

CLAVES PRÁCTICAS

FRANCIS LEFEBVRE

**Participaciones
Preferentes:
Arbitraje, acciones
civiles y penales**

Actualizado a 29 de noviembre de 2013

Esta monografía de la Colección
CLAVES PRÁCTICAS
es una obra editada por iniciativa y bajo
la coordinación de
Ediciones Francis Lefebvre

JOSÉ LUIS GÓMARA HERNÁNDEZ
Abogado del Estado

© EDICIONES FRANCIS LEFEBVRE, S. A.
Monasterios de Suso y Yuso, 34. 28049 Madrid. Teléfono: 91 210 80 00.
Fax: 91 210 80 01
www.efl.es
Precio: 26 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-15911-28-9
Depósito legal: M-35765-2013
Impreso en España por Printing'94
Puerto Rico, 3. 28016 Madrid

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Dirijase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

Plan general

	Nº marginal
CAPÍTULO 1. Introducción	5
1. Concepto y evolución	7
2. Diferencias con otras figuras	65
a. Diferencias con las acciones o participaciones sociales de las sociedades de capital	75
b. Diferencias con las obligaciones emitidas por sociedades de capital	95
3. Aparición de las participaciones preferentes en el mercado español	150
a. Antes de 2008	155
b. Desde 2008 en adelante	165
CAPÍTULO 2. Régimen jurídico de las participaciones preferentes	180
1. Normativa europea	190
2. Normativa estatal	203
3. Circulares CNMV	245
4. Otra normativa en protección de consumidores y usuarios	260
CAPÍTULO 3. Características de las participaciones preferentes	310
1. Valor negociable	320
2. Producto financiero complejo y de riesgo	330
3. Remuneración	360
4. Perpetuidad	375
5. Falta de liquidez y negociación	385
6. Amortizable anticipadamente por el emisor	400
7. Orden de prelación en caso de insolvencia del emisor	405
8. Recursos propios de las entidades de crédito	415
CAPÍTULO 4. Emisión de participaciones preferentes	480
1. Requisitos de emisión	485
2. Mercado de valores	510
3. Folleto informativo del emisor	520
4. Comercialización a minoristas de participaciones preferentes	540
CAPÍTULO 5. Régimen fiscal de las participaciones preferentes	600
1. Características	602
2. Cuantificación del rendimiento	605

Nº
marginal

CAPÍTULO 6. Participaciones preferentes como producto financiero y de inversión: régimen de las empresas de servicios de inversión.....	665
1. Instrumentos financieros.....	670
2. Servicios de inversión.....	700
3. Servicios Auxiliares.....	715
4. Autorización administrativa previa para la prestación de servicios de inversión.....	730
5. Empresas de servicios de inversión.....	750
6. Clases de empresas de servicios de inversión.....	815
7. Entidades de crédito como prestadoras de servicios de inversión.....	855
8. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.....	865
9. Agentes de empresas de servicios de inversión.....	890
CAPÍTULO 7. Normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión.....	965
A. Tipología de normas de conducta.....	970
B. Normas de conducta aplicables por razón del momento de la contratación.....	985
1. Normativa pre-MiFID.....	990
2. Normas de conducta aplicables con posterioridad al 21-12-2007. Post-MiFID.....	1065
a. Clasificación de los clientes.....	1070
b. Obligaciones de las entidades que prestan servicios de inversión.....	1107
c. Contenido de los contratos. Contratos-tipo.....	1480
d. Comunicación de operaciones a la CNMV.....	1545
e. Deberes de las entidades que prestan servicios de inversión.....	1567
f. Conflictos de interés.....	1625
CAPÍTULO 8. Organización administrativa.....	1800
1. Comisión Nacional del Mercado de Valores.....	1810
2. Banco de España.....	1880
3. Fondo de Garantía de Depósitos.....	1890
4. Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada.....	1900
5. El Defensor del Pueblo y las participaciones preferentes.....	1925
6. Ministerio Fiscal y las participaciones preferentes.....	1955
CAPÍTULO 9. Diversas modalidades contractuales para la adquisición de participaciones preferentes.....	2000
1. Contrato de gestión de carteras de inversión.....	2010
2. Contrato individual de adquisición de participaciones preferentes.....	2075

	Nº marginal
3. Contrato de administración de valores	2100
CAPÍTULO 10. Nulidad de los contratos de adquisición de participaciones preferentes	2150
1. Nulidad del contrato	2160
2. Anulabilidad del contrato	2175
3. Vicios del consentimiento	2180
4. Nulidad por error del consentimiento	2190
5. Error del consentimiento por falta de información sobre el objeto del contrato por la entidad financiera	2195
6. Información y teoría del riesgo	2215
7. Confianza en las entidades de crédito	2220
8. Clientes con conocimientos financieros	2235
9. Dolo: nulidad por ocultación dolosa de información por la entidad bancaria	2240
10. Nulidad por falta de realización del test de idoneidad	2250
CAPÍTULO 11. Vías de impugnación del contrato de adquisición de participaciones preferentes	2300
1. Arbitraje de consumo	2310
2. Vía judicial civil	2315
3. Vía judicial penal	2320
CAPÍTULO 12. Sistemas extrajudiciales de solución de la controversia generada por la adquisición de participaciones preferentes	2400
1. Canje por acciones u otros valores	2410
2. Gestión de instrumentos híbridos de capital en las entidades objeto de planes de reestructuración y de resolución	2425
a. Acciones de gestión que podrá acordar el FROB	2437
b. Titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada	2440
CAPÍTULO 13. Vía arbitral: arbitraje de consumo	2500
A. Sistema Arbitral de Consumo	2510
B. Arbitraje en las entidades participadas por el FROB	2515
C. Fases del proceso arbitral	2525
1. Solicitud de arbitraje	2530
2. Fase intermedia: comunicación del resultado de la valoración por la consultora	2550
a. Convenio individual de arbitraje	2555
b. Efectos de la suscripción del convenio arbitral	2560
c. Tramitación del procedimiento arbitral	2580
d. Junta Arbitral Nacional	2590
e. Laudo	2610

Nº
marginal

CAPÍTULO 14. Acciones civiles contra los contratos de adquisición de participaciones preferentes	2700
1. Consecuencias de la iniciación del procedimiento judicial civil	2710
2. Procedimiento judicial civil	2715
a. Demanda	2720
b. Acciones	2730
c. Contestación a la demanda	2800
d. Motivos de oposición de las entidades comercializadoras	2805
e. Prueba	2845
f. Sentencia	2950
g. Hechos de apariencia delictiva: remisión de actuaciones por el juez civil	3010
CAPÍTULO 15. Vía Penal	3065
1. Principio de intervención mínima del Derecho Penal	3080
2. Acciones civiles y penales: compatibilidad y ejercicio	3095
3. Existencia de delito en la emisión y/o comercialización de participaciones preferentes	3120
4. Tipos delictivos	3130
a. Delito de publicidad engañosa	3145
b. Delito de estafa	3160
c. Delito de falsedad de la información económico-financiera en folletos o estafa de inversores	3125
d. Delito de apropiación indebida	3220
e. Delito de administración fraudulenta o desleal	3230
f. Delito de maquinación para alterar el precio de las cosas	3240
g. Delito de abuso de información privilegiada	3250
h. Delito de falsedad de las cuentas anuales	3255
5. Competencia	3265
6. Derecho a querellarse	3285
a. Escrito de querrela	3290
b. Admisión a trámite o archivo de la querrela	3295
Anexo	
Modelo de demanda en solicitud de nulidad del contrato de adquisición de participaciones preferentes	3400

Abreviaturas

ADICAE	Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AJD	Actos Jurídicos Documentados
AN	Audiencia Nacional
AP	Audiencia Provincial
art.	artículo/s
AV	Agencia de Valores
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CC	Código Civil (RD 24-7-1889)
CCom	Código de Comercio (RD 22-8-1885)
Circ	Circular
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Const	Constitución Española
CP	LO 10/1995
CV	Consulta Vinculante
DGT	Dirección General de Tributos
Dir	Directiva
disp.adic.	disposición adicional
disp.trans.	disposición transitoria
EAFI	Empresa de Asesoramiento Financiero
EBA	(European Banking Authority) Autoridad Europea Bancaria
EDJ	El Derecho Jurisprudencia
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos
FGE	Fiscalía General del Estado
FIN-NET	Red transfronteriza de denuncia extrajudicial sobre servicios financieros
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
ITPAJD	Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados
JPI	Juzgado de Primera Instancia
L	Ley
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil (L 1/2000)
LECr	Ley de Enjuiciamiento Criminal (RD 14-9-1882)
LJCA	Ley de la Jurisdicción Contencioso-administrativa (L 29/1998)
LMV	Ley del Mercado de Valores (L 24/1988)
LO	Ley Orgánica
LOFAGE	Ley de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado (L 6/1997)
LOPJ	Ley orgánica del poder judicial (LO 6/1985)
LRJPAC	Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común (L 30/1992)

LSC	Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital (RDLeg 1/2010)
MiFID	(Market in Financial Instruments Directive) Dir 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados de instrumentos financieros de 21-4-2004
OAI	Oficina de Atención al Inversor
OM	Orden Ministerial
PASF	Plan de acción de servicios financieros
RD	Real Decreto
RDL	Real Decreto Ley
RDLeg	Real Decreto Legislativo
Redacc	redacción
Resol	Resolución
Rgto	Reglamento
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SGC	Sociedad Gestora de Carteras
SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SMN	Sistemas Multilaterales de Negociación
SV	Sociedad de Valores
TS	Tribunal Supremo
TCo	Tribunal Constitucional

Introducción

La presente obra analiza el régimen jurídico de un producto financiero de gran actualidad: las participaciones preferentes que resulta, asimismo, de utilidad y aplicación a otros productos que presentan características similares a las mismas.

Como es habitual en la colección «Claves prácticas» su enfoque es eminentemente práctico analizando tanto su régimen jurídico sustantivo, como las distintas vías de impugnación o reacción que nuestro ordenamiento jurídico ofrece a los tenedores de este tipo de productos frente a los emisores y a las entidades que los han comercializado sin cumplir con las garantías de información exigidas legalmente.

Para una mejor **comprensión de la problemática** que este producto financiero ha generado se analiza el contexto de la aparición en nuestro mercado y la reacción que ha suscitado tanto en los entes reguladores, CNMV y Banco de España, como en otras instituciones como el Defensor del Pueblo y la Fiscalía General del Estado, así como en el propio legislador, antes y después de la Directiva MIFid (Dir 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados de instrumentos financieros de 21-4-2004).

La **confianza** que los inversores minoristas tenían depositada en un sistema bancario seguro, en las personas que les vendieron las participaciones preferentes, la premura en la firma de los contratos y la falta de capacidad para entender el funcionamiento de lo que suscribían, han sido razones determinantes para entender la firma masiva de contratos de adquisición de participaciones preferentes en nuestro país.

Puede que se trate del **peor de los valores negociables** regulados en el panorama español; la mayoría de las entidades financieras han colocado una parte importante de sus participaciones preferentes entre sus clientes minoristas, que tenían sus ahorros asegurados en depósitos a plazo fijo en la propia entidad, y que tenían un perfil de riesgo conservador.

Para ello les aseguraron que eran instrumentos con una renta superior a cualquier depósito o imposición a plazo fijo y con una liquidez absoluta para el adquirente. Pero no les explicaron que son instrumentos financieros complejos, de riesgo elevado, no están cubiertos por ningún fondo de garantía, no tienen plazo de vencimiento inmediato y para su venta hay que acudir a un mercado secundario que no tiene liquidez inmediata.

Los ciudadanos han tenido conocimiento de la **verdadera naturaleza** del producto contratado una vez que han solicitado la disposición del dinero depositado, cuando comenzaban a sufrir pérdidas o dejaban de percibir los intereses.

Nuestros **tribunales de justicia** han dedicado estas y otras consideraciones en las sentencias dictadas recientemente en el seno de los procedimientos de impugnación de los contratos de adquisición de participaciones preferentes.

En la confianza de que será de utilidad tanto para abogados, sean o no litigantes, y para los propios afectados, para una mejor comprensión de la operatividad y de las posibilidades de defensa en los casos de comercialización de este producto, u otros que presentan características similares, se ha escrito esta obra.

José Luis Gómara Hernández
Abogado del Estado

Capítulo I. Introducción

ÍNDICE

1. Concepto y evolución	7
2. Diferencias con otras figuras	65
a. Diferencias con las acciones o participaciones sociales de las sociedades de capital.....	75
b. Diferencias con las obligaciones emitidas por sociedades de capital	95
3. Aparición de las participaciones preferentes en el mercado español	150
a. Antes de 2008.....	155
b. Desde 2008 en adelante.....	165

5

I. Concepto y evolución

Las participaciones preferentes han sido definidas por la **CNMV** como valores emitidos por una sociedad que no confieren participación en su capital ni derecho al **voto**. Tienen carácter perpetuo y su rentabilidad, generalmente de carácter variable, no está garantizada. Se trata de un **instrumento complejo y de riesgo elevado** que puede generar rentabilidad, pero también pérdidas de capital en lo invertido; no cotiza en bolsa negociándose en un mercado organizado, siendo su liquidez limitada, por lo que no resulta fácil deshacer la inversión.

7

Se trata de un instrumento financiero emitido por una sociedad que no otorga **derechos políticos** al inversor, que 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 5 años previa autorización del supervisor –en el caso de las entidades de crédito, el Banco de España– (JPI Santander núm 8, 26-12-12, EDJ 318660)

Las participaciones preferentes se encuadran dentro de los denominados «**híbridos financieros**» al ser una vía de financiación empresarial a largo plazo, a mitad de camino entre las acciones y las obligaciones o bonos. Se trata de valores atípicos de carácter perpetuo que forman parte de los recursos propios de la entidad que los emite desde el punto de vista contable, lo que las aproxima a las **acciones**, pero de las que se diferencian en que no conceden derechos políticos ni derecho de suscripción preferente.

10

El **objetivo** que han perseguido las entidades de crédito con la emisión de participaciones preferentes ha sido transformar en patrimonio neto el pasivo representado por el dinero que los suscriptores de aquéllas mantenían en régimen de contratos de **depósito bancario**; de esta forma el importe de la suscripción dejaba de computar como deuda o pasivo en términos contables, para integrar el patrimonio neto y, por tanto, sus titulares pasaban a ser partícipes de su riesgo patrimonial (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

- 15** El **Defensor del Pueblo** en las conclusiones de su Estudio sobre participaciones preferentes de 14-3-2013 (ver nº 1935 s.) pone de manifiesto que se vendieron participaciones preferentes a inversores minoristas que **desconocían la naturaleza del producto** que adquirirían y no comprendían su funcionamiento, siendo así que las mismas entidades emisoras de dichas participaciones se presentaban como asesores de sus clientes, no como vendedores de los productos. Además, las entidades daban una **imagen de solvencia y solidez** amparada por el Banco de España, que generaba confianza en los clientes, cuando luego no ha resultado ser cierto. El cliente así ha sufrido un error sobre el tipo de producto y la solvencia del sujeto que debía responder ante él. Cuando el cliente, aun asumiendo pérdidas, ha pretendido recuperar la inversión, ello no ha sido posible, porque necesitaba el consenso de la entidad, y ahora la autorización del Banco de España.

Esta definición descriptiva de las participaciones preferentes, siguiendo las características de este producto contenidas en la L 13/1985 disp.adic.2ª, ha sido utilizada por la **Oficina de Atención al Inversor** de la CNMV (<http://www.cnmv.es//PortallInversor/section.aspx?hid=171>) y la misma se recoge tanto en el Estudio del Defensor Pueblo sobre las participaciones preferentes de 14-3-2013, como en el JCI n.º 4 auto 24-6-13, EDJ 48293 y, JPI Santander n.º 8, 26-12-12, EDJ 318660, entre otros pronunciamientos judiciales.

La participación preferente es un valor negociable de imprecisa naturaleza. Inicialmente parece responder a un valor de deuda, por lo que de partida encajaría en la naturaleza propia de las **obligaciones** RDLeg 1/2010 art.401 s., ya que éstas se caracterizan porque «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 participativos que a las obligaciones y demás valores de deuda (JPI Santander n.º 1, 29-11-12, EDJ 266854).

- 20** La **confianza** que los inversores minoristas tenían depositada en un sistema bancario seguro, en las personas que les vendieron las participaciones preferentes, la premura en la firma de los contratos y la falta de capacidad para entender el funcionamiento de lo que suscribían, han sido razones determinantes para entender la **firma masiva** de contratos de adquisición de participaciones preferentes (Estudio Defensor del Pueblo sobre participaciones preferentes de 14-3-2013) (ver nº 1935 s.).

En cualquier caso, son productos híbridos que se alejan mucho de los que hasta el momento se estaban comercializando para el perfil inversor del tramo minorista y especialmente de los depósitos, dado que en ningún caso tienen una rentabilidad asegurada ni una forma de recuperar la inversión distinta a la venta del producto o, en su caso, a la espera de la fecha de vencimiento, lo que en muchos casos supone un largo periodo de tiempo durante el que no se percibirá remuneración alguna (Memoria de la FGE).

Estamos frente a un producto híbrido entre la **renta fija y variable**, porque no es deuda exigible al carecer de vencimiento, pero tampoco se pueden considerar acciones dado que no otorgan derechos políticos. Puede que se trate de el peor de los valores negociables regulados en el panorama español; especialmente si se considera que su régimen o sistema de rentabilidad no es el de una deuda en sentido propio porque su **devengo** está legalmente supeditado a los resultados del emisor, e incluso su pago puede depender de la decisión del órgano de administración de éste (JPI Santoña núm 1, 14-1-13, EDJ 4360). Véanse las partes de esta obra dedicadas al Defensor del Pueblo (nº 1935) y al Ministerio Fiscal y las participaciones preferentes nº 1955).

2. Diferencias con otras figuras

65

ÍNDICE

a. Diferencias con las acciones o participaciones sociales de las sociedades de capital.....	75
b. Diferencias con las obligaciones emitidas por sociedades de capital	95

Las participaciones preferentes tienen **en común** con otros valores, sean o no financieros, que se presentan como un medio o instrumento de inversión y de financiación empresarial, sin embargo presentan diferencias sustanciales que es preciso destacar.

70

A diferencia de otras posiciones jurídicas, como las del **depositante** de dinero o del **obligacionista** ordinario, la participación preferente no atribuye un derecho de crédito contra la entidad de crédito emisora por el que su titular quede facultado para exigir a ésta la restitución del valor nominal invertido en ella bajo determinadas circunstancias de tiempo o vencimiento (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

a. Diferencias con las acciones o participaciones sociales de las sociedades de capital

(RDLeg 1/2010 art.90, 91 y 92)

Las participaciones sociales en la sociedad de responsabilidad limitada y las acciones en la sociedad anónima son partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social.

72

Cada participación social y cada acción confieren a su titular legítimo la condición de socio y le atribuyen los derechos reconocidos en la ley y en los estatutos.

Las **acciones** pueden estar representadas por medio de títulos o por medio de anotaciones en cuenta. En uno y otro caso tendrán la consideración de valores mobiliarios. Las **participaciones sociales** en las sociedades de responsabilidad limitada no pueden estar representadas por medio de títulos o

de anotaciones en cuenta, ni denominarse acciones, y en ningún caso tendrán el carácter de valores.

- 75** En ocasiones se ha considerado que la participación preferente responde a la naturaleza de clase especial de acción cuya fuente de regulación es la ley, como sucede con las acciones sin voto y las acciones rescatables. Pero se trataría de una **acción desvirtuada y cautiva** porque los derechos más esenciales del accionista –todos los societarios y parte considerable de los patrimoniales– resultan en ella excluidos legalmente. La **naturaleza accionarial especial** de la participación preferente derivaría de las siguientes razones (JPI Santander núm 1, 29-11-12, EDJ 266854):
- 1.** Es destinataria de un especial régimen o sistema de rentabilidad cuya activación se condiciona legalmente a los resultados económicos de la entidad de crédito emisora pudiendo depender, tras la L 6/2011, de la decisión del órgano de administración de ésta.
 - 2.** No atribuye derecho a la **restitución de su valor nominal**. Es un valor potencialmente perpetuo o sin vencimiento ya que su regulación dispone de forma imperativa que el dinero captado por la entidad de crédito mediante su emisión deberá estar **invertido en su totalidad** 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.
 - 3.** La liquidez de la participación preferente solo puede producirse mediante su venta en el mercado secundario de valores en el que ésta cotice. Este hecho determina que el dinero invertido en ella deviene prácticamente **irrecuperable** ante los hechos que, legalmente, determinan la desactivación de su sistema de rentabilidad: bien porque el pago de la misma acarree que la entidad de crédito dejase de cumplir sus obligaciones en materia de recursos propios o porque no haya obtenido beneficios ni disponga de reservas reparables.
 - 4.** El nivel de seguridad en la recuperación de la inversión que ofrece la participación preferente es equiparable al que deparan las acciones. Al igual que sucede con éstas, el único supuesto en el que podría nacer un derecho al pago del valor nominal de la participación preferente sería el de la liquidación de la entidad de crédito emisora (y también de la sociedad dominante de ésta). Sin embargo, se entiende mayoritariamente que las participaciones preferentes no son acciones o participaciones en el capital social de sociedades mercantiles, dado que no otorgan derechos políticos en las sociedades mercantiles que las emiten.
- 80 Derechos de enajenación y venta** Asimismo, se diferencian de las acciones o participaciones sociales en que estas pueden tener un régimen de **transmisión inter vivos o mortis causa** que, incluso, otorguen derechos de adquisición preferente a favor de otros socios, mientras que los titulares de participaciones preferentes no ostentan un derecho de enajenación o venta ya que requieren del consentimiento de la entidad emisora.

La participación preferente no es una participación en sentido societario, que es lo que con mayor fuerza sugiere el término «participación»; **no** atribuye a su titular ninguno de los **derechos típicos del socio** de la entidad emisora, por contra, sí se derivan del mismo obligaciones próximas, si no iguales, a las de orden propiamente societario desde el prisma financiero o de participación en las pérdidas o riesgo patrimonial del emisor; el único «derecho» de participación que la participación preferente incorpora es el «derecho» de participación en las pérdidas del emisor (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

Las participaciones preferentes son un **valor de riesgo** equiparable a las acciones o, en su caso, a las cuotas participativas de cajas de ahorros o a las aportaciones de los socios de las cooperativas de crédito. El riesgo que asume el inversor en participaciones preferentes es el mismo que el de los accionistas, pero con la siguiente particularidad: los accionistas son titulares de derechos de control sobre el riesgo que soportan, derechos de los que carece el inversor en participaciones preferentes, ya que a éste no se le reconoce derecho alguno de participación en los órganos sociales de la entidad de crédito emisora (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398; JPI Santander núm 1, 29-11-12, EDJ 266854).

Además, los accionistas participan de forma directa en la **revalorización del patrimonio social** del emisor en proporción al valor nominal de sus acciones; en cambio, ante tal eventualidad favorable, el valor nominal de la participación preferente permanece inalterable mientras que, por el contrario, sí cabe su reducción en caso de pérdidas del emisor (JPI Santander núm 1, 29-11-12, EDJ 266854).

Derechos del inversor en acciones cotizadas El inversor en **acciones cotizadas**, comparado con el titular de participaciones preferentes, goza de mayor liquidez para su inversión, tiene probabilidad de revalorización del valor bursátil de su inversión y, seguramente, obtendrá unos rendimientos iguales o mejores que los fijos o variables procurados por las participaciones preferentes, ya que el devengo de éstos también depende —al igual que el dividendo— de la existencia de beneficios o de reservas distribuibles por parte del emisor-deudor en cuantía suficiente (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

El **socio** en una sociedad mercantil tiene, como mínimo, los siguientes **derechos**:

- a) participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación;
- b) asunción preferente en la creación de nuevas participaciones o suscripción preferente en la emisión de nuevas acciones o de obligaciones convertibles en acciones;
- c) asistir y votar en las juntas generales e impugnar los acuerdos sociales, y
- d) información (RDLeg 1/2010 art.93).

Las **sociedades de responsabilidad limitada** podrán crear participaciones sociales sin derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital y las **sociedades anónimas** podrán emitir acciones sin

85

90

derecho de voto por un importe nominal no superior a la mitad del capital social desembolsado (RDLeg 1/2010 art.98). Los titulares de participaciones sociales y acciones sin voto tendrán derecho a percibir el dividendo anual mínimo, fijo o variable, que establezcan los **estatutos sociales**. Una vez acordado el dividendo mínimo, sus titulares tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las participaciones sociales o a las acciones ordinarias (RDLeg 1/2010 art.99).

Las **participaciones preferentes** no otorgan a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión, ni pueden otorgar derechos de suscripción preferente respecto de futuras nuevas emisiones (L 13/1985 disp.adic.2ª redacc L 9/2012)

En caso de **concurso de acreedores** de la sociedad emisora, el titular de las participaciones preferentes ostenta un derecho de crédito con preferencia frente al accionista titular de acciones o participaciones sociales. Véase la parte de esta obra dedicada al orden de prelación en caso de insolvencia del emisor (nº 405 s.).

La sentencia del JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398, que sigue en este punto lo expuesto por el catedrático de derecho mercantil Alonso Espinosa, ha sido citada por su **exhaustividad** en el análisis del régimen jurídico de las participaciones preferentes por el Estudio del Defensor del Pueblo sobre las participaciones preferentes de 14-3-213 (ver nº 1935), así como por el Auto Juzgado Central de lo Penal nº 4 24-6-2013, EDJ 148293.

b. Diferencias con las obligaciones emitidas por sociedades de capital

(RDLeg 1/2010 art.401, 402, 403 y 404)

- 95** Las sociedades anónimas y las sociedades comanditarias por acciones pueden emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda. Las sociedades de responsabilidad limitada no podrán acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones.

Serán **condiciones necesarias** de la emisión de obligaciones la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad, de una persona que, con el nombre de comisario, concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas.

Las **participaciones preferentes**, aparentemente, parecen responder a un valor de deuda, por lo que podrían encajar en la naturaleza propia de las obligaciones RDLeg 1/2010 art.401, ya que éstas se caracterizan porque «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 las participaciones preferentes se hallan mucho más próximas a las acciones y demás valores participativos que a las

obligaciones y demás valores de deuda (JPI Santander núm 1, 29-11-12, EDJ 266854).

A diferencia de las obligaciones, la retribución a favor del titular de las participaciones preferentes se condiciona a la obtención de beneficios por la entidad emisora.

Las participaciones preferentes tienen jurídica y contablemente en los **balances de la entidad** que las emite una función eminentemente financiera por disposición legal, equiparable a la función del capital social de la entidad y demás elementos componentes del patrimonio neto, es decir, computa como recursos propios de la entidad de crédito emisora; es un concepto muy distinto del depósito a plazo o vista –pasivo de la entidad–; por ello, el dinero invertido en participaciones está sujeto por disposición legal y de forma permanente a la cobertura de las pérdidas del emisor, lo que acarrea el **riesgo de la pérdida total** de la inversión (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

3. Aparición de las participaciones preferentes en el mercado español

Las entidades financieras en España acudieron a la emisión de participaciones preferentes para **obtener capital**, beneficiándose de las menores dificultades y trámites que esta fórmula les generó respecto de otras formas de recapitalización como la emisión de obligaciones o ampliación de capital social.

Las participaciones preferentes han sido profusamente emitidas por las entidades de crédito en los últimos años como parte de su estrategia dirigida al **saneamiento de sus balances** ante la severa crisis financiera que les afectó.

El objetivo que perseguían las entidades de crédito con la emisión de participaciones preferentes era sistemáticamente la de transformar en patrimonio neto el pasivo representado por el dinero que los suscriptores de aquéllas mantenían en régimen de contratos de depósito bancario; en especial del **dinero del pequeño ahorrador** o cliente minorista captado a través del personal de sus respectivas oficinas con las que el ahorrador mantiene un estrecho margen de confianza que se han visto convertidos, muchas veces sin pretenderlo, de ahorradores clásicos a **financiadores de riesgo** (JPI Mataró núm 1, 5-2-13, EDJ 12398).

Puede **diferenciarse** la situación de las participaciones preferentes desde su aparición hasta finales de 2008 con respecto a la existente a partir de dicha fecha, tanto por su comercialización masiva entre clientes minoristas, como por la pérdida de interés por este producto financiero entre los clientes institucionales, así como la situación de las mismas entidades financieras y la crisis de la economía.

a. Antes de 2008

- 155** La **legislación española** permitió la emisión de participaciones preferentes y su negociación en los mercados de valores desde 1998, en virtud de un Acuerdo del Consejo de la CNMV, aunque con anterioridad las **filiales extranjeras** de empresas españolas domiciliadas fuera del territorio nacional ya emitían estos productos.

En noviembre de **1998** se produjo la emisión de participaciones preferentes por parte de una empresa española destinada a inversores de otro mercado, y a partir de esta fecha se multiplicaron este tipo de emisiones. Hasta julio de **2003**, las sociedades financieras realizaban emisiones de *preference shares* en los mercados internacionales a través de filiales domiciliadas en **territorios de baja tributación** –fundamentalmente las Islas Caimán– buscando recursos de inversores de otros países. Estas emisiones se realizaban a través de una **filial instrumental**, que tenía por objeto exclusivo la realización de este tipo de emisiones para financiar la actividad del grupo. La filial instrumental se domiciliaba en un territorio de baja tributación para aprovechar las ventajas tributarias, siendo además un gasto deducible el rendimiento satisfecho. La emisión recibía una **certificación de solvencia** o *rating* muy cualificada dado que el pago quedaba garantizado irrevocable y solidariamente por la sociedad dominante española.

Desde el punto de vista operativo, la deslocalización consigue una flexibilización en el procedimiento de emisión, en comparación con los requisitos exigidos para la captación de recursos a través de un incremento de capital social.

- 160** Desde 1998 se produce la emisión de este tipo de participaciones deslocalizadas por parte de las empresas y grupos españoles, y desde el 2003 el mayor porcentaje de estas preferentes pasó a colocarse entre particulares, que ofrecían una alta rentabilidad para compensar la ausencia de vencimiento y un grado de liquidez mínimo en todo caso.

Asimismo, a partir del año 1998 la colocación de participaciones preferentes entre los inversores experimentó un gran auge, especialmente entre el pequeño inversor.

Con anterioridad a 2008 las participaciones preferentes funcionaron con normalidad y los inversores pudieron **recuperar su capital sin ninguna dificultad**. Al menos hasta 2008 el valor nominal de las participaciones preferentes coincidía con su valor de mercado o venta, realizándose la mayor parte de las colocaciones de preferentes indistintamente entre inversores institucionales y minoristas.

- 162** La L 19/2003 reguló con mayor detalle los requisitos de las participaciones preferentes de las entidades de crédito a efectos de su cómputo como recursos propios y su régimen fiscal.

En este período las participaciones preferentes mantuvieron suficiente liquidez, debido a la práctica de las entidades financieras, en cuya virtud, transcurridos unos años, se producía la **amortización anticipada** de tal modo que el inversor recuperaba su inversión más los intereses percibidos; otra práctica de

las entidades consistía en la recompra de la participación cuando el cliente lo solicitaba, al 100% del nominal vendiéndola a continuación a otro cliente por ese precio; asimismo las entidades facilitaban el caso al 100% del nominal entre clientes interesados en vender o comprar en la propia sucursal o red de oficinas de la entidad, comunicándolo posteriormente al mercado regulado AIAF. La Dir 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID), se incorpora a nuestro ordenamiento jurídico a través de la L 47/2007, introduciendo **reglas detalladas** para la calificación y clasificación de productos y su comercialización de los mismos. Las entidades debieron calificar las participaciones preferentes como productos complejos y se vieron obligadas a realizar un test sobre los conocimientos financieros y experiencia del inversor así como a advertir a los clientes antes de dicha comercialización de su ausencia de conocimientos y experiencia.

b. Desde 2008 en adelante

A partir de 2008 los inversores institucionales dejaron de mostrar interés por la compra de este tipo de productos, por lo que las entidades incrementaron la comercialización de las participaciones preferentes entre la **clientela minorista**. Por otra parte, la situación económica en general y de las entidades financieras en particular, hace que se empiece a alejar el valor de mercado del valor nominal de algunas participaciones preferentes. **165**

En respuesta a esta tendencia, la **CNMV** comunicó el 17-2-2009 a las entidades emisoras de productos de renta fija –participaciones preferentes y deuda subordinada, entre otros– que para el caso de que fueran exclusivamente comercializados entre inversores minoristas, debían incluir un **informe de valoración** de un experto independiente, con objeto de determinar si las condiciones de emisión destinada a minoristas eran equiparables a las que debería tener una emisión similar para el mercado mayorista.

La diferencia que se empieza a apreciar entre el valor nominal de determinadas participaciones preferentes y su valor de mercado motivó que la CNMV recordara el 16-6-2010 a los emisores de preferentes que era una mala práctica realizar entre los inversores minoristas casos de compra/venta al valor nominal, si este era diferente al de mercado, dado que si se producían transacciones por encima del valor de mercado se estaba **perjudicando al inversor** que adquiriría estos valores por un valor, el nominal, que resultaba inferior al precio de mercado.

Asimismo, la CNMV recomendó que las operaciones de compra y venta se realizaran en el mercado organizado SEND, a los efectos de incrementar la **transparencia y liquidez** a los inversores minoristas.

El 8 de diciembre de 2011, la **Autoridad Europea Bancaria** (EBA), aprobó nuevos requerimientos de capital, dejando de computar las participaciones preferentes como capital de alta calidad. Igualmente el interés por estas emisiones disminuyó con el Acuerdo de Basilea III, derivado del plan de acción que el G-20 acordó en la cumbre de Washington en noviembre de 2008, y **170**

que entró en vigor en **2013**, que llevó consigo que este tipo de productos **no se aceptaran** como recursos propios de primera categoría.

PRECISIONES **1)** La aparición de las participaciones preferentes en el mercado español **se describe con detalle** en el Auto que admite a trámite la querrela presentada por 32 inversores contra Caja Madrid, Caja Madrid Finance Preferred S.A., Bancaja, Bancaja Eurocapital, las entidades sucesoras y continuadoras de aquellas, el Banco Financiero y de Ahorros S.A., Bankia, S.A. y determinados empleados y directivos de estas entidades, ordenando la práctica de determinadas diligencias de investigación (Auto Juzgado Central de lo Penal núm 4, 24-6-2013, EDJ 148293), así como en el Estudio del Defensor del Pueblo sobre participaciones preferentes de 14-3-2013 (ver nº 1935).

2) Según **datos de la CNMV** entre enero de 1998 y diciembre de 2012, se emitieron 115.283 millones de euros y hubo más de tres millones de suscriptores.

3) Se reconoce por el **legislador** que se han producido prácticas irregulares durante los últimos años en la comercialización de los instrumentos híbridos y otros productos complejos para el cliente minorista, entre los que se incluyen las participaciones preferentes (RDL 24/2012 exp.motivos derog L 9/2012).

4) La problemática que se plantea con las participaciones preferentes no es tanto su carácter complejo sino la **forma en que ha sido comercializado** por las entidades de crédito. La mayoría han colocado una importante parte de sus participaciones preferentes entre sus clientes minoristas, que tenían sus ahorros asegurados en **depósitos a plazo fijo** de la propia entidad y los han visto transformados en instrumentos híbridos de alto riesgo, desconociendo muchos de ellos la inversión que se les ofrecía. En muchos supuestos el cliente no ha recibido la **información necesaria** que le permitiese comprender el tipo y características esenciales de la inversión que realizaba, ni se le garantizaba la seguridad del producto ni su disponibilidad (JPI Santoña núm 1, 14-1-13, EDJ 13/4360).

175 **5)** El acceso cada vez mayor por los pequeños inversores al mercado financiero y las dificultades o complejidades que ello implica ha motivado la imposición en el ordenamiento legal de unas **normas de conducta** para las entidades de crédito o financieras tendentes a la protección de los inversores en las que se exige una determinada actuación informativa a desplegar por la entidad financiera en cuestión con carácter previo y con un contenido o características señaladas por el propio legislador (AP Valencia 6-10-10, , EDJ 302036).

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