



www.uclm.es/centro/cesco

LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES SON “PRODUCTOS COMPLEJOS”, PERO ESO NADA IMPORTA

Dr. Ángel Carrasco Perera

Dra. Karolina Lyczkowska

Centro de Estudios de Consumo

Universidad de Castilla-La Mancha

Fecha de publicación: 2 de septiembre de 2013

Participaciones preferentes en la jurisprudencia y la normativa aplicable

Se observa en las recientes sentencias una tendencia a sacar conclusiones elaboradas del mero hecho de que se haya vendido o recomendado a un inversor un producto que puede catalogarse como complejo, como por ejemplo, las participaciones preferentes, que debido al hecho de incorporar un derivado implícito no pueden pasar por un producto no complejo.

Los jueces a veces se ven tentados a constatar que la existencia de un producto complejo "obliga a un plus de obligaciones de información que competen a la entidad bancaria" y "a la contratación del test de conveniencia" (cfr. SAP Valencia de 4 diciembre 2012, AC 2013\820). No obstante, conviene evitar confusiones y recordar que lo que en realidad obliga a las entidades de servicios de inversión a realizar el test, ya sea de idoneidad o de conveniencia, no es el carácter complejo del producto, sino la existencia de (i) un servicio de asesoramiento en materia de inversión o gestión de cartera, o (ii) de servicios de inversión distintos de los mencionados en la primera categoría. Ahora bien, dentro de la categoría (ii), la LMV establece una excepción a la necesidad de realizar el test de conveniencia. Para que pueda aplicarse la mentada excepción, tiene que tratarse del servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, con o sin prestación de servicios auxiliares, y además deben cumplirse una serie de condiciones listadas en el art. 79bis.8 LMV. Si el servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes versa sobre un producto complejo, no podrá aplicarse dicha excepción en ningún caso y la entidad de servicios de inversión se verá obligada a realizar el test de conveniencia. No obstante, insistimos en que ni las obligaciones de información, ni la realización del test de idoneidad o conveniencia están vinculadas directamente al carácter complejo del producto de inversión.

La única consecuencia normativa que se deriva directamente de la complejidad del producto es la necesidad de incluir ciertas expresiones manuscritas por el cliente en el cuerpo del contrato, cuyo tenor es estandarizado y depende de si el resultado del test de conveniencia ha sido negativo, o no se ha realizado por insuficiencia de datos. Esta obligación se regula en el art. 79bis.7 LMV y en la Circular CNMV 3/2013. En el caso de que el resultado del test de conveniencia haya sido negativo, la conveniente advertencia se debe acompañar de una expresión manuscrita por el cliente: *Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí*. Si el test de conveniencia no se ha llevado a cabo debida a la insuficiencia de los datos proporcionados, la CNMV obliga a incluir otra advertencia estandarizada (cfr. Circular 3/2013), a la que se unirá la siguiente expresión manuscrita por el cliente, en el caso de que se trate de un producto complejo: *Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí*.

No obstante, obsérvese que no ha sido hasta la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto (sustituida luego por la Ley 9/2012) cuando se ha introducido en el art. 79bis.7 III LMV la necesidad de que se incluya una expresión manuscrita y por tanto, la exigencia sólo es aplicable a partir de 31 de agosto 2012. La Circular CNMV 3/2013, de 12 de junio que precisa cómo debe ser el tenor literal de la misma es incluso posterior y de hecho, no entra en vigor hasta 19 de agosto 2013.

Y se da el caso de que *todos los supuestos de reclamaciones de preferentes* enjuiciados por los tribunales son *anteriores a la entrada en vigor* de la Ley 9/2012, y bajo la legalidad temporalmente aplicable a tales supuestos resultaba de todo punto irrelevante que se tratara o no de un producto complejo. Simplemente, ni se han emitido ni se han negociado participaciones preferentes (al menos de las entidades intervenidas por el FROB) después de la fecha de entrada en vigor de esta norma, que opera ya sobre el vacío por lo que a las participaciones preferente se refiere.

“Producto complejo” y producto de riesgo

Consideramos que se emplea el término “complejo” con doble sesgo ideológico deliberado. Primero, para causar confusión y producir una imagen típica de la absoluta asimetría informativa que debió haberse producido entre un inversor que no sabe ni entiende nada y una entidad comercializadora que oculta o distorsiona la información. Segundo, para intercambiar los calificativos de “complejo” y “alto riesgo”, como si fueran equivalentes, y utilizar la confusión como argumento¹. “Complejo” es un apelativo técnico, no un concepto

¹ “Un producto de alto riesgo y de compleja y difícil comprensión” (Sentencia JPI 1 Laredo, EL DIARIO MONTAÑÉS, 07/06/2013). Según declaraciones en TV del economista Fernando ÁLVAREZ: “La preferente es una inversión de elevadísimo riesgo, riesgos de garantía, riesgos de liquidez. Están atenazadas por montones de riesgos que teóricamente deberían haberse compensado con una mayor rentabilidad. Como todo en la



de manejo vulgar, y en el presente contexto tiene el significado preciso que se describe en el art. 79 bis.8 a) de la Ley del Mercado de Valores. A saber, las participaciones preferentes son productos financieros *complejos* sólo porque “no existen 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”. Es decir, porque no existe un mercado secundario regulado en el que se vendan y compren estos instrumentos por precios que fije el cruce abierto de ofertas y demandas de inversores. Este producto financiero es complejo porque no se puede obtener su precio por medio de cotizaciones en mercados secundarios, pero no porque tal cosa, ni ninguna otra relativa al instrumento en cuestión, sea “complejo” de entender. Nada tiene que ver “complejo” con “producto de riesgo”, y es claro que un producto no complejo como las acciones de sociedades del Ibex35 tienen o pueden tener un índice de volatilidad superior a los instrumentos de deuda híbrida, mientras que un bono estructurado a 1 año que referencia su rendimiento a la evolución del subyacente es un producto “complejo” (sólo porque incorpora un *derivado implícito*) pero es producto de escaso riesgo².

También se dice que es un producto complejo porque “incorpora un derivado implícito”, en la terminología de la CNMV. No está claro lo que se quiere decir con ello, pero será una de estas dos cosas. Primero, el crédito “perpetuo” está sujeto a la posibilidad de una redención discrecional por la entidad. Segundo, existe un derivado implícito en la medida en que la cifra de rendimientos está determinada por una variable exógena, como son los beneficios de la entidad. Mas repárese bien una vez más en la carga ideológica. Lo primero (posibilidad de redención) no es un gravamen, sino algo que hoy desearían poder disfrutar todos los preferentistas. Lo segundo no es otra cosa que la propia definición del instrumento: como una acción social, como un seguro *unit linked*, como una inversión en fondos, el rendimiento sólo se obtiene si la entidad obtiene beneficios. Lo “preferente” se halla en que si estos beneficios se obtienen, la entidad no puede rehusar el pago del cupón, mientras puede perfectamente rehusar mediante acuerdo social que se reparta dividendos a los accionistas, por muchos beneficios que la entidad obtenga.

La participación preferente es un producto de “elevado riesgo” en términos de la propia CNMV. Este riesgo es “elevado” exclusivamente por una razón que es típica y estructural del instrumento, y que las leyes, los folletos de los emisores y las Fichas Técnicas de la CNMV repiten hasta la saciedad. La rentabilidad no está garantizada, porque depende de la existencia de beneficios sociales del emisor. En rigor, se trata de una redundancia. Cualquier instrumento de deuda tiene su rentabilidad condicionada a la solvencia del emisor. Mientras

economía, riesgo y rentabilidad van de la mano. Si se quiere rentabilidad hay que asumir riesgos y la preferente es un producto de altísimo riesgo” (EL CORREO GALLEGO, 03/06/2013).

² CNMV, *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*, 17 junio 2010.

las entidades emisoras han pagado los intereses de la participación preferente, el riesgo no se ha realizado y por eso el mercado de emisión y comercialización de participaciones preferentes ha sido floreciente hasta 2010. Y cuando las entidades emisoras han sido intervenidas y reestructuradas, el impago no ha sido propiamente la materialización del riesgo propio del producto, sino la materialización del riesgo *general* del emisor. Las participaciones preferentes de Bankia han llegado a ser un producto de “elevado” riesgo ex post, pero como también lo han sido las acciones sociales de Bankia que se adquirieron en Bolsa. No hay más riesgo en las participaciones preferentes. Lo mismo ocurre con el llamado “riesgo de mercado”, porque las participaciones preferentes, como instrumentos financieros, no tienen garantizado que el precio de cotización en cada momento dado iguale o exceda al valor nominal; como igualmente ocurre con las acciones de sociedades cotizadas. Por tanto, el “elevado riesgo” es un sesgo del discurso ideológico, porque no hay ningún riesgo implícito en el *producto* sino un riesgo de solvencia de la entidad. Repárese en que lo que hace “seguro” un depósito bancario no es que el producto como tal sea seguro (de hecho, es más *inseguro* que un título de deuda) sino la circunstancia, totalmente ajena a la naturaleza del producto, de que hoy por hoy el crédito del depósito está garantizado por el Estado.

Otros productos financieros pueden ser complejos por razones más preocupantes para el inversor minorista, como ocurre con los swaps de tipos de interés. *No tienen orden de comparación* los problemas de que puede adolecer una participación preferente con las auténticas “perversiones” que pueden infectar un swap incorporado a una hipoteca de vivienda habitual. También el swap es un producto financiero “complejo”, pero aquí sí por una razón *perversa* para el inversor minorista, a saber, porque *puede perder más dinero que el invertido*, cosa que no ocurre evidentemente en las participaciones preferentes.

Conclusiones:

1. Cuando existe recomendación personalizada y se da el supuesto del asesoramiento, la normativa no distingue entre productos de inversión complejos y no complejos. Sólo por el hecho de haber existido asesoramiento la entidad de inversión debe haber llevado a cabo un test de idoneidad del producto recomendado de acuerdo con el art. 79bis LMV y las normas aplicables del RD 217/2008. Ninguno de estos preceptos prevé la necesidad de requerir algún tipo de expresión manuscrita.
2. En el caso del servicio de inversión distinto del asesoramiento, la entidad de servicios de inversión está obligada a realizar el test de conveniencia, salvo los supuestos especiales del art. 79bis.8 LMV. Cuando el servicio de inversión versa sobre un producto complejo, no cabe evadir la obligación del test de conveniencia. No



obstante, la mera existencia de un producto complejo no implica actualmente más que la necesidad de una expresión manuscrita, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle, según el caso (art. 79bis.7 III LMV).

3. Antes del año 2012, ninguna norma requería de la entidad de servicios de inversión un comportamiento contractual específico debido a la naturaleza compleja del producto de inversión.
4. La no inclusión de la expresión “no he sido asesorado en esta operación” antes del año 2013 no constituye incumplimiento de ningún tipo de normativa, ni prejuzga la existencia o inexistencia del servicio de asesoramiento. Además, es probable que su inclusión a partir del año 2013 tampoco tenga un efecto jurídico relevante.
5. La participación preferente es un producto “complejo” por una razón que nada tiene que ver con el horizonte de preocupación *real* del inversor minorista ni con el sesgo ideológico mediático.