G21, G23

Recibido: 16/01/2015 Revisado: 16/04/2015 Aceptado: 26/01/2016

Resumen

A raíz de la crisis financiera española de 2009, la venta de productos financieros ha sido cuestionada. Esta práctica sufrió desviaciones en el caso de las acciones de participación preferente. Con base en el modelo de depredación financiera CMFP, se emplea el método Delphi para analizar la comercialización del antedicho producto financiero. Los resultados sugieren que la venta de acciones de participación preferente no constituye un caso de depredación financiera, pero confirman que hubo una praxis disfuncional y un encadenamiento de circunstancias adversas. Se identifican medidas preventivas a los riesgos de depredación financiera como el rol de las autoridades españolas reforzando la normativa sobre comercialización de productos financieros, y la bonificación de la información financiera a los inversionistas.

Palabras clave: Acciones de participación preferente, comercialización de productos financieros híbridos, depredación financiera, método Delphi.

Abstract

Following on the 2009 financial crisis in Spain, the way financial products are traditionally sold has been questioned, especially considering cases of fraud or deceit. Using the consolidated model of financial predation CMFP and the Delphi method, we analyze the commercialization of preferred shares in Spain during 2009. Results suggest no evident cases of financial predation according to CMFP model, but confirm the presence of dysfunctional practice and a sequence of adverse circumstances. We identify precautionary measures to the risks of financial predation such as the role of Spanish authorities in strengthening marketing rules of financial products and improving financial literacy on investors.

Key words: Preferred shares, marketing of hybrid financial products, financial predation, Delphi method.

* Université du Québec en Outaouais. Department of Administrative Sciences, 2nd floor. 101 Saint Jean Bosco Street - Gatineau (Quebec), Canadá J8X 3X7. Correo electrónico: olivier.mesly@uqo.ca.

** Universidad Rey Juan Carlos - Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales. Despacho 287, Edificio Departamental-Campus Vicálvaro Paseo Artilleros s/n. 28032 Madrid, España. Correo electrónico: carmen.delaorden@urjc.es.

*** Université de Sherbrooke - Faculté d'administration. Local K1-4330 - 2500 Boul. de l'Université. Sherbrooke (Québec) Canadá J1K 2R1. Correo electrónico: francisco.grapain@usherbrooke.ca.

1. Introducción

El entorno de crisis vivido en los últimos años ha condicionado el comportamiento de todos los agentes económicos, actuando bajo situaciones de presión muy exigentes, lo que ha llevado a prácticas, en algunos casos, poco ortodoxas bajo el paraguas de una normativa que no era lo suficientemente exigente. Un ejemplo de esta situación ha sido la forma de comercializar participaciones preferentes en España, principalmente durante 2009, y sus consecuencias años más tarde. Estos activos financieros son complejos y de riesgo elevado (CNMV, 2012b) porque mezclan características de activos de renta fija y variable, los cuales de forma individual presentan unas propiedades de rentabilidad y riesgo más sencillos que al combinarse. En 2012, adquirieron un protagonismo inusual, no sólo por sus cuantiosas pérdidas para sus inversores como sucedió con otros activos financieros, sino por haber afectado a una multiplicidad de inversores minoristas.

Las características de este caso presentaban indicios de lo que se ha venido a denominar “depredación financiera”, un concepto inspirado de la zoología que ha sido extrapolado a las finanzas en el estudio de la relación entre comprador y vendedor de productos financieros y fue ejemplificado en los estudios de Mesly (2012, 2013, 2014) y Mesly & Lévy-Mangin (2013). El presente trabajo se enmarca dentro de esa corriente de investigación y tiene por objetivo analizar de forma exploratoria los elementos que determinan la depredación financiera, y verificar los resultados aplicando un enfoque de carácter cualitativo con consulta a un panel de expertos.

El presente texto se articula de la siguiente manera: Primero se presenta el modelo de depredación financiera (*Consolidated Model of Financial Predation*, CMFP en adelante). Enseguida, se exponen las características y evolución de la comercialización de las participaciones preferentes españolas. Luego, se analiza la venta de estos activos bajo la perspectiva del modelo señalado. También, se destacan las características del método de investigación Delphi y su aplicabilidad en el análisis de los datos recabados. Por último, se presentan las conclusiones del estudio.

2. Referentes teóricos y contextuales

2.1. La teoría: el modelo de depredación financiera (CMFP)

La depredación es un fenómeno ampliamente documentado en zoología en relación al comportamiento de diversas especies, donde las motivaciones de actuación depredadora obedecen a los instintos de subsistencia del depredador. La depredación, como elemento constitutivo del proceso de selección natural, forma parte del repertorio biológico de las reacciones animales. Llevado al ámbito del comportamiento humano, se considera como depredación aquella acción y efecto derivado del abuso de autoridad o de confianza (RAE, 2012). Esta forma de actuación se evidencia en múltiples ámbitos sociales y económicos, el sector financiero no es la excepción.

El concepto de comportamiento de depredación en economía fue planteado a comienzos del siglo XX con los trabajos del economista y sociólogo americano T. Veblen (1900, 1906, 1909, 1921). En el ámbito de una negociación y en concreto, en una relación comercial, la percepción de que un vendedor pueda actuar como un depredador lleva al comprador a tomar una postura más defensiva (Kavaliers y Choleris, 2001). De este modo, la desconfianza es útil, ya que permite disuadir tendencias depredadoras rectificando el funcionamiento de la relación. Cuando hay un equilibrio de fuerzas en una negociación, ambos disuaden los efectos negativos; pero esto no es usual. Generalmente, existen asimetrías y desequilibrio entre las partes. En la relación entre vendedor y comprador, generalmente aparecen conductas de este tipo por parte de quien tiene la superioridad en poder y en información. Cuando existe una oportunidad en un proceso de negociación, se desarrolla esa actitud. Una investigación reciente (Mesly, 2013a) sugiere tendencias hacia la depredación en el ámbito de una negociación financiera y señala, como una de las implicaciones del estudio, que los poseedores de grandes fortunas deberán vigilar a sus asesores financieros. La percepción de ese modo de actuar en el sector financiero ha ido en aumento en los últimos años, donde las prácticas de algunos profesionales se han percibido como abusivas, tal y como se ha evidenciado con los casos de fraude expuestos a la luz pública.

Se define la depredación financiera como la capacidad que un agente o asesor financiero profesional tiene sobre un inversionista no capacitado para obtener un beneficio propio a costa de una pérdida del segundo, de manera sorpresiva, y en un contexto de asimetría de información. Esta definición se acuña con base a observaciones sobre la percepción que tiene el cliente (en este caso, el inversor) con respecto a cómo actuará el vendedor (su agente o asesor financiero), desconociendo que éste último puede actuar en beneficio propio al abusar de su confianza, pudiendo causar una pérdida al comprador tomándolo por sorpresa. Además, la percepción del cliente de que su asesor financiero es un buen conocedor de los temas tratados, le hace bajar la guardia y confiar en él.

Asociada al fenómeno de depredación financiera está la noción de depredación percibida. Ésta se produce cuando el inversor detecta que el producto financiero en el que invierte resulta fallido. La depredación percibida difiere del oportunismo económico, en el sentido que implica una rutina de depredación al estar basada en la confianza, y no en una relación contractual.

El fenómeno de depredación financiera se presenta cuando se encaenan los cinco elementos constitutivos del modelo, a saber: (1) la presencia de un depredador (un asesor o una entidad financiera), (2) una víctima (los inversores no cualificados), (3) una herramienta (un producto financiero, generalmente con características complejas y poco transparentes), (4) una pérdida (una parte o el total del capital invertido), y (5) un efecto sorpresa.

El acto de depredación financiera se desarrolla en fases consecutivas donde el depredador actúa como ejecutor. Primera, el depredador identifica las debilidades de las presas. Segunda, el depredador establece una relación de confianza basada en la cooperación y el beneficio mutuo de la operación a realizar. Tercera, el depredador insiste en que la víctima tome una decisión bajo presión, disponiendo de información asimétrica lo que le posiciona en situación ventajosa. Cuarta, consigue un compromiso firme de la víctima mediante contrato. Quinta y última fase, el depredador obtiene el beneficio tomando a la víctima por sorpresa.

La noción de depredación percibida influye de forma negativa sobre el concepto de confianza, siendo un acto donde un individuo se aprovecha de la vulnerabilidad de otro. La confianza es un factor atenuante de la vulnerabilidad ya que genera la expectativa de que ambas partes actuarán de manera favorable y cooperativa (Bell, Oppenheimer y Bastien, 2002; Riedl y Javor, 2012). Por lo tanto, existe una relación negativa y directa entre la depredación percibida y la confianza. En toda relación vendedor-comprador, si el último percibe una actitud potencialmente de depredación por parte del primero, entonces el comprador adoptará automáticamente una actitud defensiva o de desconfianza (Kavaliers y Choleris, 2001). En tal sentido, la disminución de la confianza (aumento de la desconfianza) puede resultar de utilidad para la víctima de cara a un acto de depredación.

La confianza también se verá afectada por el estrés. Diversas investigaciones en animales han demostrado que el estrés generado por la presencia de depredadores tiende a reducir la capacidad comportamental. Así, la noción de depredación percibida ejercerá un efecto indirecto sobre la cooperación (Rosebloom *et al.*, 2007). Por su parte, el concepto de equilibrio relacional consiste a todos los esfuerzos cognitivos encauzados a determinar si una relación es justa, en el sentido de que el beneficio mutuo “ganar-ganar” prevalezca. Una cooperación eficaz buscará tener como resultado una relación adecuada entre las partes. Sin embargo, una escasa cooperación creará tensiones derivando en un conflicto abierto o en ruptura.

Tal y como lo establece el enfoque neurobiológico, la atmosfera se constituye como un acto de equilibrio entre el estado actual del organismo y el medio ambiente (Riedl y Javor, 2012). Por lo tanto, la existencia de una atmosfera relacional adecuada tendrá efectos sobre la confianza en particular, y sobre el fenómeno de depredación financiera en general. El depredador profesional tiene generalmente la habilidad de crear artificialmente una atmosfera “adecuada” en la percepción de la víctima. Logra esto por medio de discursos, presentaciones, objetos, ostentaciones, informaciones, adecuaciones al entorno relativas al confort, y a otros elementos visuales y auditivos.

2.2. El contexto: participaciones preferentes en España

Las participaciones preferentes son instrumentos de deuda que poseen características de activos de renta fija y variable y, por ello, están catalogadas como instrumentos híbridos financieros de capital (Villacorta, 2011). Como deuda, tienen un cupón fijo no acumulativo cuyo pago está condicionado a la obtención de beneficios distribuibles por parte del emisor. Así, la rentabilidad resulta variable y, si no se percibe en un período, el titular pierde el derecho a recibirla. La característica de capital se debe a que no tienen vencimiento prefijado, aunque el emisor tiene la opción de amortización a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor. Sin embargo, a diferencia de las acciones, no otorgan derechos políticos (de voto), ni de suscripción preferente y tienen un bajo derecho de prelación por detrás de los acreedores comunes y subordinados e inmediatamente antes que las acciones ordinarias. Así, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en una de sus fichas del inversor recoge de forma expresa la calificación de “instrumento complejo y de riesgo elevado” (CNMV, 2012b).

En España, este instrumento financiero se reguló por primera vez en 2003 a pesar de haberse comercializado desde finales de la década de los 90. Este tipo de emisiones tenía un doble atractivo para las entidades financieras por su compatibilidad como recursos propios y por ser deducibles los intereses pagados en el impuesto de sociedades (Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, 2013a).

Al origen, las participaciones preferentes fueron colocadas entre inversores profesionales, pero posteriormente se amplió a los particulares y, desde entonces, fueron surgiendo problemas por diversos motivos. Inicialmente, por su falta de liquidez y posteriormente por defectos de forma en la distribución entre la clientela minorista, por la deficiencia en la calificación asignada que no reflejaba adecuadamente su complejidad o riesgo inherente, y por ciertas anomalías en los procedimientos de venta, información y otros, tal y como se recoge en los informes anuales sobre mercados de valores y actuación de la CNMV de los años 2005, 2006 y 2007.

Así, la CNMV procedió a realizar diversas comunicaciones al sector a modo de recomendaciones para generar buenas prácticas en la comercialización (CNMV, 2009a y 2009b), publicó una guía para la verificación de emisiones de renta fija (CNMV, 2009c), e inicialmente la evaluación sobre su cumplimiento fue favorable en su informe anual sobre mercado de valores y actuación de 2009. Pero en 2010 volvió advertir de malas prácticas y en 2011, hubo expedientes sancionadores. La CNMV dio otro paso publicando un código de buenas prácticas para la provisión de liquidez de estos activos. Sin embargo, en 2011, según su informe anual, se produjo el impago de cupones de algunas emisiones debido a los problemas financieros de varias entidades y los problemas de liquidez se agudizaron.

Finalmente, la regulación estricta con medidas de protección al inversor minorista y un supervisor con más poder (BOE - ley 9/2012, de 14 de noviembre) llegó de la mano de la legislación aprobada en la reforma financiera de 2012 (BOE - RD-ley 2/2012, de 3 de febrero; BOE - RD-ley 18/2012, de 11 de mayo; y RD-ley 24/2012, de 31 de agosto). La circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV recogió las obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros. Además, se aprobó el Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, por el que se estableció una normativa específica para la protección de ciertos productos de ahorro e inversión, entre ellos las participaciones preferentes, creándose incluso una comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (en adelante, comisión de seguimiento), teniendo como uno de sus objetivos la determinación de los criterios para que las entidades nacionalizadas pudieran ofrecer de forma generalizada el arbitraje y compensar las pérdidas en caso de laudo estimatorio.

3. Metodología

La interrelación entre el modelo de depredación financiera y las evidencias de comercialización de participaciones preferentes españolas en 2009 fue verificada mediante el método Delphi. Este procedimiento

se basa en la recopilación de opiniones de expertos sobre un tema de estudio en particular. El método Delphi se ha utilizado en diversas disciplinas de estudio para validar modelos, verificar cuestionarios, ajustar herramientas de colecta o corroborar teorías (Dalkey y Helmer, 1963; Delbecq, van de Ven y Gustafson, 1975; Skulmoski, Hartman y Krahn, 2007). A través de una serie de envíos y retornos de comunicaciones (análisis, cuestionarios, memorandos, telefonemas, entre otros), el método permite la definición de un consenso evaluando la importancia y la convergencia de opiniones de interlocutores pertinentes; académicos, interesados, o afectados por el tema de estudio, pero diseminados geográficamente.

Tres objetivos justifican esta elección metodológica: (1) verificar los resultados del análisis realizado con el modelo CMFP a través de la valoración de expertos que deseaban preservar el anonimato. (2) Determinar si la realización de una investigación empírica estaría justificada según su opinión. (3) La naturaleza de los datos recopilados que en su mayor parte fueron cualitativos.

El método Delphi tiene orígenes militares. Fue desarrollado en los años cincuenta para recopilar y organizar opiniones de expertos sobre temas de seguridad nacional de forma anónima e iterativa (Dalkey y Helmer, 1963). La mayoría de los manuales de metodología de investigación en ciencias sociales, dedican poco espacio a este método, si es que se aborda. La literatura consultada no ofrece un procedimiento consensuado para aplicar el método Delphi. Sin embargo, se encontraron una serie de lineamientos provenientes de diversos autores que fueron integrados sistemáticamente en un protocolo de investigación *ad hoc* a los tres objetivos anteriormente expuestos. Los grandes rasgos y momentos de este procedimiento se presentan en los siguientes párrafos.

En un primer acto, se identificaron las características esenciales del método Delphi señaladas por Rowe y Wright (1999), a saber: (1) la preservación del anonimato de los participantes, (2) el encadenamiento de un proceso iterativo de validación de opiniones, (3) el envío de retornos controlados informando a los participantes sobre las opiniones de otros, (4) el carácter subjetivo de los datos mayoritariamente cualitativos, pero con la posibilidad de combinación cuantitativa. (5) Por interés

de los investigadores, se incorporo la característica relativa a la flexibilidad del método, que permite la utilización y alternancia de diversos instrumentos de colecta.

Acto segundo, análisis previo descrito en la sección 4.1 “Análisis de los investigadores sobre la comercialización de las participaciones preferentes en España bajo la óptica del modelo de depredación financiera”. Se contrastaron los elementos del CMFP con informaciones recopiladas de medios de comunicación especializados en finanzas, sentencias judiciales y laudos arbitrales relacionados con instrumentos de participación preferente en un periodo de 2009 a 2013. Este análisis fue resumido para la lectura de los expertos.

Acto tercero, elaboración de una guía de entrevista uniformizada que incluyó planteamientos y proposiciones relacionadas con el modelo teórico descrito en la sección 2.1, y con el contexto del estudio presentado en la sección 2.2. Esta guía de entrevista, instrumento primario de colecta de datos, fue concebida con elementos teóricos y prácticos provenientes de los trabajos de Mesly (2012, 2013, 2014) y de Mesly con Lévy-Mangin (2013). Contribuyeron también a su elaboración, informaciones recopiladas en publicaciones normativas y profesionales relativas a la crisis financiera española de 2009.

La elaboración de la guía de entrevista constituyó un reto metodológico *sui generis*. Ello implicó incorporar en un corto documento los elementos del modelo de depredación financiera CMFP (fases, factores, y resultados previsibles), en un lenguaje simple (en forma de proposiciones) que resultaran de fácil comprensión para los expertos, y que se pudieran explicar con cierta facilidad vía telefónica. A esta dificultad se añadió la incorporación de casos citados en los medios de comunicación, y de ejemplos conocidos en círculos profesionales relativos a eventos desafortunados de inversiones en productos financieros de participación preferente. Se limitó el número de proposiciones a 15 planteamientos resumidos en frases cortas que, de manera sistemática, relacionaban las características de la depredación financiera al desencadenamiento de circunstancias adversas.

En un cuarto tiempo, la selección arbitraria de los expertos que fueron identificados sobre una base de cuatro criterios: (1) tener los co-

nocimientos y competencias necesarias para pronunciarse sobre las especificidades del tema de estudio, (2) estar accesibles para participar dedicando tiempo a la lectura de los materiales, las entrevistas telefónicas, y las fases de retornos iterativos, (3) desear mantener el anonimato debido a los cargos profesionales que ostentan, y (4) contar con experiencias y familiaridad con el contexto del estudio. El panel de expertos estuvo constituido por cinco ejecutivos de instituciones financieras españolas.

Un quinto momento del estudio fue consagrado a la colecta de datos en tres fases consecutivas realizadas en junio de 2014. La primera comenzó con el envío del análisis y de la guía de entrevista a los participantes por correo electrónico. Continúo esta fase con entrevistas telefónicas para explicar la noción de depredación financiera, un tema conocido “intuitivamente” por ellos, pero ignorado como constructo de investigación pudiéndose articular dentro de un modelo con dimensiones y componentes propios. Durante cada entrevista telefónica de aproximadamente una hora, se abordaron los planteamientos del análisis y las proposiciones de la guía de entrevista. Respetando el principio ético de consentimiento libre e informado, se solicitó a los expertos grabar cada entrevista en archivos de audio. Al final de cada interacción, los archivos de audio fueron analizados por los investigadores con el fin de decodificar las respuestas a un formato de tratamiento estandarizado.

En una segunda fase de corroboración, se envió a los expertos un reporte resumido de sus propias respuestas a cada ítem y de las respuestas de todos los demás participantes sobre el mismo tema. Lo anterior, a efecto de dar oportunidad a los expertos a rectificar sus opiniones sobre cada uno de los rubros abordados. Este reporte estuvo acompañado de una planilla de formulario-respuesta, en la que se solicitó a los expertos vaciar sus adecuaciones y emitir comentarios adicionales.

En una última fase de validación, discusiones individuales con cada uno de los participantes, salvo con uno de ellos que se vio en la imposibilidad y que respondió por correo electrónico. Las discusiones tuvieron una duración de aproximadamente dos horas y permitieron evaluar el nivel de importancia (alta o baja) y de convergencia (fuerte o débil) de cada una de las opiniones.

4. Resultados

4.1. Análisis de los investigadores sobre la comercialización de las participaciones preferentes en España bajo la óptica del modelo de depredación financiera

Se procede a analizar si el caso de las participaciones preferentes reúne los elementos que define el modelo CMFP. Cabe precisar que se ha tomado 2009 como período de análisis porque su venta a clientes minoristas de los bancos se intensificó notablemente (Comisión de seguimiento, 2013a). Constituyó una vía rápida y eficaz dada la problemática coyuntura financiera (Marqués y Sanchís, 2009) por la presión que sufrieron las entidades financieras tras la aprobación del Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, disposición ahora derogada que exigía el reforzamiento de su solvencia.

Según el modelo de depredación financiera, los posibles ejemplos de vulnerabilidad en las participaciones preferentes se centrarían en sus propias características lo que hace que su valoración sea muy compleja al ser un producto mixto (de renta fija y variable) y las constantes reclamaciones de los clientes a la CNMV. El posible ejemplo de pérdida se evidenciaría en su rentabilidad variable al estar en función de los beneficios, llegando a ser nula en caso de pérdidas de la entidad. Un posible ejemplo de poder sería el bajo derecho de prelación, situándose en penúltima posición, sólo antes de los accionistas. Y como posible ejemplo de depredación se podría señalar la venta indiscriminada sin tener en cuenta la complejidad del activo.

En relación a la variable “existencia de un depredador”, se considera la propia entidad financiera como tal. En concreto, la cúpula directiva es la que decide la comercialización de estos productos financieros a los clientes de su banca minorista, entre los cuales, hay inversores no cualificados. La red comercial es el instrumento de ejecución de esta decisión. En este sentido, cabe precisar la diferencia entre la venta distribuida (comercialización) y la venta asesorada (asesoramiento) de productos financieros (CNMV, 2010). La comercialización no es considerada servicio de inversión por la legislación española (artículo 63.4 de la Ley del Mercado de Valores) por lo que el agente de una sucursal sólo vende los productos

en campaña. Sin embargo, se ve obligado a conseguir los objetivos de colocación de los productos que establece la dirección, pues parte de su retribución salarial depende de su cumplimiento (Comisión de seguimiento, 2013b). Este factor contribuye a una forma de venta que podría llevar, en algunos casos, a ser de depredación por parte del agente.

La “existencia de víctimas” se corrobora con algunas de las primeras sentencias judiciales que fallaron nulidad del contrato debido a un error contractual o incumplimiento de la normativa sectorial del mercado de valores referente a clientes minoristas por vicio del consentimiento (Código Civil, artículo 1.265)¹ Y también los laudos arbitrales fallados a favor de los clientes (Europa Press, 2013). La comisión de seguimiento (2013a) señalaba como motivos de las reclamaciones de los clientes haber recibido información verbal contradictoria con la documentación contractual y haber creído ser asesorados, y recogió en su primer informe las resoluciones judiciales y laudos arbitrales que fueron favorables a los clientes (Comisión de seguimiento, 2013b). La CNMV ya venía señalando en sus informes anuales esta circunstancia. En el informe de 2011, se recogen en concreto las reclamaciones donde se apunta una contratación incorrecta o incompleta. Así, en 2013 se iniciaron expedientes sancionadores que afectaron a 9 grupos financieros con 22 incumplimientos de la normativa vigente (Comisión de seguimiento, 2013a). En los casos más extremos, se habló de víctimas pues se vendieron estos productos a personas analfabetas (Estévez, 2012), menores y discapacitados (Fernández, 2012).

En relación a la “herramienta”, las participaciones preferentes fueron el vehículo. Por lo que respecta al factor “existencia de una pérdida de una parte o el total del capital invertido”, ésta se produjo, aunque finalmente no para todos los inversores. La pérdida quedó reconocida en la nueva normativa aprobada (Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito), en la que se establecía que las acciones de gestión de estos productos financieros se resolverían a precio de mercado a través del canje, recompra, reducción del valor nominal o amortización anticipada a un valor distinto al nominal.

Así, la aplicación de esta norma supuso una quita en las participaciones preferentes al contemplar una corresponsabilidad y asunción de riesgos por parte de los acreedores, asumiendo los costes de su reestructuración o resolución. En el caso de los bancos nacionalizados, la quita fue negociada con la Unión Europea (UE) por la ayuda financiera para el sector bancario español. El Banco de España estimó un valor recuperable entre el 30 % y el 70 % para los tenedores de participaciones preferentes. En este sentido, la Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros (ADICAE) estimó inicialmente un coste para los inversores en torno a 3.000 millones de euros (Europa Press, 2012).

En el mercado secundario, la evolución de la cotización de las participaciones preferentes ya venía reflejando esta situación, siendo muy negativa desde 2010 (Comisión de seguimiento, 2013a). El mercado de renta fija privada español, calificaba la caída de precios de las participaciones preferentes de “hundimiento” (BME Renta Fija, 2011, p. 5). En 2013, algunas de las cotizaciones de participaciones preferentes de entidades financieras en el mercado de renta fija español se sitúan en torno al 50 % (BME Renta Fija, 2013). En todo caso, algunos inversores recuperaron todo o parte del capital. El primer informe trimestral de la Comisión de seguimiento, (2013b) recogió en detalle los casos de reclamaciones judiciales y extrajudiciales (a través de arbitrajes), tanto favorables a los clientes como a los bancos.

Y por último, el “efecto sorpresa” se produjo en una parte de los inversores por el desconocimiento de los riesgos que estaban asumiendo al contratar este tipo de productos, tal y como se señaló anteriormente con algunas de las sentencias judiciales emitidas relativas al vicio de consentimiento y los laudos arbitrales.

Por lo tanto, se puede confirmar que en el caso de las participaciones preferentes se verifica una parte de los elementos del modelo CMFP, aunque no se ajustan exactamente.

Los hechos cuestionan el supuesto del modelo sobre la existencia de una estrategia premeditada basada en la detección de vulnerabilidades de las víctimas. En primer lugar, las entidades se vieron muy presionadas a utilizar este mecanismo de financiación, no adecuado, para satisfacer las mayores exigencias de solvencia que establecía la nueva nor-

mativa (BOE RD-ley 9/2009), dada las fuertes dificultades de financiación a través de las vías tradicionales y adecuadas y, en el caso de las cajas de ahorro, imposibilidad de aumento de recursos propios vía emisión de acciones.

En segundo lugar, en el momento de la venta de estos productos, la probabilidad de pérdida de los mismos se presumía reducida. La experiencia pasada así lo avalaba. Las participaciones preferentes habían funcionado como un activo de renta fija, pagándose los cupones de forma periódica y, generalmente, la entidad había recomprado los activos a su titular cuando éste lo solicitaba, sin esperar a la amortización y por el precio inicial de venta, que apenas variaba (CNMV, 2012a). Si bien, esta situación cambió a partir de 2008, momento en el que se interrumpieron las amortizaciones (Comisión de seguimiento, 2103a). Así, la pérdida de valor de estos instrumentos se produjo bajo un contexto de estrés financiero prolongado, una circunstancia que no se había evidenciado desde la aparición del producto financiero bajo análisis.

En tercer lugar, los inversores tuvieron que firmar el test de idoneidad y conveniencia (“test MiFID²”) para poder suscribir las participaciones preferentes, obligatorio tras la aprobación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (Espín, 2007). Esta firma implicaba conocimiento de las condiciones del producto por parte del cliente, si bien en algunos casos la confianza llevó a la firma a pesar del desconocimiento real del cliente.

En cuarto lugar, la existencia del riesgo moral en el sector financiero puede considerarse como un factor adicional atractivo para el inversor en activos emitidos por entidades de crédito y de tranquilidad para el propio emisor (Rodríguez, 2010). De este modo, la estrategia de venta se puede decir que no estuvo centrada en la detección de vulnerabilidad de los clientes sino fue derivada de la combinación de factores circunstanciales que propiciaron la toma de decisiones poco ortodoxas por parte de las entidades financieras. Por lo tanto, aunque hay indicios, la primera variable funcional no cumple exactamente los requisitos establecidos en el modelo puesto que la entidad no tiene una pretensión de engaño *a priori* hacia sus clientes.

La segunda variable es el establecimiento de una relación de confianza basada en la cooperación y beneficio mutuo. En este caso, la con-

fianza no es un objetivo a ser conseguido, sino un factor con el que la entidad financiera ya contaba pues se trataba de inversores que ya eran clientes y había una relación previa de muchos años. Esta circunstancia queda recogida de forma expresa en dos sentencias judiciales.³ Así, esta variable no se ajusta a las características definidas en el modelo.

Por lo que se refiere a la tercera variable, conseguir que la víctima tome una decisión bajo presión en una posición de clara desventaja, se evidencia la existencia de una mala praxis en algunos casos, pero hay otros factores a tener en cuenta. Además de los señalados en la primera variable funcional, hay que constatar que las entidades ofrecieron un producto muy atractivo por su alta rentabilidad que implícitamente indicaba el elevado riesgo que contenía el activo. En algunos casos, el cupón anual llegó a ser del 7 % (Caja Madrid, 2009).

La cuarta variable en la que el depredador consigue un compromiso firme de la presa mediante la firma de un contrato es el procedimiento que hay en cualquier operación financiera, por lo que en este caso, se hizo de ese modo. Si bien, en los casos que hubo vicio de consentimiento, los jueces ya han sentenciado nulidad de contrato, tal y como se ha señalado anteriormente. Y, por último, la quinta variable funcional se refiere a que el depredador obtiene un beneficio. En este caso, no hay tal para las entidades financieras. Inicialmente, consiguieron superar los problemas de financiación, pero este hecho no se puede considerar como un beneficio explícito sino un efecto positivo sobre la solvencia. Y, en el caso de las cajas de ahorro, la posibilidad de beneficio implícito que hubiera conseguido por el menor coste, vía participaciones preferentes frente a emisión de acciones, era inviable. A posteriori, las entidades realmente han tenido pérdidas tanto monetarias, las derivadas de las sentencias judiciales y los laudos arbitrales por mala praxis a favor de los clientes, como de imagen y credibilidad ya que se ha visto perjudicada enormemente por este caso.

4.2. Verificación del análisis por el panel de expertos

Los resultados de esta investigación estuvieron en línea con los obtenidos en el análisis con el modelo CMFP. Los expertos no se comprometieron a pronunciarse si hubo depredación financiera, aunque coincidieron en

que había ciertos indicios, tal como se comenta en este artículo. También la mayoría opinó que fue un encadenamiento de acontecimientos y decisiones erróneas, combinado con los prejuicios cognoscitivos y los conceptos erróneos de los agentes que vendieron los activos, la divergencia de la opinión de los inversores, la ilusión monetaria, la codicia, el exceso de optimismo o pesimismo, según las circunstancias y, por último, la falta de una normativa y supervisión apropiada. Así, los expertos consideraron que se produjo un fallo del sistema en el que todos los agentes implicados fallaron: las instituciones financieras, los inversores particulares y las autoridades financieras y gubernamentales. Si bien, pensaban que los responsables de las instituciones financieras no tenían la pretensión de generar un perjuicio económico.

En definitiva, los expertos consideraron que el análisis tenía sentido, y que la guía de entrevista les permitió una mejor comprensión del modelo CMFP. Los niveles de importancia otorgados por el panel a los argumentos fueron elevados. Los niveles de convergencia de sus opiniones de cara a las proposiciones tuvieron registros de medio a elevado. Todos los integrantes del panel estuvieron de acuerdo con los resultados presentados en el análisis. Asimismo, recomendaron realizar una investigación empírica que pudiera arrojar resultados más clarificadores con datos objetivos. De este modo, se alcanzaron los objetivos planteados de la investigación cualitativa.

5. Conclusiones

La comercialización de las participaciones preferentes, principalmente durante 2009 en España, se planteaba como un posible caso de deprecación financiera debido a los indicios que presentaban por sus características, regulación, forma de venta y por las pérdidas que han supuesto para los inversores. Para ello, se realizaron dos estudios. Uno, de carácter exploratorio, a través del análisis de este caso bajo las condiciones establecidas por el modelo CMFP que puso de manifiesto que no se trató exactamente de un caso de este tipo. Y otro a través de una investigación

cualitativa con la opinión de un panel de expertos mediante método Delphi que confirmaron el análisis realizado.

Con ambos estudios, la valoración que se puede realizar de este caso es que adolece de los factores principales del modelo por la inexistencia de una estrategia de engaño y la evidencia de una intencionalidad diferente a la depredación, ya que el resultado final para las entidades ha sido negativo, no positivo tal y como contempla el modelo. Conclusión que, en términos generales, coincide con la opinión de los expertos consultados.

De este modo, se puede afirmar que *a priori* no hubo una intención de depredación financiera por parte de las entidades financieras sino que se trató de una mala praxis y el encadenamiento de una serie de circunstancias adversas. La venta fue inadecuada al tiempo que los productos financieros eran costosos para la propia entidad financiera como vía de financiación, pero tenían que resultar lo suficientemente atractivos para los inversores. Fue más bien una estrategia de supervivencia de las entidades, especialmente en el caso de las cajas de ahorro, bajo un contexto de estrés financiero prolongado. Las circunstancias llevaron actuaciones heterodoxas y mala praxis que, bajo un escenario adverso, se tradujeron *ex-post* en un caso que presenta ciertas semejanzas a la depredación financiera. Las similitudes se concretan en la existencia de los elementos de un caso como tal, pero las diferencias se encuentran en el cumplimiento exacto de las condiciones.

El factor determinante diferenciador de este caso con respecto a uno de depredación financiera tipificado por el modelo CMFP es el resultado final, móvil sobre el que se establece toda una estrategia para poder conseguirlo. Punto en el que los expertos mostraron estar de acuerdo, ya que se presupone la profesionalidad de los responsables de las instituciones financieras, salvo que se demuestre lo contrario. Así, las entidades financieras españolas realmente no obtuvieron beneficios con la venta de estos productos financieros, sino una pérdida en términos monetarios por la devolución íntegra a buena parte de los clientes y los expedientes sancionadores de la CNMV, y también en términos morales por los costes de credibilidad y confianza por parte de sus clientes y el público en general, debido a su trascendencia en los medios de comunicación.

En todo caso, cabe precisar que este estudio presenta limitaciones. No hay un análisis empírico que avale con datos objetivos las conclusiones alcanzadas, se ha realizado sobre un único país y, además, bajo un entorno financiero muy específico de estrés y presión para las entidades financieras. De este modo, los resultados obtenidos en este análisis son motivaciones para la realización de una futura investigación cuantitativa, que llevará a conclusiones fehacientes. Similares investigaciones podrían llevarse a cabo en otros países, particularmente en los EE.UU., con los casos de las denominadas hipotecas depredadoras (*predatory mortgages*) en los años previos a las crisis *subprime* o anteriormente, con los casos de las empresas punto.com. Estos estudios permitirían realizar comparaciones ampliando la línea de investigación abierta sobre la depredación financiera a nivel internacional, proporcionando mayor información y datos a los reguladores y autoridades gubernamentales que ayuden a definir mejor las políticas de prevención de este tipo de conductas en el sector financiero.

Las consecuencias del caso analizado ponen de manifiesto la necesidad de llevar a cabo este tipo de políticas preventivas para que no vuelva a suceder. Por una parte, los gobiernos deben desarrollar una regulación más exhaustiva y transparente, y hacer que las entidades financieras y sus profesionales las cumplan, estableciendo para ello los mecanismos adecuados de supervisión. Y, por otra, el inversor minorista debe intentar tener una mayor y mejor formación financiera. Este sentido, cabe señalar que las autoridades españolas han tomado medidas en ambos casos. Desde 2012, se ha desarrollado una normativa más exigente y específica para la venta de productos financieros, expuesta anteriormente. Asimismo, el 4 de junio de 2013, la CNMV y el Banco de España renovaron el Plan de Educación Financiera, puesto ya en marcha en 2008, con actividades hasta 2017 con el objetivo de mejorar la cultura financiera de los ciudadanos (CNMV y Banco de España, 2013).

6. Notas

1. Como ejemplos, Juzgado de Primera Instancia e Instrucción número 1 de Cambados (Pontevedra), sentencia de 10 julio. AC 2012\456; Juzgado de Primera Instancia Girona (Provincia de Girona), número 3, sentencia de 31 julio 2012. AC 2012\463; y Juzgado de Primera Instancia e Instrucción número 1 de Segorbe (Castellón), sentencia de 22 octubre. JUR 2012\348207.
2. *Markets in Financial Instruments Directive*.
3. Juzgado de Primera Instancia Palma de Mallorca (Islas Baleares), número 15, sentencia número 194/2004 de 15 noviembre. AC 2012\849, tercer fundamento de derecho; y Juzgado de Primera Instancia e Instrucción número 1 de Segorbe (Castellón), sentencia de 22 octubre. JUR 2012\348207, tercer fundamento de derecho.

7. Referencias

- Bell, Geoffrey G., Oppenheimer, Robert J., y Bastien, André (2002). Trust deterioration in an international buyer-supplier relationship, *Journal of Business Ethics* 36 (1/2), 65-78. DOI: 10.1023/A:1014239812469.
- BOE (2013). Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2013/03/23/pdfs/BOE-A-2013-3199.pdf.
- BOE (2013). Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2013/06/19/pdfs/BOE-A-2013-6658.pdf.
- BOE (2012). Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2012/02/04/pdfs/BOE-A-2012-1674.pdf.
- BOE (2012). Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2012/11/15/pdfs/BOE-A-2012-14062.pdf.

- BOE (2012). Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2012/05/12/pdfs/BOE-A-2012-6280.pdf.
- BOE (2012). Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2012/08/31/pdfs/BOE-A-2012-11247.pdf.
- BOE (2009). Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. Disponible (on line): www.boe.es/boe/dias/2009/06/27/pdfs/BOE-A-2009-10575.pdf.
- Bolsas y Mercados Españoles (BME) Renta Fija (2013). *AIAF Mercado de Renta Fija Boletín Diario de Operaciones nº 5.269*, lunes 14 de enero de 2013.
- Bolsas y Mercados Españoles (BME) Renta Fija (2011). *Informe anual de BME Renta Fija de 2011*. Disponible (on line): www.aiaf.es/docs/ficheros/Informes/Anual_Esp.pdf.
- Caja Madrid (2009). *Caja Madrid Finance Preferred, Folleto Informativo de la emisión de Participaciones Preferentes Serie II*, mayo de 2009. Disponible (on line): www.aiaf.es/docs/Ficheros/FolletosEmisiones/m_es0115373021_20090521_1.pdf.
- CNMV y Banco de España (2013 junio). *Plan de Educación Financiera 2013-2017*. Disponible (on line): www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanEducacion/PlanEducacion13_17.pdf.
- CNMV (2012a). *Los procesos de canje de preferentes. Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*. Boletín trimestral, trimestre I. Disponible (on line): www.cnmv.es/portal/Publicaciones/BoletinCNMV.aspx.
- CNMV (2012b). *Participaciones Preferentes. Ficha del Inversor*. Oficina de Atención al Inversor. Disponible (on line): www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Fichas_Preferentes.pdf.
- CNMV (2010). *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*. Departamento de Supervisión ESI, CEA. 23 de diciembre.
- CNMV (2009a). *Comunicación de la CNMV a los Presidentes de AEB, CECA, UNACC y AECR, Verificación de emisiones de renta fija destinadas a minoristas*, 17 de febrero. Disponible (on line): estaticos.expansion.com/estaticas/documentos/2009/04/cnmv03042009.pdf.

- CNMV (2009b). *Comunicación de la CNMV a los Presidentes de AEB, CECA, UNACC y AEER, Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores*. 7 de mayo. Disponible (on line): rdmf.files.wordpress.com/2009/05/condiciones-de-comercializacion-cnmv1.pdf.
- CNMV (2009c). *Guía para la verificación de operaciones de renta fija*. Dirección General de Mercados. Departamento de Mercados Primarios. 23 de diciembre.
- Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (2013a). *Informe sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada*. 17 de mayo de 2013. Disponible (on line): graphics.thomsonreuters.com/13/05/cnmv_hibridos.pdf.
- Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada (2013b). *Primer informe trimestral sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada*. Septiembre 2013. Disponible (on line): www.ausbanc.es/PDF/Documentos/Documento_359.pdf.
- Dalkey, Norman C., and Helmer, Olaf (1963). An experimental application of the Delphi Method to the use of experts, *Management Science* 9 (3), pp. 458-467.
- Delbecq, André L., van de Ven, Andrew H., and Gustafson, David H. (1975). *Group techniques for program planning: a guide to nominal group and Delphi processes*. Glenview, IL: Scott Foresman.
- Estévez, José Luis (17 de junio de 2012). Caixanova colocó preferentes a analfabetos pese a su complejidad. *El País*. Disponible (on line): ccaa.elpais.com/ccaa/2012/06/07/galicia/1339097383_593845.html.
- Espín Gutiérrez, Cristobal (2007). La clasificación de los clientes-inversores en la reforma de la Ley del Mercado de Valores. *Ekonomiaz* n° 66, tercer cuatrimestre, pp. 164-193.
- Europa Press (16 de agosto de 2013). Consumo dicta 8.000 laudos sobre preferentes en dos meses de arbitraje. *Europa Press*. Disponible (on line): www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-finanzas-consumo-dicta-8000-laudos-preferentes-dos-meses-arbitraje-20130816111630.html.

- Europa Press (28 de noviembre de 2012). Adicae cifra en 3.000 millones las pérdidas de las familias “víctimas” de las preferentes. *Europa Press*. Disponible (on line): www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-finanzas-adicae-cifra-3000-millones-perdidas-familias-victimas-preferentes-20121128165523.html.
- Fernández, María. (30 de junio de 2012). Las cajas vendieron participaciones preferentes a niños y discapacitados. *El País*. Disponible (on line): ccaa.elpais.com/ccaa/2012/06/30/galicia/1341082735_237147.html.
- Kavaliers, Martin and Choleris, Elena (2001). Antipredator response and defensive behavior: ecological and ethological approaches for the neurosciences, *Neuroscience and Biobehavioral Reviews* 25 (7-8), pp. 577-586. DOI: 10.1016/S0149-7634(01)00042-2.
- Marqués Sevillano, José Manuel y Sanchís Arellano, Alicia (2009). Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera. *Revista de Estabilidad Financiera*, nº 17, noviembre, pp. 57-72.
- Mesly, Olivier. (2014). The Core of Predation: The Predatory Core—Finding the Neurobiological Center of Financial Predators and Preys. *Journal of Behavioral Finance*, 15 (3), pp. 214-225. DOI:10.1080/15427560.2014.942865.
- Mesly, Olivier. (2013a). Detecting financial predators ahead of time? A two-group longitudinal study, *Applied Financial Economics* 23 (16), pp. 1325-1336. DOI: 10.1080/09603107.2013.804161.
- Mesly, Olivier. (2013b). Twenty recommendations to reduce financial predation and blind trust in small family owned financial businesses, *Journal of Wealth Management* 16 (3), pp. 122-140.
- Mesly, Olivier. (2012). Satisfaction and financial predation – a multiple large group study revealing their mathematical link (Digest Summary), *Journal of Wealth Management* 15 (4), pp. 110-123.
- Mesly, Olivier and Lévy-Mangin, Jean-Pierre. (2013a). The narrow range of perceived predation – a 19 group study, *Anales de Psicología* 29 (2), pp. 573-582. DOI: <http://dx.doi.org/10.6018/analesps.29.2.150621>.
- Mesly, Olivier and Lévy-Mangin, Jean-Pierre. (2013b). The role of dependence as a moderating variable in the model of financial predation-a general appraisal. *Aestimatio* 7, pp. 2-35.

- RAE (2012). Diccionario de la Lengua Española, Vigésima Segunda Edición. Disponible (on line): www.rae.es/.
- Riedl, René and Javor, Andrija (2012). The biology of trust: integrating evidence from genetics, endocrinology, and functional brain imaging, *The Journal of Neuroscience, Psychology and Economics* 5 (2), pp. 63-91. DOI: 10.1037/a0026318.
- Rodríguez, José (2010). Rescate de entidades financieras y ayudas estatales. Una necesaria relectura del caso Crédit Lyonnais a la luz de la actual crisis mundial, *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, ene-mar; XXIX (117).
- Rosebloom, Patrick H., Nanda, Steven A., Bakshi, Vaishali P., Trentani, Andrea, Newman, Sarah M., y Kalin, Ned H. (2007). Predator threat induces behavioral inhibition, pituitary-adrenal activation and changes in amygdala crf-binding protein gene expression, *Psychoneuroendocrinology* 32, pp. 44-55. DOI:10.1016/j.psyneuen.2006.10.002.
- Rowe, Gene and Wright, George (1999). The Delphi technique as a forecasting tool: issues and analysis. *International Journal of Forecasting*, 15 (4), pp. 353-375. DOI:10.1016/S0169-2070(99)00018-7.
- Skulmoski, Gregory, Hartman, Francis, and Krahn, Jennifer (2007). The Delphi Method for Graduate Research, *JITE-Research* 6 (1), pp. 1-21.
- Veblen, Thorstein. (1921). *The engineers and the price system*. Reprinted by Batoche Books: Kitchener Ontario Canada. Disponible (on line): socserv2.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/veblen/Engineers.pdf.
- Veblen, Thorstein (1909). The limitations of marginal utility, *Journal of Political Economy* 17, pp. 620-636.
- Veblen, Thorstein (1906). The Socialist Economics of Karl Marx and his Followers, *Quarterly Journal of Economics* 20 (4), pp. 575-595.
- Veblen, Thorstein (1900). The Preconceptions of Economic Science, *Quarterly Journal of Economics* 4 (2), pp. 129-143.
- Villacorta, Miguel (2011). *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*. Tesis de Doctorado. Universidad Carlos III, Madrid, España.