
Participaciones preferentes. Análisis general

Enrique SANJUÁN Y MUÑOZ
Magistrado Especialista en Mercantil por el CGPJ
Profesor de derecho Mercantil de la Universidad de Málaga

«Hay dos cosas infinitas: el Universo y la estupidez humana. Y de la primera no estoy muy seguro». Albert Einstein

El legislador está más preocupado de la solvencia y fiscalidad que de la protección del minoritario. Y de la seguridad de la intervención del FROB en las entidades financieras que de otros motivos de protección del consumidor.

SUMARIO: I. INTRODUCCIÓN. EN SENTIDO INVERSO. II. PARTICIPACIONES PREFERENTES VS. RECURSOS PROPIOS. III. EVOLUCIÓN NORMATIVA. IV. LOS FUNDAMENTOS EUROPEOS DE SU REGULACIÓN. V. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR MINORITARIO. VI. DERECHOS DERIVADOS DEL PRODUCTO. 1. Diferentes clases-diferentes derechos. 2. El producto del rescate bancario. 3. Las situaciones concursales. VII. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN. EN SENTIDO INVERSO

El 23 de marzo de 2013 se publicó en BOE un Real Decreto¹ titulado “protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero”. Dicho real decreto crea una comisión (otra más) encargada de realizar labores de análisis de los factores generadores de las reclamaciones judiciales y extrajudiciales relativas a la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada por parte de las entidades en las que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria tenga participación, de propuestas relacionadas con su comercialización y de determinación de los criterios para que ciertas reclamaciones puedan ser sometidas a arbitraje.

Llama poderosamente la atención que junto a esas funciones de análisis e informes la

¹Real 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. BOE 23 de marzo de 2013.

Comisión cumplirá otras dos de notoria importancia:

- a) Determinará criterios básicos que habrán de emplear las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria al objeto de ofrecer a sus clientes el sometimiento a arbitraje de las controversias que surjan en relación con instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, con el fin de que estos queden adecuadamente compensados del perjuicio económico soportado, en caso de laudo estimatorio.
- b) Especificará criterios para designar al colectivo de clientes cuyas reclamaciones, en atención a la especial dificultad de sus circunstancias personales o familiares, deberán recibir una tramitación prioritaria por parte de las entidades participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. La Comisión trasladará estos criterios al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, que dará las instrucciones necesarias para que sus entidades participadas los adopten.

La medida se dirige, no obstante y solo², a aquellos supuestos en que haya participado el FROB y por tanto a las actuaciones del mismo en relación a la actuación temprana, reestructuración o resolución en que haya intervenido; y por tanto limitado a entidades financieras y no a otro tipo de sociedades. La visión vuelve a ser (aunque con un mayor acierto para la protección de un determinado sector de minoristas) vista desde el punto de vista financiero y no desde el punto de vista del consumidor que es la perspectiva desde la que se está pidiendo una reforma.

El sentido de la reforma puede verse en su preámbulo: "...resulta preciso ofrecer liquidez a las acciones que los tenedores de estos instrumentos recibirán en canje de los mismos". Es decir se instrumenta sobre la base de que la Comisión creada fijará y especificará criterios que se instrumentarán- se ejecutarán- por el FROB en las entidades en que este intervenga. La ejecución conllevará, según esto, el canje por acciones a los tenedores de preferentes y consiguiente a ello se dota de mayor liquidez y funciones al Fondo de Garantía de depósitos al objeto de que este tenga la capacidad de poder adquirir las acciones no cotizadas que resulten de los canjes obligatorios de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada de estas entidades, a precios de mercado³.

Y se añade la posibilidad de este juego no solo con las acciones propias de la emisora sino también con las acciones de otras entidades de crédito en las que la emisora participe otorgando una mayor liquidez a estos instrumentos⁴.

La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito⁵, era hasta ese momento la última de las normas publicadas por el Gobierno para

² Sin embargo hemos de hacer constar que las noticias que al respecto se van dando por parte de miembros del gubernativo no dejan de sorprendernos, bien por una inminente y tácita anunciada reforma o bien por una mala interpretación de la norma. Lo que tenemos hasta ahora es lo que tenemos. El portavoz del Grupo Popular en la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso, Martínez-Pujalte, anunció el pasado 15 de abril de 2013 la creación de un sistema de arbitraje para que todos los afectados por las participaciones preferentes recuperen la totalidad de su inversión (<http://www.diariocriticocv.com/economia/arbitraje/participaciones-preferentes/426185>). Se refiere la noticia a todos independientemente de la intervención del FROB y a la totalidad de la inversión.

³ En este sentido conviene citar el Dictamen del Banco central europeo de 10 de abril de 2013 sobre el Fondo de Garantía de Depósitos (CON/2013/25) que desaconseja modificar las normas de inversión de aplicación al FGD que permitan esas adquisiciones puesto que pueden poner en peligro la función esencial del Fondo de Garantía de Depósitos y conllevar una huida de los depositantes ante el riesgo de insolvencia.

⁴ Se reforma para ello el último párrafo del artículo 44.2.b) de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre.

⁵ BOE de 15 de noviembre de 2012.

estructurar, en este caso, un sistema de protección en relación a lo que se denomina – indistintamente– «clientes o inversores minoristas» de este tipo de productos⁶. Se completa con otra referencia anterior recogida en la disposición adicional primera y final séptima del RD-Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de activos inmobiliarios del sector financiero, que se hacía eco del Real Decreto-Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, que recogían un tratamiento excepcional en este tipo de productos que conllevaba diferimiento en el pago. Este mismo supuesto ya se contemplaba en el Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito⁷, y en el RD-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero en los supuestos en que la entidad emisora se acogía a alguno de los supuestos previstos en la norma y con la posibilidad del Banco de España de limitar el pago de estas, que era un régimen que también se previó en el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

Sin embargo y entre las diferentes normas⁸ que hemos citado, podemos comprobar cómo la regulación –apresurada– de estos productos se fundamenta, en casi todos los supuestos, en las participaciones preferentes que se emitan o que deban emitirse por las entidades financieras a los efectos de fortalecer sus recursos propios y para su adquisición, como uno de los supuestos de salvamento, por parte del FROB, siguiendo el Memorándum de entendimiento de 20 de julio de 2012 según la Decisión de dicha fecha del Consejo Europeo⁹. Y que solo al final, con una breve referencia al «cliente o inversor minorista», la última de las normas publicadas quiere, o parece querer, un sistema de protección cuyo análisis corresponde a otro capítulo de este libro.

Sin embargo no debemos olvidar que las participaciones preferentes (PPR) habían venido siendo emitidas por las sociedades (financieras o no, cotizadas o no) como búsqueda de financiación y con una alta rentabilidad¹⁰ dado no el riesgo, sino la consideración de recursos propios de las entidades (como instrumentos híbridos de capital¹¹). Esto hacía que la sociedad emisora navegara tranquilamente en la inversión que pudiera producirse en estos productos porque ni estaban obligados a su conversión (aunque se prometían ventanas voluntarias de salida) ni –en un supuesto de problema de financiación o de solvencia– pudieran plantear una problemática a la empresa, dado que quien había invertido en estos productos debería pechar con su propia naturaleza y por ello soportar, hasta el último momento, la mejor o peor situación que de ella pudiera derivarse.

Para el pequeño inversor, para el consumidor, para el ahorrador, para el cliente tiene gran trascendencia la información que pueda darse de este tipo de productos, partiendo de que se trata de su dinero (normalmente de los ahorros de toda una vida) y que –

⁶. Vid. al efecto disposición adicional decimotercera y disposición final primera de la citada norma.

⁷. BOE de 31 de agosto de 2012.

⁸. Al respecto de un análisis de dichas normas vid. VICENT CHULIÁ, F., «La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y la sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria», en *RDCP*, 18/2013, pp. 23 a 51.

⁹. Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012, y Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012. BOE de 10 de diciembre de 2012.

¹⁰. Vid. al efecto RAMOSMUÑOZ, D., «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku», *Diario La Ley*, n.º 7970, Sección Tribuna, 22 de noviembre, 2012, *Editorial La Ley*.

¹¹. Vid. al efecto CALVO VÉRGEZ, «La recapitalización de las cajas de ahorros», *Diario La Ley*, n.º 7656, Sección Doctrina, Editorial La Ley, Año XXXII, 21 de junio, 2011.

aunque se trate de una inversión¹² a largo plazo— su recuperación puede resultar, y resulta, trascendental en un momento determinado. La pérdida de valor es algo que no se contempla salvo que el perfil inversor no se refiera a consumidores, y bastaría una pequeña referencia a «puedes perderlo todo» para que no se produzca la inversión, salvo que a continuación se añada que la emisora garantiza que eso no va a suceder y que si quiere vender ella siempre estará allí para adquirirla si no hay liquidez en el mercado. Tampoco nos referimos a esta obligación de información que se recoge en otro capítulo de este libro. Llama poderosamente la atención que el legislador (el Gobierno primero) venga a regular estos productos a partir de normas que protegen los recursos propios de las entidades financieras y no de la protección de los inversores, clientes o minoristas; visión de una *política económica mercantilista*¹³ que nos viene hablando de intervención de los poderes públicos justificada con base en el riesgo sistémico de caída de las entidades financieras (no de otras) primando el Estado sobre el individuo y al que apenas se le ofrecen soluciones (de limitación en cualquier caso a partir de la última norma) que algunos han querido ver en conversión, canje, arbitrajes forzados¹⁴ o simplemente en la indiferencia del sistema para solucionar ese problema. Este apartado se tratará igualmente en otro capítulo del libro.

El pequeño inversor o cliente reacciona con criterio de razón y bajo la reflexión de que, si su dinero no está o no le puede ser devuelto, alguien debe tener responsabilidad por ello. Se busca entonces responsabilidad civil y penal, en una justicia colapsada, a sabiendas de que ese dinero se ha perdido y que solo será posible su recuperación, en parte, si quienes emiten o han emitido dichos instrumentos han cumplido con sus obligaciones formales y materiales. Y entre estas últimas es evidente que está la de la transparencia de información (mucho más de entidades sujetas a disciplina del Banco de España o Mercado de Valores). Pero a la vista de las normas que se han citado al principio más bien parece que no debió existir porque hablar de salvamento de entidades y de inversión por el FROB en sus recursos propios a través de, entre otros, estos productos, es hablar de una «mala situación económico-financiera»; y por ello deberíamos analizar la realidad de la situación de las entidades emisoras al momento de la emisión y su capacidad, ya conocida por entonces, de devolución de dichas inversiones, para concluir si (en proyección) tenían esa capacidad de devolución o simplemente era un recurso fácil de búsqueda de capital para parchear el deterioro de su patrimonio. Esta responsabilidad será tratada también a lo largo del presente libro¹⁵.

¹². Ciertamente es que la referencia a inversión es uno de los temas trascendentales y nucleares de los análisis que están haciendo los tribunales sobre este tipo de productos. En tal sentido la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, sección 19.ª, de 6 de abril de 2011, que viene a minimizar el impacto del test de idoneidad en relación a la información o conocimiento que el cliente tenga.

¹³. El objetivo del mercantilismo consistía no en el bienestar directo del individuo, sino en el reforzamiento económico del Estado. El Estado intervenía, por tanto, en la vida económica por medio de normas y leyes que pretendían conseguir un fin previamente determinado que tuvo como resultado la limitación de la iniciativa privada. El mercantilismo, nombre con el que se ha llegado a conocer dicha política, fue la doctrina económica más popular entre los siglos XVI y XVIII.

¹⁴. En el momento en que se escribe el presente trabajo los periódicos han anunciado un gran y curioso pacto entre los principales partidos políticos del país, que incluirá la creación de una comisión de seguimiento que decida el perfil de cliente que puede recurrir al arbitraje para recuperar el 100% de su inversión (*vid.* por todos Europa Press, 29.01.2013), y que a todos los efectos parece más un lavado de cara frente a la propia responsabilidad política que una verdadera solución al problema.

¹⁵. Es importante, no obstante, señalar que, si una solución se quiere ante este tipo de productos y en protección del inversor el legislador debería entregar de forma urgente y previa (a modo de diligencias preliminares) la contabilidad de la entidad (financiera o no) que hubiera emitido este tipo de productos al propio inversor o consumidor, referida al momento de la emisión, con una auditoría de su realidad y veracidad (imagen fiel) de tal forma que aquel contara con la información suficiente y pertinente para poder, entre otros, atacar la emisión y buscar la responsabilidad en quienes, a sabiendas de la imposibilidad de su devolución, hubieran emitido dichos productos. Sería importante también que desde los servicios jurídicos

En definitiva podemos decir que las participaciones preferentes emitidas por las distintas sociedades se enmarcan en la emisión desde sociedades sean o no de crédito, por un lado, y en la existencia de una normativa que ha venido a afectarles, permitiendo distinguir entre emisiones derivadas (sea cual sea la causa, y podemos imaginar cuál es) de su intervención en el mercado y aquellas a las que se han visto obligadas como consecuencia del necesario rescate (llámese actuación temprana, reestructuración o resolución), pero que han motivado que, tangencialmente, las normas se pronuncien, un poquito, sobre las primeras. Y esto ha hecho también, que estas queden condicionadas a la situación –no del pequeño inversor o cliente– económico-financiera de la entidad emisora.

En conclusión, el orden inverso que hemos visto al principio desde el punto de vista normativo para llegar a estas conclusiones nos sirve también para afirmar que la regulación también ha sido inversa en cuanto a un planteamiento no desde el inversor hasta el emisor, sino desde este hasta aquel. Y es por ello evidente entonces que la protección buscada no es la del pequeño inversor, sino la de quien emitió dichos instrumentos, cuestión que demanda –necesariamente– la protección que de todo Estado Social y de Derecho cabe esperar.

II. PARTICIPACIONES PREFERENTES VS. RECURSOS PROPIOS

El Banco de España¹⁶ nos dice que «las participaciones preferentes son un instrumento financiero emitido por una sociedad que no otorga derechos políticos al inversor, ofrece una retribución fija (condicionada a la obtención de beneficios), y cuya duración es perpetua, aunque el emisor suele reservarse el derecho a amortizarlas a partir de los cinco años, previa autorización del supervisor». La Ley 19/2003 eludió llamar a las PPR como un valor mobiliario, y las define como instrumento financiero, aunque el artículo 2 de la LMV¹⁷ nos señala que se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de esta –entre otros– las participaciones preferentes. La definición de valor negociable dada en el apartado primero de dicho precepto señala que «tendrá la consideración de valor negociable cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero». La regulación de los valores negociables en relación a las participaciones preferentes tiene una primera redacción anterior a la reforma producida por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre¹⁸, y otra posterior a ella. En la redacción anterior a dicha reforma el instrumento financiero¹⁹ era distinto del valor mobiliario, aunque se le aplicaba, con las adaptaciones precisas, las reglas previstas en esta Ley para los valores negociables. Tras dicha reforma, sin embargo, queda comprendida en el artículo 2.1 LMV y se recoge expresamente que «se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de la presente ley» entre otros las participaciones preferentes. De forma separada el apartado seis de dicho artículo recoge también incluidos en el ámbito de la citada ley, pero como instrumento

del Estado se emitiera un dictamen de cada una de estas emisiones, que fuera utilizable ante los tribunales, de la realidad de la emisión, y que conlleve un análisis fundamental de la sociedad emisora.

¹⁶. <www.bde.es>.

¹⁷. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

¹⁸. Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE de 20 de diciembre.

¹⁹. La categoría contable por lo tanto del instrumento financiero vendría reconocida conforme a IASB: IAS n.º 32, Financial instruments: Disclosures and presentation, June, London, 1995. IASB: IAS n.º 39: Financial Instruments: Recognition and measurement, December, London, 1998.

financiero, los «derivados para la transferencia del riesgo del crédito». Es por ello que la norma ha cambiado sustancialmente y ya no es válida la definición de «instrumento financiero» dado por el Banco de España, y por ello le sería aplicable el régimen completo de «valores mobiliarios» y la naturaleza de estos conforme a lo señalado.

Se ha dicho que no se trata ni de acciones ni de obligaciones, y por ello no sujetas a la normativa de la Ley de Sociedades de Capital²⁰. Y ello porque la normativa de la ley de sociedades de capital no le sería aplicable en tanto solo tendrán la consideración de acciones y de obligaciones las que recoge esta con las características, derechos, facultades y deberes que se normativizan. No contendrían por tanto las características y naturaleza de las acciones, acciones privilegiadas, acciones sin voto o acciones rescatables. En la legalidad vigente para las participaciones preferentes no se habla de accionista sino de titular, no se habla de dividendo sino de remuneración; y no se puede regir por el sistema de cotización que esta permite para las acciones y cotizadas en Bolsa, sino que queda sujeto al mercado secundario AIAF. Aunque tienen una similitud importante con la emisión de deuda referida a las obligaciones, tampoco el régimen de estas es aplicable, puesto que la legislación española solo confiere a los obligacionistas los derechos de participación y voto en las reuniones del sindicato de obligacionistas, mientras que en las participaciones será posible hablar, como veremos, de determinados derechos en este sentido.

El memorándum de entendimiento al que hemos hecho referencia recoge, entre las informaciones que las entidades financieras han de dar a la Comisión Europea, la siguiente: «Títulos en circulación de emisiones de deuda, desglosados por su prelación (prioritarias garantizadas, prioritarias no garantizadas, subordinadas, entre ellas participaciones preferentes, títulos del Estado garantizados), especificando los importes colocados entre clientes minoristas y los plazos de amortización».

Por lo tanto nos situamos en emisiones de deuda que parten de la propia sociedad y que se catalogan de complejas según la Directiva MIFID²¹ (*Markets in Financial Instruments Directive*) y su adaptación a la normativa española²².

Para algún autor²³, sistematizando todo esto podría decirse que «la participación preferente es un valor negociable²⁴ de imprecisa naturaleza. Superficialmente parece responder a un valor de deuda por lo que, de partida, encajaría en la naturaleza propia de las obligaciones ex arts. 401 y ss. LSC (y Ley 211/1964), ya que estas se caracterizan por que “reconocen o crean una deuda” contra su emisor; además, su regulación legal las califica como “instrumentos de deuda”. Sin embargo, atendido su régimen legal y su tratamiento contable, resulta que la participación preferente se halla mucho más próxima a las acciones y demás valores participativos²⁵ que a las obligaciones y demás valores de deuda». Ante esta tesitura concluye: «La participación preferente responde a la naturaleza de clase especial de acción cuya fuente de regulación es la Ley, al modo como sucede con las acciones sin voto y las acciones rescatables²⁶. Pero es una acción desvirtuada y cautiva porque esenciales derechos

²⁰. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

²¹. Directiva 2004/39, de 21 de abril de 2004, Directiva 2006/73, de 10 de agosto de 2006, y Reglamento 1287/2006, de 10 de agosto de 2006.

²². Art. 79 bis 8.a) LMV.

²³. ALONSO ESPINOSA, F. J., «Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito», *Diario La Ley*, n.º 7875, Sección Doctrina, Editorial La Ley 7 de junio de 2012, Año XXXIII.

²⁴. Conforme al artículo 2.1.h) LMV.

²⁵. Art. 26.2 LMV.

²⁶. Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., *Las participaciones preferentes (un híbrido financiero supletorio del capital social)*, Navarra (Civitas), 2005, pp. 71, 80-81.

propios del accionista –todos los societarios y parte considerable de los patrimoniales– resultan en ella excluidos legalmente». Otros²⁷ simplemente las definen como «valor negociable híbrido».

La Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre el régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas en el exterior y sobre determinadas medidas de prevención de blanqueo de capitales, reguló la emisión de participaciones preferentes mediante la introducción de una disposición adicional segunda en la Ley 13/1985, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. El artículo 7 de esta última norma recoge como recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito, entre otros, las participaciones preferentes y las cuotas participativas de las cajas de ahorro, debiéndose reducir de los mismos (de todos) las pérdidas, así como cualesquiera activos que puedan disminuir la efectividad de dichos recursos para la cobertura de pérdidas²⁸. Tras las diferentes modificaciones de dicha disposición adicional segunda²⁹, la regulación actual nos señala qué condiciones han de cumplirse, y quien puede emitir, para que efectivamente se recoja como recursos propios³⁰:

a) Ser emitidas por una entidad de crédito española o por una sociedad anónima residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito española y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes.

b) En los supuestos de emisiones realizadas por una sociedad filial de las previstas en la letra a), los recursos obtenidos deberán estar invertidos en su totalidad, descontando gastos de emisión y gestión, y de forma permanente, en la entidad de crédito dominante de la filial emisora, de manera que queden directamente afectos a los riesgos y situación financiera de dicha entidad de crédito dominante y de la de su grupo o subgrupo consolidable al que pertenece, de acuerdo con lo que se indica en las letras siguientes.

c) Las condiciones de la emisión fijarán la remuneración que tendrán derecho a percibir los tenedores de las participaciones preferentes, si bien:

c.1. El consejo de administración, u órgano equivalente, de la entidad de crédito emisora o matriz podrá cancelar, discrecionalmente, cuando lo considere necesario, el pago de la remuneración durante un período ilimitado, sin efecto acumulativo.

c.2. Se deberá cancelar dicho pago si la entidad de crédito emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, no cumplen con los requerimientos de recursos propios

²⁷. MAYORGA TOLEDANO, M. C., «El problema de las participaciones preferentes: déficit regulatorio o apariencia de protección», en *Participaciones preferentes: ¿se puede recuperar el dinero invertido?* Thomson Reuters-Aranzadi, 1.ª edición, 2012, p. 67.

²⁸. Llama poderosamente la atención que el legislador se acordara de estas a partir de una norma (la 19/2003) que pretende regular el blanqueo de capitales. Pero es evidente la interconexión y correlación existente entre el régimen fiscal y el régimen financiero de estos productos, dado que se motivan precisamente porque la emisión de participaciones preferentes se estaba canalizando, por las entidades de crédito, a través de filiales en paraísos fiscales.

²⁹. El apartado segundo recoge el régimen fiscal, que será tratado en otro apartado del presente libro.

³⁰. Tal y como afirma ROLDÁN, J. M., «Las participaciones preferentes como recursos propios computables», en *D. G. de Regulación del Banco de España*, Jornada «Recursos propios de las cajas de ahorros: participaciones preferentes en España» (Escuela de Finanzas Aplicadas), 29/4/2003: «La regulación de recursos propios se compone de dos elementos: 1. La definición de los recursos propios admisibles como tales por la regulación bancaria. 2. La fórmula que permite calcular el volumen de esos recursos propios, y que depende de los riesgos asumidos por la entidad (del volumen y naturaleza de la actividad)».

establecidos en el apartado 1 del artículo 6.

c.3. En todo caso, el pago de esta remuneración estará condicionado a la existencia de beneficios o reservas distribuibles en la entidad de crédito emisora o dominante.

c.4. El Banco de España podrá exigir la cancelación del pago de la remuneración basándose en la situación financiera y de solvencia de la entidad de crédito emisora o matriz, o en la de su grupo o subgrupo consolidable.

c.5. La cancelación del pago de la remuneración acordada por el emisor o exigida por el Banco de España no se considerarán obligaciones a los efectos de determinar el estado de insolvencia del deudor o de sobreseimiento en el pago de sus obligaciones, de acuerdo con lo previsto en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

c.6. No obstante, el pago de la remuneración podrá ser sustituido, si así lo establecen las condiciones de la emisión, y con las limitaciones que se establezcan reglamentariamente, por la entrega de acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, de la entidad de crédito emisora o matriz.

d) No otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión.

e) No otorgar derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones.

f) Tener carácter perpetuo, aunque el emisor podrá acordar la amortización anticipada a partir del quinto año desde su fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España, que solo la concederá si no se ve afectada la situación financiera ni la solvencia de la entidad de crédito, o de su grupo o subgrupo consolidable. A estos efectos, el Banco de España podrá condicionar su autorización a que la entidad sustituya las participaciones preferentes amortizadas por elementos de capital computables de igual o superior calidad.

g) Cotizar en mercados secundarios organizados.

h) En los supuestos de liquidación o disolución, u otros que den lugar a la aplicación de las prioridades contempladas en el Código de Comercio, de la entidad de crédito emisora o de la dominante, las participaciones preferentes darán derecho a obtener exclusivamente el reembolso de su valor nominal junto con la remuneración devengada y no satisfecha, que no hubiera sido objeto de cancelación de acuerdo con la letra c) anterior, y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, de la entidad de crédito emisora o de la dominante del grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y delante de los accionistas ordinarios y, en su caso, de los cotaparticipes.

i) En los supuestos en los que la entidad emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, presente pérdidas contables significativas o una caída relevante en las ratios indicadoras del cumplimiento de los requerimientos de recursos propios, las condiciones de emisión de las participaciones preferentes deberán establecer un mecanismo que asegure la participación de sus tenedores en la absorción de las pérdidas corrientes o futuras, y que no menoscabe eventuales procesos de recapitalización, ya sea mediante la conversión de las participaciones en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital de las cooperativas de crédito, de la entidad de crédito emisora o matriz, ya mediante la reducción de su valor nominal. Reglamentariamente se precisarán los supuestos desencadenantes de tales mecanismos y las condiciones específicas de ellos.

j) En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá ser superior al 30% de los recursos propios básicos del grupo o subgrupo consolidable al que pertenece la entidad dominante de la filial emisora, incluido el importe de la propia emisión, sin perjuicio de las limitaciones adicionales que puedan establecerse a efectos de solvencia. Si dicho porcentaje se sobrepasara una vez realizada la emisión, la entidad de crédito deberá presentar ante el Banco de España para su autorización un plan para retornar al cumplimiento de dicho porcentaje. El Banco de España podrá modificar el indicado porcentaje, si bien no podrá ser nunca

mayor del 35%.

k) la oferta pública de venta ha de contar con un tramo dirigido exclusivamente a clientes profesionales de al menos el 50% del total de la emisión, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a 50, y sin que sea de aplicación a este supuesto lo previsto en el artículo 78 bis.3.e) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

l) En el caso de emisiones de entidades que no sean sociedades cotizadas, en los términos del artículo 495 de la Ley de Sociedades de Capital, el valor nominal unitario mínimo de las participaciones preferentes será de 100.000 euros y, en el caso de las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo de las participaciones preferentes será de 25.000 euros.

Debemos señalar además que lo anterior será aplicable, igualmente, a las participaciones preferentes o a otros instrumentos de deuda emitidos por entidades cotizadas que no sean de crédito o por una sociedad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito. En estos casos, para proceder a la amortización anticipada no será necesaria la autorización prevista del banco de España. En estos supuestos de emisiones de deuda no les será de aplicación la limitación impuesta, por razones de capital y de reservas, en los artículos 405 y 411 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital ni en relación con la sociedad emisora ni con la sociedad dominante del grupo que solo se prevé para sociedades sujetas a disciplina del mercado de valores.

A la vista de lo señalado la problemática sobre las preferentes se sitúa en un doble aspecto: por un lado en cuanto a la inversión y respecto de los pequeños inversores fundamentalmente, por cuanto tratándose de un instrumento complejo no se trata de un depósito o una inversión siempre rentable, conllevando un híbrido en el que se participa en el capital (recursos propios y no coincidente con el capital social de una sociedad de capital), pero sin derechos políticos, administrativos o patrimoniales asociados a esa participación; y por otro y a efectos de entidades de crédito, en cuanto a la forma en que se van a valorar estos instrumentos para formar parte de sus recursos propios, y con ello en cuanto a la capacidad de realizar nuevos negocios a partir de un coeficiente suficiente que según la normativa financiera lo permita. La regulación, como veremos, se inclina más por la segunda³¹.

III. EVOLUCIÓN NORMATIVA

1. Hasta la modificación llevada a cabo por la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, las acciones sin voto debían ser retribuidas, además del dividendo fijo con el dividendo de las acciones ordinarias. Es por ello que este tipo de acciones sin voto se calificaban como recursos de 2.ª categoría (Tier2³²). La legislación española, cuando se utilizaba la

³¹. En el mismo sentido MAYORGA TOLEDANO, en «El problema de las participaciones preferentes: déficit regulatorio o apariencia de protección», en Aranzadi Civil-Mercantil n.º 6/2012. BIB 2012\2856.

³². La Comisión Ejecutiva del Banco de España decidió, en 29 de julio de 2005, autorizar el cómputo en los recursos propios regulatorios de primera categoría de participaciones preferentes con *step up* moderados (esto es, aumentos de la remuneración a los diez años de la emisión que no superen los límites establecidos en 1998 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea). Mediante esta decisión, se pretendía –según la nota de prensa emitida– facilitar el acceso de las entidades españolas a los mercados mayoristas y de inversores institucionales, y favorecer el equilibrio competitivo con otras jurisdicciones que permiten este tipo de emisiones. Con el objeto de reforzar la calidad de los recursos propios, se establecen

captación de recursos mediante esta fórmula, no consideraba la existencia de acciones sin voto no acumulativas³³.

De esta forma la Ley 19/2003 vino a intentar evitar supuestos de blanqueo de capitales o de inversiones opacas, y es por ello la regulación introducida a partir de la citada norma. En su discusión parlamentaria la enmienda número 19 del grupo parlamentario socialista³⁴ la justificaba de la siguiente forma: «Cumplir con las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales (GAFI) y perseguir el fraude fiscal. Para ello se exige a las entidades de crédito que informen a la Agencia Tributaria y a todas las instituciones supervisoras del mercado financiero acerca de la identidad e inversión realizada por los suscriptores de participaciones preferentes. Y, a su vez, que la emisión de participaciones preferentes, que ha venido realizándose en el extranjero, se lleve a cabo en España. De este modo, las sociedades emisoras, filiales de las entidades financieras, se domiciliarán en España en lugar de hacerlo, como hasta ahora, en territorios que gozan de exención completa o de un régimen fiscal muy atenuado respecto al Impuesto sobre Sociedades». Y la número 33 del Grupo parlamentario catalán de Convergencia i Unió justificaba su aplicación a otras sociedades cotizadas que no fueran entidades de crédito señalando que «en aras de la neutralidad fiscal necesaria, y puesto que además de las entidades de crédito también los grandes grupos cotizados españoles necesitan de la emisión de participaciones preferentes para estructurar adecuadamente sus recursos propios a efectos de *rating* y de las exigencias de determinadas operaciones financieras, por lo que debe extenderse a ellos la regulación que se contiene en esta disposición para las entidades de crédito, salvando también las operaciones pasadas³⁵».

Para comprender la razón de ser de esta regulación es muy interesante la referencia que a ellas hace un importante jurista³⁶: «En este marco, resulta sorprendente la presencia de la banca española en los paraísos fiscales. Particularmente, cuando estamos ante el fenómeno conocido como de banca privada, consistente en los servicios especializados y personalizados que el banco ofrece a clientes, normalmente de una fortuna personal considerable, residente en España. Asimismo, las sociedades filiales constituidas por las entidades bancarias en los centros *offshore* suelen determinar que la cabecera del grupo rechace informar sobre ellas alegando la diferente personalidad jurídica de la filial *offshore*. Las entidades de crédito han obtenido indebidos beneficios, en perjuicio del Tesoro Público, gracias a su actuación a través de dichos territorios. Así ocurrió con la emisión de un producto financiero, denominado “participaciones preferentes”, emitido desde las filiales de la banca y las Cajas en las Islas Caimán, que permitían captar ahorro español que representó una inversión, desde

varios criterios adicionales tales como: limitar su colocación a mercados mayoristas e institucionales, restringir su computabilidad al 15% de los recursos de primera categoría, clarificar el cómputo del límite conjunto cuando coexisten participaciones con *step up* y sin *step up*, etc.

³³. DELMÁS GONZÁLEZ, F. J., «Comentarios al reglamento de obligaciones de información respecto de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidos por personas físicas residentes en la Unión Europea», *Instituto de Estudios Fiscales*, n.º 2/05.

³⁴. <http://www.congreso.es/public_oficiales/L7/CONG/BOCG/A/A_127-10.PDF>. Congreso 25 de marzo de 2003. Serie A. N.º 127-10, p. 31.

³⁵. La Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, recogería posteriormente el apartado 7 de esta, en donde se matiza (curioso olvido) que «a las emisiones de instrumentos de deuda a las que se refieren los dos apartados precedentes no les será de aplicación la limitación impuesta, por razones de capital y de reservas, en los artículos 282 y 289 de la Ley de Sociedades Anónimas ni en relación con la sociedad emisora ni con la sociedad dominante garante de la emisión».

³⁶. JIMÉNEZ VILLAREJO, C., «Contra el fraude fiscal y los paraísos fiscales». Texto completo en <<http://www.mientrastanto.org/boletin-96/ensayo/contra-el-fraude-fiscal-y-los-paraiss-fiscales>>.

el 1-1-1997 al 8-1-2002, de 15.104.544.378 €. La prueba de su patente irregularidad es que, en cuanto trascendió públicamente esta operativa se aprobaron reformas legales que la regulaban y la impedían. Ello no impidió el perjuicio ya causado, de enormes proporciones, dado que la inversión en sociedades radicadas formalmente en paraísos fiscales no estaba sujeta a tributación en el sistema fiscal español. Las irregularidades puestas al descubierto eran tan patentes que se aprovechó una reforma legal en trámite, la Ley 19/03, para introducir cambios en la Ley 13/85, de coeficientes de inversión y otras materias, para autorizar aquellas emisiones desde cualquier territorio siempre “que no tenga la condición de paraíso fiscal”. Por otra parte, ya hay reconocimientos, como hechos probados, de la actuación de la Banca en dichos territorios. Así resulta de la Sentencia de la Sección 4.ª de la AN de 25-11-05 condenatoria por un delito de apropiación indebida, finalmente absuelto por el Tribunal Supremo».

Como podemos comprobar, no es una razón de protección la que se busca en relación al consumidor, sino que la instrumentación de estas se fundamenta en la solvencia de las emisoras y fundamentalmente de las entidades de crédito emisoras, haciendo caso omiso a su regulación para proteger al inversor o al accionista.

2. La reforma producida con la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, vuelve a modificar algunos apartados de la citada final segunda. En el apartado cinco de este se introduce la aplicabilidad del mismo régimen también a supuestos de valores cotizados en mercados organizados y emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria, regulados por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria y a fondos de titulización de activos regulados por la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

3. El originario apartado tercero de dicha adicional recogía la obligación de información tributaria respecto de las filiales emisoras de dichos instrumentos. Se partía de esos supuestos en que las entidades de crédito habían acudido al marco institucional internacional para crear sociedades y desde ahí, evitando imposiciones tributarias, emitir las citadas participaciones. El legislador se preocupa una vez más solo de la información con la modificación operada con la Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria, en donde recoge que «la entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito tendrá la obligación de informar a la Administración tributaria y a las instituciones encargadas de la supervisión financiera, en la forma en que reglamentariamente se establezca, de las actividades realizadas por las filiales a que se refiere el párrafo a del apartado 1 de esta disposición adicional y de la identidad de los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y los sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades, que sean titulares de los valores emitidos por aquéllas, así como los contribuyentes del Impuesto sobre la Renta de no Residentes que obtengan rentas procedentes de tales valores mediante establecimiento permanente situado en territorio español». Se quiere saber quiénes son los inversores sea cual sea el régimen aplicable a dichas participaciones.

4. El Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito. (vigente hasta el 31 de agosto de 2012) no recogió nada referido a las participaciones preferentes suscritas por inversores minoristas o clientes.

5. El Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito³⁷ (vigente hasta el 15 de noviembre de 2012 por la entrada en vigor del siguiente que comentaremos) recogió una disposición adicional referida a minoristas que sería completada rápidamente con la Ley 9/2012, en la que analizaremos el contenido de la presente. En su exposición de motivos se señala que «se incluyen medidas para mejorar la protección a los inversores minoristas que suscriben productos financieros no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito».

6. El antepenúltimo párrafo del preámbulo de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, recoge una de las primeras referencias a los inversores que vamos a ver (al margen del cumplimiento de la normativa europea de información a la que posteriormente nos referiremos) cuando ya el mercado había sido saturado con estos productos y los pequeños inversores habían acudido a la vía de las manifestaciones, las quejas y los tribunales fruto de la impotencia que la falta de regulación les imponía. En esta se recoge que «...la Ley introduce otro tipo de medidas de carácter heterogéneo, pero también de importancia, exigidas por el Memorando de Entendimiento, para la mejora del funcionamiento del mercado financiero. Así, por un lado se prevén medidas de protección del inversor, de manera que la Ley da respuestas decididas en relación con la comercialización de los instrumentos híbridos y otros productos complejos para el cliente minorista, entre los que se incluyen las participaciones preferentes, con el fin de evitar que se reproduzcan prácticas irregulares ocurridas durante los últimos años. Además, se intensifican los poderes de control que tiene la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la comercialización de productos de inversión por parte de las entidades, especialmente en relación con los citados productos complejos». El Gobierno primero y el legislativo después hacen dos importantes afirmaciones que cabe resaltar: por un lado se refieren a estas medidas como «otro tipo» y la expresión «...pero también de importancia» parece precisamente quitarle la que realmente tienen en comparación con la regulación que se afecta en otros supuestos. En el juego de intereses el legislador deja de ser consciente del problema subjetivo e individual de los inversores para atender al que supone mayor problema sistémico bancario optando nuevamente por una protección del mayor y una desprotección del menor. La segunda de las afirmaciones es, si cabe, aún más sintomática, puesto que reconoce que las prácticas anteriores con dichos instrumentos en relación a los pequeños inversores no pueden tildarse sino de «irregulares». Cuestión esta que ataca y afronta desde una regulación pro-futuro y por lo tanto sin atajar el problema. Se añaden los apartados k y l de la disposición adicional y se introduce una regulación propia (adicional decimotercera) referida a la comercialización a minoristas de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles y financiaciones subordinadas computables como recursos propios con los siguientes límites³⁸:

1.º La comercialización o colocación entre clientes o inversores minoristas de emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito, exigirá el cumplimiento de los requisitos siguientes:

a. La emisión ha de contar con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de al menos el cincuenta por ciento del total de esta, sin que el

³⁷. Un análisis urgente de dicha norma es realizado por PÉREZ DAUDÍ, V., «Las participaciones preferentes de entidades financieras intervenidas. Análisis de las posibilidades procesales del inversor», en <http://www.elderecho.com/www-elderecho-com/participaciones-financieras-intervenidas-Analisis-posibilidades_11_454930003.html>.

³⁸. Este apartado será ampliamente tratado en otro capítulo de la presente obra.

número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta, y sin que sea de aplicación a este supuesto lo previsto en el artículo 78 bis.3.e) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

b. En el caso de emisiones de participaciones preferentes, o instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas, en los términos del artículo 495 de la Ley de Sociedades de Capital, el valor nominal unitario mínimo de los valores será de 100.000 euros. En el caso de las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo será de 25.000 euros.

2.º La presente Disposición tiene la consideración de norma de ordenación y disciplina del mercado de valores, constituyendo su incumplimiento una infracción muy grave conforme a lo previsto en el título VIII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

3.º Lo dispuesto en las letras a) y b) anteriores no resultará de aplicación en el ámbito de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada regulados en el capítulo VII de esta Ley, ni a los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada emitidos al objeto de canjear otros valores de este tipo emitidos con anterioridad al 31 de agosto de 2012. Dos importantes excepciones que sin duda nos sitúan en un mundo diferente para el futuro (solo con limitaciones a los efectos de garantizar la capacidad de devolución, si bien pensando en la solvencia) y otro muy diferente para solventar la problemática existente con todas las emisiones que se hubieran hecho hasta dicha fecha distinguiendo entre supuestos de solvencia y de insolvencia (a los que el legislador, como veremos, terminará llamando actuación temprana, reestructuración o resolución).

7. El 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 no afectará a la norma regulatoria de las PPR sino que introduce un mecanismo de liquidez a los tenedores de participaciones de entidades financieras intervenidas por el FROB si bien desde una perspectiva imperativa en cuanto al canje y a la valoración de las mismas por cuanto al cambiarlas por acciones (de esa entidad o de otra en la que aquella participe) el Fondo de Garantía de Depósitos no la adquirirá sino a precio de

mercado³⁹ y por ello el valor final de la inversión dependerá del tipo de canje (fijado por el FROB) y del valor de mercado de la acción por la que se haya canjeado⁴⁰.

IV. LOS FUNDAMENTOS EUROPEOS DE SU REGULACIÓN

Los apartados 17 y 18 del Memorándum de julio de 2012 resultan ciertamente desalentadores para los inversores de estos productos. Partimos de una regulación que se denomina «reparto de la carga» y que señala que se adoptarán medidas a fin de aligerar la carga para el contribuyente de la reestructuración bancaria. Tras asignar pérdidas a los accionistas, las autoridades españolas exigirán la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada. Los bancos que no precisen ayuda estatal estarán exentos de cualquier ejercicio obligatorio de esta naturaleza. Antes del final de agosto de 2012, se aprobarán normas que garanticen la eficacia de los ejercicios de responsabilidad subordinada. Las autoridades españolas introducirán las modificaciones legislativas necesarias para permitir los ejercicios de

³⁹ En este sentido un ejemplo de ello puede ser el plan aprobado para Bankia, por el FROB según comunicación de fecha 22 de marzo de 2013 y publicado en su página web.

1. Para los tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua de NCG, el FROB impondrá a la entidad la recompra de los instrumentos financieros con unos descuentos sobre el valor nominal resultantes de la aplicación de la metodología contenida en los Planes aprobados por el FROB y el Banco de España, y en las Decisiones de la Comisión Europea. Esos descuentos dependerán de la naturaleza del instrumento y de las características y remuneración del mismo.
2. El resultado final estimado es de un recorte medio para los tenedores de participaciones preferentes del 43% y para los tenedores de deuda subordinada perpetua del 41%.
3. En el caso de la deuda subordinada con vencimiento, los tenedores tendrán la opción de canjearla, bien por acciones de NCG previo el descuento correspondiente sobre el nominal, o por bonos o depósitos bancarios con el mismo vencimiento y con un previo descuento sobre el nominal del 1,5% por mes hasta la fecha de vencimiento de la emisión y desde el 1 de diciembre de 2012. Ello deja el recorte medio estimado para esta categoría de la deuda subordinada con vencimiento en un 22%.
4. Una vez recomprados los instrumentos, se impondrá la reinversión del importe de la recompra en acciones de NCG Banco.

⁴⁰El referido Dictamen del Banco Central Europeo de marzo de 2013 señala en este sentido que “deben respetarse los principios de reparto de cargas acordados en el MoU (apto 17). Es esencial que el precio que pague el FGD por las acciones que adquiera de los inversores minoristas en el marco de los ejercicios de responsabilidad subordinada sea justo. A falta de cotización, el precio debe ser el precio de mercado inferido, es decir, basado en la valoración económica de la entidad solo como punto de partida, de manera que los inversores en entidades admitidas a cotización no resulten desfavorecidos. En este sentido, el BCE observa que la versión final de la ley exige expresamente que: i) el precio de adquisición no sea más alto que el valor de mercado de las acciones; ii) la adquisición cumpla las normas de la Unión sobre ayudas estatales, y iii) el FGD solicite la emisión de un informe de un experto independiente que determine dicho valor de mercado.”

responsabilidad subordinada, cuando el reparto exigido de la carga no se logre de forma voluntaria. Estas modificaciones deberán incluir disposiciones que contemplen la plena participación en tales ejercicios de los titulares de instrumentos de capital híbrido y de deuda subordinada. A finales de julio de 2012 las autoridades españolas habrán determinado las medidas legales necesarias para configurar este marco, de tal modo que su adopción plena se verifique antes de que finalice el mes de agosto del mismo año. El Banco de España desincentivará que los bancos que hayan de recurrir a la ayuda estatal apliquen estos ejercicios de responsabilidad subordinada a una prima superior al 10% de la par por encima de los precios de mercado hasta diciembre de 2012.

En el nivel comunitario, la regulación se realiza en la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009⁴¹. La Directiva no califica la participación preferente como instrumento de deuda, sino como instrumento de capital híbrido al que se ha de aplicar el mismo tratamiento contable y financiero que reciben los recursos propios de la entidad de crédito emisora. El considerando tercero de esta señala que «los instrumentos de capital híbridos desempeñan un papel importante en la gestión corriente del capital de las entidades de crédito. Dichos instrumentos permiten a las entidades de crédito conseguir una estructura de capital diversificada y llegar a un amplio abanico de inversores financieros. El 28 de octubre de 1998, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea alcanzó un acuerdo, tanto sobre los criterios de admisibilidad, como sobre los límites para la inclusión de determinados tipos de instrumentos de capital híbridos en los fondos propios básicos de las entidades de crédito».

El marco regulador global bancario instrumentado en Basilea III⁴² analiza estos instrumentos y señala que el capital de Nivel 1⁴³ de las entidades financieras deberá estar compuesto en su mayoría por acciones ordinarias y beneficios no distribuidos. Las deducciones del capital y los filtros prudenciales se han armonizado internacionalmente y se aplican sobre el capital Ordinario (*common equity*) o su equivalente en el caso de entidades distintas de sociedades por acciones. El resto de la base de capital de Nivel 1 lo integrarán instrumentos subordinados, que generen cupones o dividendos no acumulativos completamente discretionales, y que no tengan ni fecha de vencimiento ni incentivos para su amortización anticipada. Dejarán de admitirse progresivamente instrumentos de capital híbridos innovadores con incentivos para su amortización anticipada por incorporar mecanismos como las cláusulas de remuneración escalonada creciente (*stepup*), actualmente limitados al 15% del capital de Nivel 1⁴⁴. En definitiva y «como parte de lo acordado en Basilea III, las participaciones preferentes emitidas por los bancos y cajas españolas y que actualmente forman parte del Tier 1 (capital, reservas y preferentes) dejarán de contar en el Tier 1 en un período de 10 años, por lo que ya no les interesará a los bancos mantenerlas. Para que las preferentes puedan formar parte del Tier 1, se les exigirá que puedan absorber pérdidas, es decir, que el banco pueda amortizarlas por menos del nominal si tiene problemas económicos, cosa que no ocurre con ninguna emisión

⁴¹. Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis.

⁴². Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Diciembre de 2010 (rev. junio de 2011). BPI.

⁴³. El capital de Nivel 1 deberá estar compuesto en su mayoría por acciones ordinarias y beneficios no distribuidos según dicho instrumento.

⁴⁴. SALINAS, V., «La solvencia de las entidades bancarias: el nuevo acuerdo de capital, Basilea 2», <http://portales.gva.es/c_economia/web/rveh/pdfs/n9/obser2_9.pdf>.

de las que actualmente circulan en el mercado. Así pues, lo lógico es pensar que las actuales preferentes serán amortizadas antes de 2023, lo que las convierte de inversiones perpetuas a inversiones a 12 años vista como mucho⁴⁵».

De esta forma, entre la Directiva citada, que afirmaba que los instrumentos de capital híbridos desempeñan un papel importante en la gestión corriente del capital de las entidades de crédito, y que dichos instrumentos permiten a las entidades de crédito conseguir una estructura de capital diversificada y llegar a un amplio abanico de inversores financieros, hasta Basilea III que los excluye para el cálculo del capital Tier 1 porque no tienen capacidad de absorber pérdidas (en principio); y hasta el memorándum de entendimiento, en donde para el supuesto de recibir ayudas públicas el criterio es repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada, resulta entonces que estos instrumentos han venido a ser desconsiderados por el propio legislador comunitario precisamente porque lo que antes era un fortalecimiento del capital de las entidades ahora se ha convertido en una rémora de dichas entidades dada la emisión indiscriminada que de esta se ha hecho. Lo que evidencia también que el legislador europeo ha olvidado durante todo ese tiempo la protección del cliente y minoritario en favor del sistema bancario en el que sigue estando más preocupado por la influencia alemana en la recuperación económica.

V. LA PROTECCIÓN DEL INVERSOR **MINORISTA**

Cuando se realiza una afirmación como esta: «...Las preferentes no son instrumentos para ser vendidos entre particulares, sino que son instrumentos que tienen “un nivel de sofisticación más elevado” y que por su propia naturaleza deberían ser vendidos entre clientes institucionales, gestoras de inversión o fondos de pensiones». «Cuando se han distribuido entre particulares había quien ha entendido bien los riesgos, pero también es seguro que ha habido gente que no entendía los riesgos de lo que estaba comprando⁴⁶», la primera cuestión que se nos plantea, a partir de lo que ya hemos señalado, es, en relación al titular de estas, el concepto de inversor minoritario⁴⁷ y su protección; y evidentemente los derechos que respecto de dichos productos él pudiera tener, partiendo de que las últimas reformas vienen a delimitarlo a partir de la cuantía (disposición adicional decimotercera de la Ley 9/2012) bajo la siguiente consideración:

1.º La comercialización o colocación entre clientes o inversores minoristas de emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito exigirá el cumplimiento de los requisitos siguientes:

a. La emisión ha de contar con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de al menos el cincuenta por ciento del total de ella, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a cincuenta, y sin que sea de aplicación a este supuesto lo previsto en el artículo 78 bis.3.e) de la Ley 24/1988, de 28

⁴⁵. Basilea III elimina las participaciones preferentes: Buen momento para invertir en ellas!, 15 de septiembre de 2010, en <<http://www.rankia.com/blog/fernand2/556524-basilea-iii-elimina-participaciones-preferentes-buen-momento-para-invertir-ellas>>.

⁴⁶. <<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/directm12/empresas-finanzas/noticias/4468609/12/12/Bankia-reconoce-ahora-que-las-preferentes-no-son-para-particulares.html>>.

⁴⁷. Vid. al respecto PRATS ALBENTOSA, L., «Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de consumidores», *Diario La Ley*, n.º 7970, Sección Tribuna, Editorial La Ley, 22 de noviembre de 2012.

de julio, del Mercado de Valores.

b. En el caso de emisiones de participaciones preferentes, o instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas, en los términos del artículo 495 de la Ley de Sociedades de Capital, el valor nominal unitario mínimo de los valores será de 100.000 euros. En el caso de las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo será de 25.000 euros.

Como hemos podido comprobar, la regulación de dichos instrumentos se delimita desde la protección fiscal, primero, y de la solvencia de las diferentes entidades que pueden emitirlos. Pero en primer lugar y fundamentalmente por razones fiscales, dado que las entidades financieras habían acudido a la constitución de sociedades filiales en paraísos fiscales para, con ello, conseguir incrementar sus recursos y evitar un tratamiento fiscal desfavorable.

Nada hasta las dos últimas reformas se había hecho para proteger al inversor o al cliente de dichas sociedades; y en este caso solo particularizado en el concepto MIFID de inversor suficientemente informado respecto del que no lo es a partir de la distinción cuantitativa de la inversión realizada.

El artículo 78 bis de la Ley del Mercado de Valores recoge la distinción entre inversores minoristas y profesionales, y lo hace mediante un sistema de delimitación negativo; es decir, se definen los profesionales y el resto deberá considerarse minorista (apartado cuarto): en particular tendrán la consideración de cliente profesional:

a. Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea⁴⁸.

b. Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c. Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1. que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;
2. que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;

3. que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

d. Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

e. Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras⁴⁹.

f. Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas⁵⁰.

⁴⁸. Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

⁴⁹. Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio.

⁵⁰. La admisión de la solicitud y renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos: 1. que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores; 2. que el valor del efectivo y valores depositados sea

El RD 1310/2005⁵¹, que tiene por objeto la regulación de los requisitos y del procedimiento aplicables a las admisiones a negociación de valores negociables en los mercados secundarios oficiales españoles, así como a las ofertas públicas de venta o suscripción de valores negociables y el establecimiento de las condiciones para la elaboración, aprobación y distribución de los folletos que hayan de publicarse en estos supuestos, matiza de forma muy similar esta clasificación.

Se trata igualmente de instrumentos financieros complejos de conformidad a lo previsto en el artículo 79 bis.8 de la LMV, que conllevan por ello una especial diligencia de información que se tratará en otro apartado del presente de forma individualizada.

Se pretende con ello compensar el conocimiento (o menor conocimiento), con la obligación de información⁵², pero también se delimita en función de las particularidades de estos productos que en definitiva tienen limitada, como veremos, la posibilidad de venta o liquidación, pueden implicar pérdidas potenciales e incluso de la totalidad.

Dichos instrumentos, además, no se recogen en la protección prevista en el Real Decreto-ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito⁵³, sino que quedan sujetos a la normativa legal (de la que tienen origen) y a las condiciones de emisión de estos. Por lo tanto quedarán excluidos de su protección para los supuestos de:

a) Que la entidad de crédito haya sido declarada o se tenga judicialmente por solicitada la declaración de concurso de acreedores, y esas situaciones conlleven la suspensión de la restitución de los valores o instrumentos financieros; no obstante, no procederá el pago de esos importes si, dentro del plazo previsto reglamentariamente para iniciar su desembolso, se levantara el concurso mencionado⁵⁴.

b) Que, habiéndose producido la no restitución de los valores o instrumentos financieros, el Banco de España determine que la entidad de crédito se encuentra en la imposibilidad de restituirlos en el futuro inmediato por razones directamente relacionadas con su situación financiera.

Esta correlación entre el conocimiento (o pericia) y el deber de información ha sido discutida por algún autor como origen exclusivo de la responsabilidad⁵⁵ partiendo de la necesidad de superación ante el cliente minorista del régimen de tutela basado en la información reglada y apostando por un sistema de «obligaciones de diligencia profesional de imperativo seguimiento ante él por parte de la entidad a través de la cual aquel canaliza sus decisiones de inversión en valores negociables y cuyo incumplimiento sea fuente de responsabilidad contractual de la misma y, caso de que tal entidad sea al tiempo emisora de los valores, la consecuencia de la infracción no debe detenerse en la responsabilidad contractual referida, sino que debe poder

superior a 500.000 euros; 3. que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

⁵¹. Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

⁵². Dedicamos un particular capítulo a las formalidades derivadas de la normativa legal en estos supuestos.

⁵³. <<http://www.boe.es/boe/dias/2011/10/15/pdfs/BOE-A-2011-16173.pdf>>.

⁵⁴. Vid. al efecto SANJUÁNY MUÑOZ, E., «La entidad de crédito frente al concurso de acreedores», *Diario La Ley*, Año XXVI, Número 6163, viernes, 7 de enero de 2005.

⁵⁵. Vid. ALONSO ESPINOSA, *op. cit.*

fundamentar la nulidad o anulabilidad, en su caso, de los contratos de suscripción⁵⁶».

Por lo tanto, y para supuestos generales, la canalización de la inversión en el asesoramiento por un lado conllevaría la posibilidad de control de la diligencia y, por otro, la emisión conllevaría la posibilidad de fundamentar la nulidad de los contratos. Al control de la diligencia dedicaremos un particular capítulo en relación a los administradores de la sociedad; en referencia a la nulidad de los contratos por la emisión de este se dedican sendos capítulos tanto para el estudio doctrinal y jurisprudencial de la materia como en referencia a las diferentes sentencias que hasta el momento se han dictado sobre esta problemática.

Respecto de la forma de comercialización⁵⁷ las razones de información y suficiencia de la información han sido las que han venido a delimitar la actuación de los tribunales sin perjuicio de que el movimiento general producido no ha conllevado, como veremos, una respuesta satisfactoria por parte del legislador.

Por otro la matización podría determinarse a partir del cliente ya existente tanto del asesor como del emisor, particularizando una posible responsabilidad en virtud del conflicto de intereses que de la primaria relación pudiera derivarse. En este sentido se ha dicho⁵⁸ que el artículo 70 quáter LMV establece la obligación de la entidad de impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes y que por ello cabe concluir que las entidades de crédito pueden resultar responsables contractuales ante su clientela minorista perjudicada por la suscripción de participaciones preferentes si han producido perjuicios a esta en infracción de su deber legal de impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes en los términos referidos.

Y por último en la posibilidad de acudir al régimen de competencia desleal en cuanto a dichas prácticas por la contravención de las reglas de buena fe o engaño que pudiera haberse derivado de ellas. Y en este sentido la LCD⁵⁹ podría fundamentar el ejercicio de las acciones previstas en su artículo 32 (art. 4.1 en relación al artículo 7) máxime si concurre la infracción por la entidad de crédito prestadora del servicio de inversión de sus obligaciones en materia de información hacia la clientela minorista y en materia de prevención y tratamiento de las situaciones de conflicto de intereses entre los suyos propios y los de su clientela según lo expuesto⁶⁰. [Cuestión esta que ha sido recientemente puesta de manifiesto con la publicación en prensa⁶¹ de un extracto de un informe secreto de la CNMV sobre el incumplimiento del artículo 70 quáter de la LMV.](#)

En el marco de las sociedades que emitan dichos instrumentos al amparo de la Ley de Sociedades de Capital la cuestión se centra en saber si el régimen de obligaciones previsto para las sociedades anónimas es el régimen aplicable (401 y ss.) o por el contrario debemos estar a la regulación propia de estos productos al margen del sistema de financiación que mediante el presente prevé la citada norma. La sujeción a dicho régimen conllevaría una serie de garantías y obligaciones desde el emisor de esta. El inicial precepto citado recoge dos apartados interesantes: «La sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones podrán emitir series numeradas de

⁵⁶. REGADERA SÁENZ, J. M., «El consentimiento en los contratos bancarios complejos», en *Protección de los particulares sobre las malas prácticas bancarias. Especial referencia a los intereses moratorios y remuneratorios*. CDF. CGPJ, 9/2011.

⁵⁷. PÉREZ DAUDÍ, V., y SÁNCHEZ GARCÍA, J., «Las participaciones preferentes de entidades financieras intervenidas. Análisis de las posibilidades procesales del inversor», *El derecho*. 26 de septiembre de 2012.

⁵⁸. *Vid.op. cit.*, ALONSO ESPINOSA.

⁵⁹. Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.

⁶⁰. *Vid.op. cit.*, ALONSO ESPINOSA.

⁶¹[Noticia aparecida en eldiario.es de 10 de abril de 2013.](#)

obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda. Salvo lo establecido en leyes especiales, los valores que reconozcan o creen una deuda emitidos por sociedad anónima quedarán sometidos al régimen establecido para las obligaciones en el presente título». La regla general por lo tanto es la sujeción a dicha forma de emisión de deuda y por tanto a su régimen, pero la excepción sería la existencia de leyes especiales que así lo regulen. Al recogerlos el artículo 7 de la Ley 13/1985 y matizarlos fiscalmente la disposición adicional segunda a los efectos de recoger los requisitos que permiten computarlos como recursos propios, quedarían fuera de la regulación de aquellas, dado que «atendido su régimen legal y su tratamiento contable, resulta que la participación preferente se halla mucho más próxima a las acciones y demás valores participativos que a las obligaciones y demás valores de deuda⁶²». Sin embargo debemos nuevamente recordar que la regla establecida para cualquier instrumento de creación de deuda en la LSC es la de que dichos valores, cuando reconozcan o creen – como es el caso– una deuda, quedarán sometidos al régimen establecido para las obligaciones en el presente título. La salvedad no es una excepción a su aplicación, sino una excepción en cuanto a la normativa aplicable por cuanto pueda estar regulado en dichos instrumentos. Razón de ser, además, que conllevaría o podría conllevar la aplicación analógica de dicha normativa por la misma regla general que esta establece. Además deberíamos considerar que la normativa prevista en la Ley 13/1985 no limita la existencia de preferentes a quienes reúnan los requisitos previstos en dicha norma (disposición adicional segunda), sino que solo los que reúnan dichos requisitos, además, serán computados como recursos propios, por lo que todavía nos faltaría un régimen general cuyo único exponente es el referido a las obligaciones. El apartado séptimo de la disposición adicional segunda recoge que «a las emisiones de instrumentos de deuda a las que se refieren los dos apartados precedentes no les será de aplicación la limitación impuesta, por razones de capital y de reservas, en los artículos 405 y 411 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital ni en relación con la sociedad emisora ni con la sociedad dominante del grupo». Y es por ello que parece, con la excepción establecida, que la aplicación del régimen de obligaciones se generalizaría en todos los supuestos.

VI. DERECHOS DERIVADOS DEL PRODUCTO

1. Diferentes clases-diferentes derechos

Si partimos de la Ley 13/1985 (disposición adicional segunda) tendríamos que diferenciar entre participaciones preferentes que reúnan los requisitos previstos en dicha norma y otras que no lo reúnan. La diferencia sería entonces que los primeros se computarían como recursos propios, mientras que los segundos no. Es evidente por tanto que las citadas participaciones preferentes convendrían en tener, o en la necesidad de consolidar, un régimen base de derechos y obligaciones que serían inexistentes en la normativa especial que lo regula salvo para estos supuestos. De hecho toda la normativa que hemos venido citando viene a delimitar los requisitos de dichas participaciones preferentes siempre en relación a los recursos propios de la sociedad considerados como tales de forma diferente en entidades financieras que entidades que no tengan este objeto social.

Por otro lado estarían aquellos supuestos que la citada disposición adicional segunda recoge en los apartados quinto y sexto (emisiones de instrumentos de deuda realizadas por entidades que coticen en mercados organizados o sus filiales con dicho objeto exclusivo, emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria y sociedades íntegramente participadas por entidad de crédito que también las haya emitido) y a los

⁶². *Vid., op. cit.*, ALONSO ESPINOSA.

que, cumpliendo los requisitos allí establecidos, les es aplicable el mismo régimen salvo los límites previstos en los artículos 405 y 411 de la Ley de Sociedades de capital.

En último lugar estarían las emisiones realizadas por sociedades cotizadas y aquellas que no lo son, y con ello la distinción de dichos requisitos a los efectos de poder computarlos en recursos propios de la sociedad o no.

Pero además tendríamos el régimen aplicable a aquellas participaciones preferentes, que veremos en el apartado posterior, sujetas a cualquier disciplina prevista por la reciente normativa (con transitorias incluidas) del Fondo de Reestructuración y Ordenación Bancaria (FROB).

Partiendo de lo anterior, se ha dicho por los autores⁶³ que la caracterización de las preferentes es ofrecer una «ventaja económica para los inversores (...) que les permite disfrutar de un dividendo preferente no acumulable». El dividendo, sin embargo, se distribuirá siempre que exista beneficio, por un lado, y cuando este beneficio no deba ir a reservas de la propia entidad emisora en tanto acumule déficit conforme a la normativa legal vigente al momento.

Aunque no son rescatables, sí que es cierto que la emisora podrá ejercitar el mismo condicionado al transcurso de un periodo corto de tiempo y con un precio bajo.

En el supuesto de liquidación, y por régimen general y sin perjuicio de lo que diremos a continuación como consecuencia de la normativa aprobada sobre rescate de entidades financieras, el inversor tiene derecho a percibir la cuota de liquidación.

Sin embargo no conceden a sus titulares derechos políticos respecto de la sociedad emisora, aunque se suelen recoger en las emisiones aspectos importantes que matizan este apartado y que se concretan en: 1. El impago de determinados dividendos durante un periodo de tiempo consecutivo; 2. La modificación sobrevenida de esos derechos y por ello el requerimiento del acuerdo de sus titulares; y, 3. La disolución y liquidación (sin perjuicio de lo señalado) del emisor.

En todos los supuestos existe una subordinación al pago preferente de los demás acreedores y de ahí la terminología utilizada en la normativa internacional y española al referirse a este tipo de productos como deuda subordinada (*hybrid capital holders and subordinated debt holders*).

Hemos señalado más arriba que el artículo 2.1.h) LMV nos dice que se considerarán en todo caso valores negociables, a los efectos de la presente Ley, «las participaciones preferentes». Es por ello que deberá cumplirse, en mercado primario y secundario, lo previsto para estos supuestos, que se tratará en otro apartado del presente libro.

Hemos señalado que la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 se refiere a estas bajo la siguiente condición: «Requisitos para la computabilidad de las participaciones preferentes como recursos propios y régimen fiscal aplicable a las mismas así como a determinados instrumentos de deuda». Y que por ello debemos distinguir entre participaciones preferentes que computan como recursos propios de aquellas que no computan (*primera distinción*). Para que puedan ser consideradas en recursos propios de las entidades que las emiten deben cumplir los requisitos propios que la misma recoge. El apartado sexto de dicha adicional nos señala que lo dispuesto en esta disposición adicional será aplicable, igualmente, a las participaciones preferentes emitidos por entidades cotizadas que no sean de crédito o por una sociedad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la consideración de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad, directa o indirectamente, a entidades cotizadas que no sean de crédito (*segunda distinción*). Por lo tanto una nueva distinción, en relación a los derechos que se conceden, nos vendría a delimitar la existencia de participaciones preferentes emitidas por entidades cotizadas y otras no cotizadas, pero siempre referidas al cumplimiento de unos requisitos establecidos en la adicional para su cómputo como

⁶³. VILLACORTA HERNÁNDEZ, M. A., *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*. Tesis doctoral.

recursos propios. Nos encontraríamos entonces con emisiones de participaciones de entidades cotizadas (sean o no de crédito) en donde el régimen es diferente en función de su sometimiento o no a la normativa propia de las primeras y de la Ley del Mercado de Valores.

Por otro lado debemos señalar que el régimen de emisión, siempre para su cómputo como recursos propios, nos permite distinguir las emisiones realizadas por una sociedad anónima residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan en su totalidad directa o indirectamente a una entidad de crédito española y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes. El régimen entonces sería para sociedades que cuelgan directa o indirectamente de una entidad de crédito (*tercera distinción*).

El apartado cinco, aunque ya trata de supuestos fiscales, amplía los supuestos al señalar que «el régimen previsto en los apartados 2 y 3 de esta Disposición será también aplicable a las emisiones de instrumentos de deuda realizadas por entidades que cumplan los requisitos de la letra a) del apartado 1 y que coticen en mercados organizados. Además, en el caso de emisiones realizadas por una entidad filial su actividad u objeto exclusivo será la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros, y deberán cumplirse los requisitos de cotización en mercados organizados y de inversión en la entidad dominante que se establecen en las letras g) y b) de dicho apartado. Igualmente, resultará aplicable el citado régimen a los valores cotizados en mercados organizados y emitidos con cargo a fondos de titulización hipotecaria, regulados por la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria y a fondos de titulización de activos regulados por la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero» (*cuarta distinción*).

El apartado 1.L de la citada adicional nos permite distinguir entre emisiones de sociedades que sí son cotizadas y otras que no lo son (*quinta distinción*): «En el caso de emisiones de entidades que no sean sociedades cotizadas, en los términos del artículo 495 de la Ley de Sociedades de Capital, el valor nominal unitario mínimo de las participaciones preferentes será de 100.000 euros, y en el caso de las restantes emisiones, el valor nominal unitario mínimo de las participaciones preferentes será de 25.000 euros». Pero lo seguimos viendo en el régimen aplicable a las participaciones financieras a que se refiere el artículo 7 de la citada norma y por ello para su computabilidad como recursos propios.

El régimen para unos y otros es diferente. Ello nos permitiría distinguir entre emisiones de sociedades cotizadas de las que no lo son; dentro de las primeras las emisiones directas e indirectas; asimismo emisiones de otro tipo de sociedades cotizadas. Y por último, y en relación a todas las emisiones que por cumplir dichos requisitos suponen un aumento de los recursos propios de dichas entidades de los que, por no cumplirlos, no entrarían en dicho cómputo y por tanto con menor capacidad de endeudamiento (*sexta distinción*). Este régimen se completaría con la disposición adicional decimotercera de la Ley 9/2012, que será tratada en otro apartado y que se refiere solo a los inversores minoristas pero en relación a las emisiones de entidades de crédito que computen como recursos propios.

Si se computan en recursos propios⁶⁴ deberán cumplir dichos requisitos y por lo tanto están sujetos a los derechos, limitaciones y condiciones que estos establecen. La problemática se suscitara entonces respecto de las que no lo cumplen, partiendo de que lo que parece haber querido el legislador es regular las diferentes emisiones y los

⁶⁴. Circular 7/2012, de 30 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre requerimientos mínimos de capital principal.

requisitos para su emisión. Sin embargo la regulación, parcial y cercenada, parcheada en el tiempo y que obedece a necesidades de solvencia y fiscales, nos permite hacer la distinción que hemos señalado. Si no cumplen dichos requisitos y suponen la emisión de deuda (en el híbrido financiero que hemos intentado ver) es difícil abstraerse, a nuestro entender, de la aplicación del régimen de obligaciones previsto en los artículos 401 y ss. de la Ley de Sociedades de capital.

El apartado 7 de dicha adicional recoge que «a las emisiones de instrumentos de deuda a las que se refieren los dos apartados precedentes no les será de aplicación la limitación impuesta, por razones de capital y de reservas, en los artículos 405 y 411 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, ni en relación con la sociedad emisora ni con la sociedad dominante del grupo». Debiéndose someter –cuando se trata de computabilidad en recursos propios– al régimen particularmente previsto en la adicional y con la exención de limitación que prevén los citados preceptos, es evidente que cuando no se someten o resultan incumplidos dichos requisitos el régimen de derechos (y la consecuente posibilidad de emisión) debe estar comprendida en la regulación de la ley de sociedades de capital para la emisión de obligaciones. Y por tanto con los derechos y obligaciones previstos en la norma. Así se deriva del propio artículo 401.2 LSC cuando recoge que «salvo lo establecido en leyes especiales, los valores que reconozcan o creen una deuda emitidos por sociedad anónima quedarán sometidos al régimen establecido para las obligaciones en el presente título». Y por ello también con la prohibición de que la sociedad de responsabilidad limitada pueda acordar o garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones.

Se desarrollaría en el último supuesto, por tanto, la necesidad de cumplimiento de las condiciones de emisión (art. 403 LSC), la necesidad de garantías para la emisión (art. 404 LSC), el límite máximo previsto en el art. 405 LSC, la obligación de cumplir los requisitos de obligaciones convertibles, para el supuesto en que lo sean, conforme a los artículos 414 y ss. de la LSC; el sistema de reembolso y rescate previsto en los artículos 430 a 432 LSC, y evidentemente el régimen de responsabilidad previsto en la norma.

Las preferentes se negocian en el AIAF (Mercado de Renta Fija), conforme al acuerdo de la CNMV de 21 de octubre de 1998⁶⁵. Su negociación se verá en otro apartado de forma más desarrollada.

2. El producto del rescate bancario

La Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, señala que «...se establecen mecanismos voluntarios y obligatorios de gestión de instrumentos híbridos de capital, que afectarán tanto a las participaciones preferentes como a la deuda subordinada. Corresponde al FROB acordar la aplicación de estas acciones e instrumentarlas en los términos que permite la Ley, valorando la idoneidad de su aplicación». Y, siguiendo con la exposición de motivos, matiza que «por un lado se prevén medidas de protección del inversor, de manera que la Ley da respuestas decididas en relación con la comercialización de los instrumentos híbridos y otros productos complejos para el cliente minorista, entre los que se incluyen las participaciones preferentes, con el fin de evitar que se reproduzcan prácticas irregulares ocurridas durante los últimos años», introduciendo la disposición adicional decimotercera sobre comercialización a minoristas de participaciones preferentes,

⁶⁵. Orden de 1 de agosto de 1991, por el que se autoriza el funcionamiento del Mercado AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros) como mercado secundario organizado no oficial de valores. BOE de 12 de septiembre. Con el nombre de AIAF Mercado de Renta Fija se conocerá el Mercado autorizado por la OM del 1-VIII-1991 y cuyo régimen jurídico es el previsto en su Reglamento, en los Estatutos de AIAF Mercado de Renta Fija, S.A., y en la normativa del Mercado de Valores.

instrumentos de deuda convertibles y financiaciones subordinadas computables como recursos propios por parte de las entidades de crédito e introduce los apartados k y l de la tan referida Ley 13/1985. Por último también introduce la participación del FROB o su intervención en relación a estos productos, conforme veremos.

Hemos de partir de que la citada norma tiene como uno de sus objetos regular los procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución de entidades de crédito que en definitiva suponen una serie de medidas que de menor a mayor medida afectan a las entidades de crédito y a su solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno para reconducirlas o resolverlas al margen del proceso concursal y por tanto como normativa paraconcursal. Es ahí donde intervienen las autoridades administrativas y en concreto el FROB, que para los supuestos de reestructuración y resolución (en situaciones más graves de dichas entidades) parte del principio, por lo que a los titulares de participaciones preferentes se refiere, de que soportarán, en su caso, las pérdidas derivadas de la reestructuración o de la resolución después de los accionistas, cuotapartícipes o socios y de acuerdo con el orden de prelación establecido en la legislación concursal, con las salvedades establecidas en esta Ley. Parece por tanto que en estos supuestos los acreedores de este tipo sujetos a medidas de reestructuración y resolución de entidades de crédito estarían sujetos primero a lo dispuesto en esa norma y posteriormente al orden de prelación, en cuanto a la pérdida de derechos económicos, en lo que recoge la ley concursal (supuesto que se tratará en un apartado diferente).

La distinción entre los diferentes supuestos de intervención obedece a lo señalado en su propio articulado:

a) Actuación temprana: El procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando incumpla o existan elementos objetivos conforme a los que resulte razonablemente previsible que no pueda cumplir con los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, pero se encuentre en disposición de retornar al cumplimiento por sus propios medios, sin perjuicio del apoyo financiero público excepcional y limitado previsto en el artículo 9.f) de esta Ley.

b) Reestructuración: El procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando requiera apoyo financiero público para garantizar su viabilidad y resulte previsible que dicho apoyo será reembolsado o recuperado de acuerdo con lo previsto en el capítulo V, o cuando no pudiera llevarse a cabo su resolución sin efectos gravemente perjudiciales para la estabilidad del sistema financiero.

c) Resolución: El procedimiento aplicable a una entidad de crédito cuando esta sea inviable o sea previsible que vaya a serlo en un futuro próximo, y por razones de interés público y estabilidad financiera resulte necesario evitar su liquidación concursal.

La reestructuración o la resolución requerirán de un plan que deberá ser aprobado por las autoridades señaladas en la norma. En relación a dichos planes (con intervención, desinversiones, venta de activos, etc.) el capítulo VII se refiere a la gestión de instrumentos híbridos. En referencia a ellos el artículo 39 de la norma señala que los citados planes deberán incluir la realización de acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que tengan emitidos las entidades de crédito a las que corresponden dichos planes, para asegurar un adecuado reparto de los costes de reestructuración o de resolución de la entidad conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos en esta y, en particular, para proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos. Las acciones que incluyan los planes de reestructuración y de resolución a los efectos del apartado anterior podrán afectar a las emisiones de instrumentos híbridos, como participaciones preferentes u obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada, con o sin vencimiento, obtenida por la entidad de crédito, ya sea de forma directa o a través de una entidad íntegramente participada, directa o indirectamente, por aquella. Las

acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada podrán afectar a todas o a parte de las emisiones o financiaciones a las que se refiere el apartado anterior, pero deberán tener en cuenta el distinto orden de prelación que puedan tener entre sí las emisiones.

Estas medidas, que serán aceptadas con carácter voluntario por el inversor, podrán ser:

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

No obstante para estas dos últimas se requiere el consentimiento de los inversores en los términos en que recoja el folleto de emisión. Una vez aprobado el plan de reestructuración o de resolución y con suficiente antelación con respecto a su ejecución, las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada serán anunciadas mediante hecho relevante, publicadas en la página web de la entidad y, en su caso, en el boletín de cotización del mercado en el que los títulos estén admitidos a negociación. En el caso de que la entidad de crédito no esté obligada a la elaboración de un folleto informativo, de conformidad con el artículo 30 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y normativa concordante, esta deberá elaborar y poner a disposición de los inversores afectados un documento informativo que contenga todos los datos necesarios para que estos puedan valorar adecuadamente la conveniencia de aceptar la propuesta de la entidad.

[En tal sentido ya hemos hecho referencia al 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.](#)

Sin embargo se establecen tres reglas que debemos considerar importantes como limitativas de derechos:

1.º Las anteriores medidas podrán ir acompañadas de otras modificaciones de los términos de las emisiones afectadas y, en particular, de la introducción del carácter discrecional del pago de la remuneración, sin que para ello la norma haya establecido voluntariedad o mayoría alguna para su modificación.

2.º Si no se alcanza un acuerdo le resultará aplicable el régimen previsto en la Sección 2.ª del Capítulo VIII, por el que el FROB, con carácter de acto administrativo, aprobará las medidas aplicables⁶⁶, tomando en consideración que estas serán vinculantes para las entidades de crédito a quienes van dirigidas, para sus entidades íntegramente participadas de forma directa o indirecta a través de las cuales se haya realizado la emisión, y para los titulares de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada. En este caso se refieren a acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que tendrán como finalidad asegurar un reparto adecuado de los costes de la reestructuración o la resolución de las entidades de crédito, conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y tratando de minimizar el uso de los recursos públicos y preservar o restaurar la posición financiera de las entidades de crédito que reciban apoyo financiero del

⁶⁶. En cualquier momento, en caso de que concurren circunstancias excepcionales, el FROB podrá, conforme al procedimiento previsto en el artículo 46 de esta Ley, modificar una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

FROB. En definitiva, una comunidad de pérdidas en la que se incluyen los titulares de estos instrumentos y que podrá conllevar:

a) El aplazamiento, la suspensión, la eliminación o modificación de determinados derechos, obligaciones, términos y condiciones de todas o alguna de las emisiones de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de la entidad. Las modificaciones podrán afectar, entre otros, a: 1.º El pago de intereses. 2.º El reembolso del principal. 3.º Los supuestos de incumplimiento. 4.º La fecha de vencimiento. 5.º Los derechos individuales o colectivos de los inversores. 6.º El derecho de solicitar la declaración de un incumplimiento. 7.º El derecho a exigir cualquier pago relacionado con los valores.

b) La obligación de la entidad de recomprar los valores afectados al precio que determine el propio FROB⁶⁷.

3.º No es aplicable en estos supuestos las limitaciones recogidas en la disposición adicional decimotercera para comercialización a minoristas de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles y financiaciones subordinadas computables como recursos propios. En concreto, esta señala que «no resultará de aplicación en el ámbito de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada regulados en el capítulo VII de esta Ley ni a los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada emitidos al objeto de canjear otros valores de este tipo emitidos con anterioridad al 31 de agosto de 2012⁶⁸».

Consecuencia de esta actuación del FROB es la limitación de derechos a los titulares y terceros de las participaciones no solo en lo ya señalado, sino también en el régimen de reclamación:

1.º Los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectados no podrán iniciar ningún otro procedimiento de reclamación de cantidad con base en un incumplimiento de los términos y condiciones de la emisión correspondiente, si dichos términos han sido afectados por una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada acordada por el FROB y la entidad está cumpliendo con su contenido.

2.º Los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectados no podrán reclamar de la entidad ni del FROB ningún tipo de compensación económica por los perjuicios que les hubiera podido causar la ejecución de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

⁶⁷. A dichos efectos la valoración de los citados instrumentos se recoge en el artículo 45, en donde señala: «El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria deberá valorar la idoneidad y el contenido de la acción de gestión que vaya a acordar en función de los siguientes criterios:

a) La proporción que representan los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de la entidad con respecto al total de activos de esta.

b) El importe de las ayudas públicas percibidas o que vaya a percibir la entidad y su forma de instrumentación y, en particular, si la entidad ha recibido o va a recibir apoyo financiero en forma de capital social.

c) La proporción que representan las ayudas públicas percibidas o comprometidas con respecto a los activos ponderados por riesgo de la entidad.

d) La viabilidad de la entidad de crédito sin dichas ayudas.

e) La capacidad actual y futura de la entidad de crédito para captar recursos propios en el mercado.

f) El importe que recibirían los titulares de instrumentos híbridos de la entidad de crédito y de deuda subordinada en caso de disolución y liquidación de esta y a falta de ayudas públicas.

g) El valor de mercado de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada a los que vaya a afectar la acción.

h) La efectividad obtenida o que podría obtener una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada llevada a cabo por la entidad.

i) El grado de probabilidad con que los inversores aceptarían voluntariamente las medidas previstas en el artículo anterior, teniendo en cuenta, además, el perfil mayoritario de las inversiones en cada una de las emisiones a las que vaya a afectar la acción.

⁶⁸. La sujeción de estas lo será conforme al Real Decreto-Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

3.º Las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que sean acordadas por el FROB, así como las actuaciones de la entidad de crédito dirigidas al cumplimiento de estas, no podrán ser consideradas como una causa de incumplimiento o vencimiento anticipado de las obligaciones que mantenga la entidad de crédito con terceros distintos de los referidos. En consecuencia, las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada no modificarán, suspenderán ni extinguirán las relaciones de la entidad de crédito con terceros, así como tampoco otorgarán nuevos derechos ni impondrán nuevas obligaciones a la entidad de crédito frente a aquellos. En particular, las citadas acciones de gestión de instrumentos híbridos que sean acordadas por el FROB, así como las actuaciones de la entidad de crédito dirigidas al cumplimiento y ejecución de estas, no podrán alegarse por terceros como un supuesto de alteración del rango del orden del pago de la deuda de la entidad, a efectos de su invocación para el ejercicio por estos de acciones procesales. En consecuencia, las acciones de gestión de instrumentos híbridos no modificarán, suspenderán ni extinguirán las relaciones de la entidad de crédito con terceros, así como tampoco otorgarán nuevos derechos ni impondrán nuevas obligaciones a la entidad de crédito frente a aquellos.

Estas decisiones adoptadas por el FROB y el acuerdo correspondiente se publicarán en el «Boletín Oficial del Estado» y en la página web del propio Fondo. La entidad de crédito afectada deberá asegurar el conocimiento del contenido de la acción acordada por el FROB por los inversores afectados por ella, mediante la publicación de la acción en su página web y, en su caso, como hecho relevante en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en el boletín de cotización de los mercados en los que los valores afectados estén admitidos a negociación. El acuerdo surtirá efectos desde la fecha de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Desde su publicación y para el caso de no estar conformes los titulares deberán acudir a la vía administrativa para impugnar los planes (otra vía mercantil se abrirá en el supuesto de intervención del FROB si bien con un estatuto propio que excede de lo previsto en este apartado y que se dirige, con un margen limitado de tiempo, a controlar o exigir responsabilidad por su gestión) que hayan sido aprobados. Así, el artículo 73 recoge las especialidades del recurso contra las decisiones y actos administrativos dictados en materia de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, que obedecen al siguiente esquema:

Estarán legitimados para impugnarlo:

a) Los accionistas o socios de la entidad de crédito emisora de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que representen al menos un 5% del capital social y, en su caso, la entidad íntegramente participada a través de la cual se haya instrumentado la emisión.

b) Los titulares de valores incluidos en el ámbito de aplicación de la acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

c) El comisario o representante del sindicato o asamblea que agrupe a los titulares de los valores de una determinada emisión afectada por la acción, siempre que este esté facultado para ello en virtud de los términos y condiciones de dicha emisión y de las reglas que regulen el funcionamiento de dicho sindicato o asamblea.

En el caso de que el recurso contencioso-administrativo interpuesto por titulares de valores incluidos en el ámbito de aplicación de la acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada o por el comisario o representante del sindicato o asamblea que los agrupe sea estimado, el fallo únicamente tendrá efectos con respecto a la emisión o emisiones en las que hubieran invertido.

El Banco de España o el FROB podrán alegar ante la autoridad judicial las causas que determinen la imposibilidad material de ejecutar una sentencia que declare contraria a derecho alguna de las decisiones o de los actos. El Juez o Tribunal apreciará la concurrencia o no de dichas causas y fijará, en su caso, la indemnización

que deba satisfacerse de acuerdo con el criterio de atribución de responsabilidad fijado en el artículo 72. El importe de la citada indemnización alcanzará, como máximo, la diferencia entre el daño efectivamente sufrido por el recurrente y la pérdida que habría soportado en caso de que, en el momento de adoptarse la correspondiente decisión o acuerdo, se hubiera producido la liquidación de la entidad en el marco de un procedimiento concursal.

Al valorar las causas que determinan la imposibilidad material de ejecutar una sentencia, de acuerdo con lo previsto en el apartado anterior, el Juez o Tribunal habrá de tener particularmente en cuenta:

a) El volumen especialmente significativo o la complejidad de las operaciones afectadas o que pudieran verse afectadas.

b) La existencia de perjuicios que, de ejecutarse la sentencia en sus estrictos términos, se derivarían para la entidad y para la estabilidad del sistema financiero.

c) La existencia de derechos o intereses legítimos de otros accionistas, socios, obligacionistas, cuotapartícipes, acreedores o cualesquiera otros terceros, amparados por el ordenamiento jurídico.

3. Las situaciones concursales

Otro apartado (de desarrollo a lo largo de la obra) son las diferentes situaciones concursales (Ley 22/2003, Concursal) y el tratamiento que pueda dárseles a dichas participaciones preferentes, partiendo de que ni se catalogan, como hemos visto, de participaciones ni pueden considerarse preferentes⁶⁹. Aun a pesar de que el Doing Business de 2012, elaborado por el Banco Mundial⁷⁰, nos dice que hemos mejorado en un punto al respecto de nuestra regulación de insolvencia, ciertamente los fallos del sistema se muestran, entre otros, en una desregulación o indiferencia ante este tipo de productos, que se tratan como instrumentos subordinados y por ello sujetos al marco del artículo 92.2.º de la Ley Concursal y sin perjuicio de poder plantearnos diferentes posibilidades en función de la concreta emisión.

La perspectiva puede ser variada en tanto al concurso del propio tenedor, el de la entidad financiera sujeta o no a medidas de actuación temprana, reestructuración o resolución o a otras emisoras, cotizadas o no, que hayan jugado con este tipo de productos. La perspectiva se incrementa en relación a aquellas emisiones que cumplan requisitos para computar como recursos propios de las que no y, por último, en referencia a la verdadera naturaleza de estas en función de las distintas clasificaciones que hemos visto.

El contrato de emisión (folleto) determinará por otro lado (incluso el incumplimiento de determinados requisitos de emisión o de la nulidad declarada por los tribunales) la posibilidad de encuadrar el producto como crédito contra la masa (la casuística puede ser inmensa), y por ello –solo en función de las características de estas y particularizando la situación a cada una de ellas– intentar cobrar con «preferencia», haciendo gala, entonces, del apellido que las define.

Afirmábamos en la primera edición de esta obra que *a priori* las perspectivas no son buenas y las posibles situaciones concursales de quienes las emiten afectarán perjudicialmente al tenedor, al no preverse una medida similar de transmisión (al banco puente o no) de dichos instrumentos o de su gestión a otra entidad. Cuestión esta que con carácter general y para las entidades financieras se recoge en la Ley 6/2005, de 22

⁶⁹. Afirma ESPINOSA, op. cit., que: «Denominar legalmente “participación preferente” al valor negociable caracterizado por los aspectos expuestos es un ejemplo de despropósito legal porque es una denominación engañosa por sí misma e inductora a confusión. Por dos razones: (i) Porque no es una “participación” en sentido societario; y (ii) porque no incorpora ningún derecho que, en rigor, pueda calificarse como “preferente”».

⁷⁰. <<http://www.worldbank.org/>>.

de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito⁷¹, pero no en relación a otro tipo de emisoras. Sin embargo la publicación del RD 6/2013 introduce una modificación en el articulado de la Ley 9/2012⁷² de enorme importancia en tanto señala que los créditos transmitidos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria no serán calificados como subordinados en el marco de un eventual concurso del deudor, aun cuando la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria fuese accionista de la sociedad deudora. No obstante, si ya hubiese sido calificado el crédito como subordinado con carácter previo a la transmisión, conservará tal calificación. La Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria ostentará, respecto a los créditos por ella adquiridos después de la declaración de concurso, derecho de adhesión a la propuesta o propuestas de convenio que se presenten por cualquier legitimado, así como derecho de voto en la junta de acreedores. Se produce entonces la asunción de la aportación y una afectación externa de la ley concursal en cuanto a la calificación y al derecho de voto en dichos procesos concursales.

En definitiva, y salvo lo dicho, la perspectiva concursal resulta muy problemática para las emisoras que no son entidades financieras, y dificultosa para las que sí lo son en tanto a su declaración de concurso y la aplicación de la normativa sobre saneamiento y liquidación. El punto intermedio, como hemos visto, es el régimen de actuación temprana, reestructuración y resolución de la Ley 9/2012, pero incluso en este caso –como afirma su preámbulo– «supone necesariamente una modulación de los principios de universalidad y de *pars conditio creditorum* que rigen los procedimientos de insolvencia».

VII. CONCLUSIONES

Sin pretender ánimo de sistematización, que por otro lado resulta imposible a la vista de la complejidad de lo ya recogido, y sin perjuicio de las conclusiones particulares que se derivan de cada uno de los apartados del presente libro, sí que podemos concluir que la regulación que ha pretendido el legislador de este tipo de productos ha sido, desde el principio, parcial e insuficiente. En ningún supuesto el legislador ha previsto un sistema de ayuda o solución al inversor minorista que no sea el recogido en la penúltima reforma (RD 24/2012), completado por la última (Ley 9/2012) pero dirigido al riesgo en función de la limitación de las emisiones y por tanto en garantía de la solvencia de dichos productos; cuestión que en modo alguno salva, por otros motivos, la insolvencia de las emisoras y la responsabilidad frente a los inversores.

El legislador está más preocupado de la solvencia y fiscalidad que de la protección del minoritario. Y de la seguridad de la intervención del FROB en las entidades financieras que de otros motivos.

Algún autor⁷³ ha señalado que «el problema es que ninguno de los cambios posibles en el sistema es positivo desde todo punto de vista; y que aldesaparecer las presiones coyunturales que han precipitado el problema la tentación de dejarlo todo como está es muy fuerte». Pero es evidente, como hemos visto, que una cosa es que el legislador o el poder público no estén muy interesados y otra que la regulación que se establezca

⁷¹. El objeto de esta Ley es incorporar al ordenamiento jurídico español las disposiciones de la Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y liquidación de las entidades de crédito, regulando los efectos y especialidades de las medidas de saneamiento y los procedimientos de liquidación que afecten a las entidades de crédito y sucursales.

⁷² Se añaden unos nuevos apartados h), i) y j) en el artículo 36.4 de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

⁷³. RAMOS MUÑOZ, D, «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku», *Diario La Ley*, n.º 7970, Sección Tribuna, Editorial La Ley 22 de noviembre, 2012.

sea incluso más limitativa y perjudicial para el inversor.

El sometimiento al inversor al régimen contencioso-administrativo (ya no digamos el tema de las tasas judiciales⁷⁴ que pudieran derivarse de dicha participación) contra los actos del FROB o del Banco de España, y la limitación de acciones en caso de su intervención, resulta ciertamente desconocida (por grave) en nuestro derecho en la protección al consumidor, respecto al cual desde la Unión Europea se viene insistiendo desde hace ya bastantes años. Todo ello sin contar con la cuasi-impunidad que se está recogiendo en el juego de los artículos 49 y 71 de la citada norma respecto de la gestión de este.

Pero sí tenemos claro que el régimen normativo de las participaciones preferentes no solo resulta insuficiente sino que además no recoge una regulación completa de él atendiendo a los diferentes tipos y naturalezas que hemos tratado de exponer a lo largo del presente capítulo.

Si esas participaciones preferentes son emitidas cumpliendo determinados requisitos que la norma establece y para su cómputo como recursos propios o no, es un régimen que deberá tomarse en seria consideración para saber si la posterior intervención (en estos supuestos) del FROB es también atacable o no en virtud de las limitaciones que hemos recogido.

Los titulares (a los que la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 también llama tenedores) que hayan contratado un producto de este tipo y con este riesgo (que otorga lo peor de cada uno de los híbridos que lo componen) no pueden quedar sujetos a una normativa (salvo aceptación voluntaria) cuando la contratación adolezca de nulidad en alguno de los elementos esenciales del negocio (consentimiento, objeto y causa); y es por ello que toda limitación que pueda establecer en su reclamación el legislativo puede y debe estar sujeta a la revisión por los tribunales en cuanto al axioma del que se parte. De otra forma dicho, no es posible limitar el producto o la reclamación frente a él cuando el negocio es nulo.

La existencia de un número ingente de afectados y las resoluciones que al respecto vienen declarando los Tribunales⁷⁵ sobre estos⁷⁶ no se refiere a su operatividad, sino a la nulidad radical de los contratos, fundamentalmente por error en el consentimiento, sobre la base del cliente minorista que contrata un producto de alto riesgo sin información pertinente. Es esta la normativa que debería aprobarse sobre las participaciones preferentes, a la vista de la situación de inferioridad que quien ha contratado con tal cualificación tiene. No es suficiente, por tanto, con una protección del sistema financiero y con la condena al cliente o minorista a vagar por los tribunales (limitándole el acceso a ellos por ley cuando de entidades financieras se refiere) con un nuevo sacrificio patrimonial previo a la obtención de una sentencia favorable. Es necesario que se proteja al individuo, a la persona, al minorista, como una medida más de protección social del propio sistema. De otra forma estamos condenados a la falacia de que lo que es bueno para todos es bueno para cada uno de los individuos que la componen y a la más que triste intervención (como se está viendo últimamente) de los poderes públicos en las relaciones entre privados, pero *maximizado* (si se permite la

⁷⁴. Ley 10/2012, de 20 de noviembre, por la que se regulan determinadas tasas en el ámbito de la Administración de Justicia y del Instituto Nacional de Toxicología y Ciencias Forenses. [Es importante hacer notar que el legislador, al menos parcialmente en cuanto a tenedores de PPR emitidas por entidades financieras, también ha buscado una ratificación en esta – a mi punto de vista- desproporcionada norma reguladora de las tasas; se mantiene en su *erre que erre* y como solución ofrece un arbitraje que parte de saber que quien emite está intervenido, que tiene serios problemas de solvencia y que o es esa solución o difícil encontrarla a corto plazo. El consumidor, el cliente, el minorista aceptará dicha medida sabiendo que otra solución puede ser más larga y más costosa.](#)

⁷⁵. *Vid.* por ejemplo la sentencia de 10 de octubre de 2012. Juzgado de 1.ª Instancia n.º 21 de Valencia. O Sentencia AP Pontevedra, Sección 6.ª, 25 de abril de 2012. Recurso n.º 3001/2011.

⁷⁶. Este apartado será tratado en un capítulo aparte.

expresión informática) con una desprotección del inferior y una sobreprotección del que contrató a sabiendas de las tendencias, de los riesgos y de la inferioridad del que contrataba con ellos.