

Las participaciones preferentes: ascenso, auge y declive

José M. Domínguez Martínez*

1. Introducción: un problema actual con raíces más lejanas

«Participaciones preferentes: recursos propios colocados como depósitos». Así reza un titular de un periódico económico. Alguien podría pensar que se trata de una noticia reciente; sin embargo, cuando comprobamos la fecha, vemos que corresponde a un texto del diario *Cinco Días* de hace más de trece años, concretamente del 28 de junio de 1999, en el que el periodista Aurelio Medel alertaba acerca de las características financieras de los mencionados títulos, emitidos a unos tipos de interés muy atractivos para los inversores.

A lo largo de los años transcurridos desde entonces, en los que se ha producido la eclosión de las participaciones preferentes, han sido diversos los cambios regulatorios que han propiciado el recurso a dicho instrumento de financiación y también se ha incorporado un sofisticado sistema de protección a los inversores en los mercados financieros. Durante bastante tiempo, la suscripción de títulos, de cualquier naturaleza, emitidos por entidades integrantes de un sistema bancario como el español, considerado uno de los más solventes, eficientes y rentables de todo el mundo, era una apuesta aparentemente exenta de todo riesgo. Aunque ahora se antoje como una época remota, hace tan solo seis años el FMI (2006, pág. 5) aún sostenía que España tenía «un sistema financiero dinámico, altamente competitivo, bien supervisado y regulado».

* Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Málaga. El autor agradece la colaboración prestada por Sergio Corral Delgado, Rafael López del Paso y José M.ª López Jiménez en la elaboración de este artículo. No obstante, los posibles errores y omisiones son de su exclusiva responsabilidad.

Una vez que, con un desfase notable, la crisis económica y financiera iniciada en 2007 ha mostrado los estragos causados en el sistema bancario español, las valoraciones de los instrumentos financieros en los mercados han dejado ver sin contemplaciones sus rasgos esenciales. Aquellos que, en un contexto de estabilidad y solidez, representaban colocaciones sumamente rentables se han visto sacudidos cuando los emisores han entrado en una situación de desequilibrio patrimonial. Durante la pasada época de esplendor, determinados instrumentos híbridos funcionaban en la práctica, se catalogaran o no como tales por los ahorradores, como plácidas imposiciones a plazo fijo o adaptable. El problema para reconducir la situación se ha agravado en el caso de aquellas entidades receptoras de ayuda pública, para las cuales, según los requisitos establecidos en el marco de condicionalidad de la asistencia financiera otorgada a España por la Unión Europea (UE) para abordar el proceso de reestructuración bancaria¹, se prevé un procedimiento de saneamiento de obligado cumplimiento.

Trazar las líneas básicas del recorrido de las participaciones preferentes en el sistema financiero español es el objetivo del presente artículo, que está estructurado en cuatro epígrafes, además de este introductorio: inicialmente se repasan su naturaleza y características distintivas; en segundo lugar se examina el contexto regulatorio que ha condicionado su utilización; en tercer lugar se exponen a grandes rasgos las distintas fases por las que ha atravesado el mercado de tales títulos; por último se presta atención al tratamiento otorgado a dicho instrumento en el marco de la reestructuración del sistema bancario español actualmente en curso.

¹ *Memorandum of Understanding (MoU)*, suscrito con fecha 23 de julio de 2012 (BOE de 10 de diciembre de dicho año).

2. La naturaleza de las participaciones preferentes como instrumento financiero

No puede decirse que sea una tarea fácil trazar un perfil claro y exacto de las participaciones preferentes como instrumento financiero. Existe prácticamente unanimidad en resaltar su carácter híbrido, a caballo entre la renta fija y la renta variable. De entrada, sin embargo, podría cuestionarse dicho carácter, en la medida en que, pese a la existencia de flujos de rendimiento prefijados, ante una situación de dificultad económica del emisor, acaba prevaleciendo su condición de instrumento de capital. No obstante, está generalizada su calificación como instrumento que combina características de la renta fija y las acciones². Así, por ejemplo, la CNMV (1999, pág. 47), las catalogaba como «bonos perpetuos que devengan un tipo de interés, cuya percepción, al igual que los dividendos de las acciones, está condicionada a la disponibilidad de beneficios por parte del emisor. El emisor se reserva una opción de amortización anticipada a partir de los cinco años y, ante una situación concursal, tienen prelación frente a las acciones, pero no frente al resto de la deuda. Su tenencia no confiere derechos políticos». A la luz del condicionante exigido para el devengo de la retribución estipulada, no parece descabellado matizar su tipificación siquiera parcial como instrumento de renta fija y, en tal sentido, hasta reflexionar acerca de la conveniencia de su incorporación a mercados secundarios de este segmento.

El cuadro 1 ofrece una síntesis de las características básicas de las principales categorías de instrumentos financieros. Se desprende que la existencia de condiciones para la retribución efectiva, en el caso de las participaciones preferentes, inclina la balanza hacia la renta variable. A cambio de situarse por delante de las acciones en orden de prelación, están desprovistas de derechos políticos, también del derecho de suscripción preferente, y quedan sujetas a la posibilidad de amortización unilateral por el emisor³. En

² Hay autores que, después de ilustrar su carácter híbrido o mixto, se decantan incluso por la acepción de «una especie de acciones sin voto». Vid., por ejemplo, Gómez Arellano (2009, págs. viii y ix). Por su parte, Alonso Espinosa (2012, pág. 4), califica la participación preferente como «una acción sin voto y cautiva». La Autoridad Europea de Mercados y Servicios (Esma, 2012) las tipifica como «acciones de renta fija» con matices. A su vez, el CESR (2009, pág. 17) equipara las participaciones preferentes con las acciones preferentes.

³ Alonso Espinosa (2012, pág. 5) llega a afirmar 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». En cambio, en el mercado británico, la prelación respecto a las acciones ordinarias se considera una importante ventaja que justifica el uso del término «preferente» (Louth, 2012).

los supuestos de disolución o liquidación, las participaciones preferentes dan derecho a obtener exclusivamente el reembolso de su valor nominal, junto con la remuneración devengada y no satisfecha vigente, y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores, subordinados o no, y delante de los accionistas ordinarios y, en su caso, de los cuotapartícipes. En definitiva, la sujeción de las participaciones preferentes a los riesgos de crédito, de tipo de interés y de devolución anticipada queda patente (Castilla Cubillas, pág. 50).

3. La evolución del marco regulatorio de las participaciones preferentes

Las participaciones preferentes pueden ser emitidas tanto por entidades no financieras como por entidades financieras. Su uso por las entidades bancarias españolas está íntimamente ligado a la evolución de la normativa reguladora de los recursos propios. En su redacción originaria, las participaciones preferentes no aparecían recogidas entre las categorías de recursos propios de las entidades de depósito previstas en la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. No obstante, se incluían como tales genéricamente las financiaciones recibidas que, a efectos de prelación de créditos, se situaran detrás de todos los acreedores comunes, siempre que el plazo original de dichas financiaciones no fuese inferior a cinco años.

En una primera etapa, a principios de los años noventa, las entidades bancarias españolas comenzaron a emitir preferentes utilizando sociedades constituidas en el extranjero, a consecuencia de las limitaciones entonces existentes desde el punto de vista financiero-fiscal⁴. A partir de 1998, las emisiones de preferentes, anteriormente circunscritas a los mercados internacionales de capitales, empezaron a dirigirse al mercado español. En dicho año, la CNMV autorizó a AIAF, mercado español de renta fija privada, a admitir a cotización tales emisiones (CNMV, 1999, pág. 47).

La primera referencia a las participaciones preferentes en nuestro ordenamiento jurídico se introdujo a raíz de la reforma del artículo 7 de la citada Ley 13/1985, instrumentada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. Entre las categorías de recursos propios de las entidades de crédito se incluyeron expresamente las participaciones preferentes, aunque de una forma completamente lacónica, sin ningún tipo de precisión. Habría que esperar hasta la promulgación de la Ley

⁴ Algunos analistas (vgr., Acuña y Martín, 2004, pág. 71) justifican la elección de la jurisdicción de las Islas Caimán «por su flexible ordenamiento tanto desde el punto de vista societario como fiscal».

Cuadro 1

PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS: CARACTERÍSTICAS DIFERENCIADORAS

	Acciones ordinarias	Cuotas participativas	Participaciones preferentes	Obligaciones
Remuneración	Variable	Variable	Fija, no acumulativa condicionada a: (i) La obtención de suficientes beneficios distribuibles; y (ii) limitaciones impuestas por la normativa bancaria sobre recursos propios	Fija No condicionada a la obtención de beneficios
Plazo	Perpetuas	Perpetuas	Perpetuas (si bien el emisor podrá acordar la amortización a partir del 5º año desde su desembolso, previa autorización del Banco de España)	Con vencimiento
Rango	Última posición	Última posición	Por delante de las acciones ordinarias y de las cuotas participativas, en su caso	Por delante de las (i) participaciones preferentes, (ii) acciones ordinarias y cuotas participativas, en su caso
Derechos políticos	Sí	No	No	No
Derecho de suscripción preferente	Sí	Sí	No	No
Garantías	No	No	No	Según emisión
Régimen fiscal remuneraciones para residentes en España (IRPF)	Rendimientos del capital mobiliario (RCM) y ganancias patrimoniales (GP)	RCM y GP	RCM	RCM

Fuente: CNMV (1998) y elaboración propia.

19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capital y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, para, mediante la incorporación de una disposición adicional en la Ley 13/1985, conocer los requisitos que habían de cumplir las participaciones preferentes (para su cómputo como recursos propios)⁵:

⁵ El régimen jurídico de las participaciones preferentes no ha sido ajeno a sucesivos cambios regulatorios en los últimos años, de tal manera que la redacción de la disposición adicional segunda de la Ley 13/1985 se ha visto afectada posteriormente, en mayor o menor medida, por las siguientes normas: Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social; Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad; 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; Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Real Decreto Legislativo 1.298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas; Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

a) Deben ser emitidas por entidades de crédito de España o la Unión Europea, o por filiales no residentes en paraísos fiscales.

b) Los recursos captados han de invertirse de forma permanente en una entidad de crédito, quedando afectos a los riesgos de la misma y de su grupo, aplicándose, en su caso, a la compensación de pérdidas.

c) Existencia de una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo⁶, cuyo devengo estará condicionado a la existencia de beneficios distribuibles⁷.

⁶ Dicho carácter implica que, en caso de que no se produzca el abono de la remuneración establecida, por la inexistencia de beneficios, se pierde el derecho a su percepción.

⁷ No obstante, 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; y se deberá cancelar dicho pago si la entidad de crédito emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, no cuenta con los suficientes recursos propios. Excepcionalmente, las entidades que tuviesen preferentes en circulación antes del 12 de mayo de 2012 podrán incluir en el plan de saneamiento financiero la solicitud de diferir por un plazo no superior a doce meses el pago de la remuneración prevista, a pesar de no disponer de beneficios suficientes.

d) No otorgarán a sus titulares derechos políticos, ni tampoco derechos de suscripción preferente.

e) Tendrán carácter perpetuo, si bien podrá acordarse la amortización anticipada a partir del quinto año desde la fecha de desembolso, previa autorización del Banco de España.

f) Deberán cotizar en mercados secundarios organizados.

g) En los supuestos de liquidación o disolución, darán derecho a percibir exclusivamente el reembolso de su valor nominal, junto con la remuneración devengada y no satisfecha que no hubiese sido objeto de cancelación, y se situarán, a efectos del orden de prelación de créditos, inmediatamente detrás de todos los acreedores y delante de los accionistas ordinarios y cuotapartícipes.

h) En el momento de realizar una emisión, el importe nominal en circulación no podrá superar el 30% de los recursos propios básicos, incluido el importe de la propia emisión.

Recientemente, como se indica más adelante, la Ley 9/2012 ha introducido nuevos requisitos para la comercialización de participaciones preferentes.

Asimismo, se procedía a regular el régimen fiscal aplicable a los emisores y a los inversores. Para los primeros, el pago de los intereses pasaba a computarse como gasto deducible en el Impuesto sobre Sociedades; para los segundos, las rentas obtenidas, ya fuese como intereses o a través de alteraciones patrimoniales (transmisión o amortización), se calificaban como rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios en el IRPF (Gómez Arellano, 2009), lo que implicaba el tratamiento fiscal previsto para los instrumentos de renta fija (rendimientos del capital mobiliario) (Instituto Econospérides, 2011, págs. 75-76)⁸.

Aunque tal vez hubiese sido deseable, como apuntan Acuña y Martín (2004, pág. 74), que la legislación hubiese establecido el régimen sustantivo, después de semejante despliegue no cabe esgrimir que pueda albergarse alguna duda respecto a la naturaleza de las participaciones preferentes como instrumento financiero.

El Real Decreto-ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, introdujo significativas modificaciones en la regulación de los recursos propios de las entidades de crédito, centrándola en

⁸ Así se ratifica por la Dirección General de Tributos en la consulta vinculante número V2359-09, de fecha 22-10-2009.

el concepto de capital principal, acepción de la que no forman parte las participaciones preferentes. Más recientemente, según el artículo 2 del mismo Real Decreto-ley, en la redacción dada por la Ley 9/2012, que rige desde el 1 de enero de 2013, se establece, en el marco de la aplicación de la nueva ratio de capital principal del 9%, que este último comprenderá una serie de elementos de los recursos propios, entre los que no figuran las participaciones preferentes⁹.

4. El mercado de las participaciones preferentes: distintas fases

Los cuadros 2 a 4 y el gráfico 1 sintetizan la evolución del mercado español de preferentes. Las mayores admisiones de títulos al mercado AIAF tienen lugar durante los años 1999 a 2004 y, especialmente, en 2009 (cuadro 2). El salvo vivo alcanza un valor máximo superior a los 30.000 millones de euros en este último año, mientras que, en el tercer trimestre de 2012, el saldo se situaba por debajo de los 13.000 millones. En el cuadro 3 se recoge la evolución de los tipos de interés de las emisiones, que se elevaron notablemente en los últimos años.

Hasta fechas relativamente recientes era frecuente que las entidades emisoras amortizaran anticipadamente sus participaciones preferentes y que el inversor recuperase íntegramente el capital invertido (CNMV, 2012, pág. 29). Sin embargo, desde finales de 2008 se interrumpieron las amortizaciones de estos títulos, en la antesala de un contexto de deterioro del valor de mercado, agravado por las restricciones de la liquidez de tales instrumentos¹⁰.

⁹ Básicamente, los elementos computables son los siguientes: el capital social de las sociedades anónimas, excluidas, en su caso, las acciones rescatables y sin voto, los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las cajas de ahorro, las primas de emisión, las reservas efectivas y expresas, los instrumentos de capital de las cooperativas de crédito y los instrumentos computables suscritos por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). En esta línea, con la regulación conocida como Basilea III se pretende que los recursos propios básicos de las entidades puedan absorber plenamente pérdidas, lo que, según PwC (2010), dejaría fuera del core capital prácticamente la totalidad de las participaciones preferentes que han emitido las entidades de crédito españolas en los últimos años. Los nuevos criterios apuntan a que solo podrán tener el reconocimiento de elementos de capital de primera categoría aquellos instrumentos cuya calidad sea tan elevada como la de las acciones ordinarias (Banco de Pagos Internacionales, 2012, pág. 8).

¹⁰ Sin embargo, en el año 2009 se emitieron cerca de 13.000 millones de euros en preferentes. La CNMV (2009, pág. 87) atribuye dicho incremento «a la necesidad de las entidades de crédito de mejorar sus ratios de solvencia».

Cuadro 2

**PROGRAMAS Y EMISIONES BRUTAS DE PARTICIPACIONES PREFERENTES REGISTRADAS EN LA CNMV.
VALOR NOMINAL**

Años	Total emisiones			De las que: emisiones en el exterior	
	Millones €	% s/ emisiones brutas renta fija A largo plazo	% s/ emisiones brutas renta fija Total	Millones	% s/Total emisiones
1998	600	4,5	0,02	--	--
1999	4.416	19,7	0,04	--	--
2000	2.880	16,1	0,03	--	--
2001	4.060	13,8	0,02	--	--
2002	3.737	9,8	0,01	--	--
2003	3.360	4,3	0,00	400	3,6
2004	5.542	4,8	0,00	1.230	5,1
2005	1.356	0,9	0,00	2.165	3,7
2006	911	0,5	0,00	1.504	1,5
2007	225	0,1	0,00	2.581	2,5
2008	1.246	0,8	0,00	--	--
2009	12.960	6,6	0,00	3.765	2,5
2010	--	--	--	--	--
2011	200	0,1	0,00	--	--
IIIT 2012	--	--	--	--	--

Fuente: CNMV (2012b).

Cuadro 3

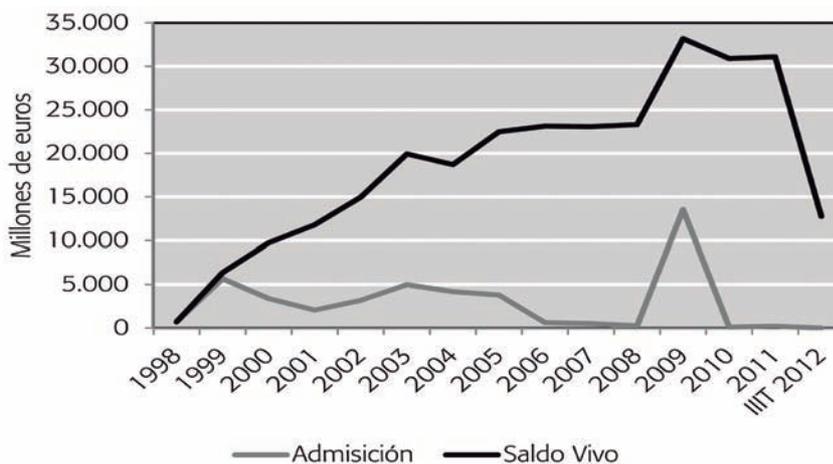
**PARTICIPACIONES PREFERENTES EN CIRCULACIÓN DE ENTIDADES DE DEPÓSITO, ADMITIDAS A NEGOCIACIÓN
EN EL MERCADO SECUNDARIO**

Años	Entidades emisoras (número)			Volumen admitido a negociación (millones €)	Saldo en circulación a 31-11-2012 (millones €)	Tipos de interés emisión (%)			Promemoria: tipos de interés imposiciones a plazo > 2 años
	Bancos	Cajas ahorros	Total			Medio ponderado	Máximo	Mínimo	
1999	1	3	4	1.850,0	339,7	2,6	4,5	1,9	--
2000	1	3	4	730,0	12,8	2,9	6,8	1,5	--
2001	3	3	6	800,0	276,8	1,4	6,8	0,3	--
2002	3	3	6	1.087,7	23,0	3,3	6,8	0,4	--
2003	1	2	3	572,0	59,8	3,2	3,5	0,4	2,6
2004	6	5	11	3.861,2	301,2	3,1	4,0	0,4	2,4
2005	2	2	4	353,5	317,2	2,3	4,3	1,6	2,3
2006	4	7	11	991,0	529,6	1,6	2,5	0,2	2,4
2007	1	6	7	241,0	241,0	2,9	3,9	2,5	2,5
2008	1	3	4	1.150	157,1	3,7	6,3	3,5	2,8
2009	7	17	24	13.139,9	4.135,4	4,5	8,9	2,4	2,5
2010	--	--	--	--	--	--	--	--	2,0
2011	0	1	1	200,0	2,1	8,7	8,7	8,7	2,5

Fuentes: Banco de España (2012), BME (2012) y elaboración propia.

Gráfico 1

PARTICIPACIONES PREFERENTES. MERCADO AIAF. IMPORTES
(Millones de euros)



Fuente: BME y elaboración propia.

Cuadro 4

PRINCIPALES OPERACIONES DE CANJE DE PREFERENTES POR ENTIDADES FINANCIERAS, 2012

Emisores (número):	7
Nominal recomprado:	14.060,6 millones de euros
Valores entregados (% s/total):	Bonos subordinados obligatoriamente convertibles: 43,4 Acciones: 28,3 Deuda subordinada: 24,8 Bonos simples a 3 años: 3,5
Valor entregado sobre valor nominal. Promedio:	91,2%
Importe efectivo de la oferta:	13.160,3 millones de euros
Porcentaje de aceptación:	96,8%

Fuente: CNMV (2012b) y elaboración propia.

Más recientemente, al quedar excluidas del cómputo de los recursos propios de máxima categoría, como antes se ha indicado, las entidades emisoras procedieron a amortizar, convertir o canjear este instrumento por otros productos financieros. Según señala la CNMV (2012a, pág. 30), de los 22.374 millones de euros en participaciones preferentes emitidas por entidades financieras en manos de inversores minoristas, a mayo de 2011 quedaba un saldo vivo sin ofertas de unos 8.500 millones de euros¹¹. Hasta ese momento, los canjes se realizaban por

encima del valor de mercado y en su mayoría al 100% del valor nominal (cuadro 4).

Según expone la CNMV (2011b, pág. 26), especialmente a partir del segundo semestre de 2011 tuvo lugar un incremento de las quejas de los inversores minoristas «por las condiciones de liquidez, las pérdidas latentes o el modo en que se había llevado a cabo la comercialización de las participaciones preferentes». Un problema inicial radicaba en la falta de liquidez, ya que, por las características del mercado AIAF, la ejecución de órdenes no es automática, sino que requiere de la existencia de una contrapartida adecuada en el mercado. La CNMV ha mostrado su preocupación porque en las operaciones de case

¹¹ A 30-11-2012, el saldo en circulación de las preferentes emitidas por entidades de depósito, admitidas a cotización en el mercado secundario, ascendía aproximadamente a 6.400 millones de euros (cuadro 3).

entre clientes no quedase perjudicada ninguna de las partes, bajo la premisa de que «en un contexto bajista de mercado, ya no era posible venderlas de manera rápida y sin asumir pérdidas en el capital invertido». Las quejas de los inversores, continúa señalando la CNMV (2011b, pág. 26), «lo que ponían de manifiesto era un desconocimiento de la naturaleza, las características y los riesgos del producto y con frecuencia una falta de adecuación de este a su perfil inversor»¹².

Por su parte, un informe del Defensor del Pueblo (2012) da cuenta de un elevado número de quejas de pequeños ahorradores sobre participaciones preferentes y deuda subordinada, que, como elemento común, alegaban la creencia de que los productos contratados eran una especie de imposición a plazo fijo. Pese a hacerse eco de las conclusiones de una investigación de la CNMV en la que se concluye que, con carácter general, la comercialización se había ajustado a la normativa aplicable (Segura, 2011, pág. 9)¹³, el citado informe sostiene que han existido una serie de deficiencias en el proceso de comercialización y que el control preventivo de la CNMV ha devenido ineficaz¹⁴.

En la formalización de productos de inversión, como son las participaciones preferentes, se aplica la normativa MiFID desde diciembre de 2007¹⁵, aunque con anteriori-

dad ya se contaba con el Código General de Conducta de los Mercados de Valores, aprobado en 1993 como anexo al Real Decreto 629/1993. Dicha normativa prevé tres niveles de protección a la clientela, en función de su categoría (minorista, profesional o contraparte elegible). De cara a la comercialización de productos complejos, es preceptiva la realización de un «test de conveniencia», mediante el que se pretende conocer la experiencia inversora del cliente y si este tiene conocimientos suficientes para comprender las características y los riesgos que asumiría con la contratación de un determinado producto financiero. Por su parte, la prestación de servicios de asesoramiento financiero y/o de gestión de carteras exige la realización de un «test de idoneidad», a fin de clasificar el perfil del inversor con arreglo a determinados niveles de riesgo (Edufinet, 2012, páginas 256-258)¹⁶. A pesar de la complejidad del producto, las participaciones preferentes, en primera instancia, no aparecían en la lista correspondiente derivada de la aplicación de la MiFID (Alonso Espinosa, 2012)¹⁷. Sin embargo, la CNMV (2010b, pág. 2) considera que «las participaciones preferentes, en la medida en que incorporan un derivado implícito, deberán considerarse instrumentos complejos».

La existencia de una posible mala práctica en la comercialización es una línea argumental esgrimida por una serie de juristas. Para algunos de ellos, la existencia de una elevada rentabilidad no es prueba suficiente de que los mercados estuviesen descontando eficientemente el riesgo inherente al producto. Incluso sin discutir la colocación del producto entre inversores no sofisticados, algunas opiniones consideran cuestionable su distribución entre la clientela de la propia entidad emisora (Castilla Cubillas, 2012, pág. 54)¹⁸. A diferencia de la comercialización, por ejemplo, de bonos, que puede ejecutarse por una entidad colocadora distinta del emisor, raramente se han ofertado por una entidad participaciones preferentes que no fuesen de emisión propia (o de una filial).

¹² A raíz de las inspecciones realizadas durante el ejercicio 2011, la CNMV (2011a, pág. 173) detectó diversas incidencias relacionadas con la comercialización de productos financieros. En algunas ocasiones, según la CNMV (2010a, pág. 192), los reclamantes expresaban quejas por haber recibido una información verbal deficiente y, sin embargo, se aportaba documentación acreditativa de la entrega previa del folleto informativo al propio reclamante. El problema suscitado ilustra una de las manifestaciones de la insuficiencia de educación financiera, que puede provocar una falta de protección de los usuarios de los servicios financieros (Domínguez Martínez, 2011).

¹³ La CNMV constata la existencia de operaciones «no convenientes», aquellas que los inversores decidieron realizar pese a que las entidades les facilitaron la advertencia correspondiente (Segura, 2011, pág. 9).

¹⁴ Ante la inefectividad del control público en la práctica, no han faltado opiniones que se inclinan por que se hubiese dictado una prohibición de la colocación de preferentes entre inversores minoristas (Zunzunegui, 2012a). Por otro lado, se ha apuntado que la participación de la CNMV en la aprobación y registro de los folletos de emisión ha podido tener efectos contraproducentes, induciendo más a la confusión que a la defensa de los intereses del inversor minorista (Alonso Espinosa, 2012, pág. 7).

¹⁵ Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, adaptada a nuestro ordenamiento jurídico por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

¹⁶ Actualmente se está tramitando una Circular de la CNMV de desarrollo de los test de idoneidad y conveniencia respecto a productos complejos. A la luz de la experiencia, cabe reflexionar en torno a cómo la excesiva complejidad en la cumplimentación de documentación puede hacer perder efectividad en el logro del objetivo de transmitir la máxima información con claridad y nitidez. A este respecto es reseñable la iniciativa desarrollada en Estados Unidos para la comercialización de productos «estándares» o «básicos» (*plain vanilla products*), aquellos «diseñados para ser leídos en menos de tres minutos» (Posner, 2009).

¹⁷ La cuestión, de hecho, ha estado sujeta a dudas interpretativas. Así, ante determinadas consultas, el CESR (2009, págs. 7 y 17) se decanta por la calificación de las preferentes como producto complejo cuando incorporen algún derivado.

¹⁸ Como elemento garante del equilibrio entre las partes contratantes, en el plano informativo, ha llegado a propugnarse la intervención de la figura del fedatario público (Gomá, 2012).

A este respecto, se ha hecho hincapié en la necesidad de evitar la confusión entre las funciones de información y de asesoramiento relativas a los productos financieros (Ramos Muñoz, 2012, pág. 4). Asimismo, algunos analistas inciden en que la normativa vigente (Real Decreto 217/2008) establece el deber de no ofrecer al cliente productos que no se adecuen a su perfil. El análisis jurídico de diversas sentencias judiciales revela que los tribunales, aun cuando se hayan cubierto los requisitos formales exigidos para la contratación, han apreciado que, en determinadas circunstancias, concurre un vicio de consentimiento (Prats Albentosa, 2012).

Las autoridades supervisoras eran conscientes desde hacía tiempo de los riesgos ligados a la comercialización de las preferentes a través de las redes de sucursales y a que fuesen «adquiridas por clientes habituales que se acercan al producto con la perspectiva de un cliente de pasivo, al que se ofrece una buena rentabilidad» (Caruana, 2001, pág. 5). Sin embargo, las recomendaciones efectuadas no surtieron, al parecer, demasiado efecto disuasorio. Mientras la crisis financiera no arreció, los inversores fueron recibiendo su remuneración, pero, con el inicio de las dificultades para percibir los pagos de ésta o efectuar desinversiones, los riesgos latentes se convirtieron en efectivos.

Según se ha mencionado, en los últimos meses las entidades han venido ofreciendo a los tenedores el canje por otros productos (imposiciones a plazo fijo, obligaciones subordinadas, obligaciones subordinadas convertibles en acciones, acciones...), con el compromiso para el cliente, en ocasiones, de no deshacer la inversión tras el canje durante determinado plazo. La OCDE (2012, pág. 13) ha cuestionado este tipo de operaciones, toda vez que «pueden haber reducido la capacidad de estos instrumentos (híbridos y deuda subordinada) para la absorción de pérdidas, incluidos aquellos casos en los que tales instrumentos eran mantenidos por inversores institucionales».

La Ley 9/2012 (disposición adicional decimotercera) ha introducido algunas limitaciones para la comercialización entre clientes o inversores minoristas de nuevas emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios, que exigirá el cumplimiento de dos requisitos específicos adicionales¹⁹:

a) La emisión ha de contar con un tramo dirigido exclusivamente a clientes o inversores profesionales de, al

menos, el 50% del total de la misma, sin que el número total de tales inversores pueda ser inferior a 50, y sin que los clientes minoristas puedan renunciar a tal condición para ser calificados como profesionales.

b) En el caso de emisiones de participaciones preferentes, o instrumentos de deuda convertibles de entidades que no sean sociedades cotizadas, 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.

5. El tratamiento de las participaciones preferentes en el marco de la reestructuración del sistema bancario

El MoU se detiene, entre otras cuestiones, en la gestión de los denominados instrumentos híbridos, es decir, las participaciones preferentes, siguiendo las pautas señaladas en la «Comunicación de la Comisión sobre la recuperación de la viabilidad y la evaluación de las medidas de reestructuración en el sector financiero en la crisis actual con arreglo a las normas sobre ayudas estatales» (Diario Oficial de la UE de 19 de agosto de 2009), en particular, en su apartado 3 («Aportación propia del beneficiario: distribución de cargas»)²⁰.

El apartado 17 del MoU prevé el caso de entidades, que reciban ayuda pública, que dispongan de instrumentos híbridos o deuda subordinada: «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. El Banco de España, en coordinación con la Comisión Europea y con la EBA, supervisará todas las operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios». A su vez, el apartado 19 establece que «Los bancos con déficit de capital que precisen de ayuda pública intro-

¹⁹ La OCDE (2012, pág. 12) da la bienvenida al establecimiento de límites para la venta de instrumentos híbridos de capital a las familias, después de abogar por la revisión de la efectividad de las normas de protección a los consumidores.

²⁰ Una de las tendencias recientes en la resolución de las crisis financieras consiste en la transición de un esquema de ayudas externas (*bail-out*) a otro basado, en primer término, en un saneamiento de pérdidas con cargo a instrumentos de financiación emitidos con anterioridad (*bail-in*). Al respecto puede verse Zhou et al. (2012).

ducirán ejercicios de responsabilidad subordinada sobre la base del marco jurídico revisado y de conformidad con las normas en materia de ayuda estatal, convirtiendo el capital híbrido y la deuda subordinada en recursos propios con ocasión de la inyección de capital público o mediante recompra con descuentos considerables».

La Ley 9/2012 concreta estas previsiones. Los planes de reestructuración y de resolución deberán incluir la realización de acciones de gestión de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada emitidos por las entidades de crédito a las que correspondan 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 la Ley 9/2012, en particular, para proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos (art. 39.1).

Estas acciones podrán afectar a las emisiones de instrumentos tales 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, pudiendo afectar a todas o parte de las emisiones, pero teniendo en cuenta el orden de prelación entre emisiones (art. 39, apartados 2 y 3). Las medidas a adoptar pueden ser (art. 40):

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 reversión 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.

e) Otras por las que se modifiquen los términos de las emisiones afectadas y, en particular, la introducción del carácter discrecional del pago de la remuneración.

Las acciones tendrán en cuenta el valor de mercado de los valores de deuda emitidos, aplicando las primas o descuentos autorizados por la normativa de la UE de ayudas de Estado (art. 41). Las medidas serán de aceptación voluntaria por los inversores, aunque, cuando no se alcance

un adecuado reparto de costes, se aplicarán, por decisión del FROB, con carácter vinculante (art. 40, y art. 43.2).

La proposición de ley presentada por el Grupo Parlamentario Socialista (Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, de 8 de junio de 2012) para que el canje fuera equivalente al 100% del valor nominal de las participaciones preferentes, fue rechazada por el Congreso de los Diputados (Boletín Oficial de las Cortes Generales, Congreso de los Diputados, de 7 de noviembre de 2012)²¹. Por otro lado, la OCDE (2012, pág. 13) llega a considerar que puede no ser satisfactoria incluso la previsión del MoU en el sentido de que las entidades puedan recomprar los títulos hasta un precio no superior al 10% de la referencia del mercado, «pues las condiciones de mercado pueden ser difíciles de observar y los precios de mercado dependen de la política de *bail-in* anunciada».

El MoU no distingue entre inversores profesionales y minoristas. Algunos ejecutivos de entidades receptoras de ayuda pública han advertido del perjuicio, desde el punto de vista de la gestión, de infligir cuantiosas pérdidas a los inversores minoristas, ya que podrían originar una significativa pérdida de negocio y, con ello, dañarían el valor de las entidades y su capacidad de recuperación (Johnson, 2012)²².

La OCDE (2012, pág. 12) aboga por la aplicación de quitas limitadas sobre los inversores minoristas, en aras de la protección del consumidor y sobre la base de que «muchos bancos han vendido participaciones preferentes y deuda subordinada a sus clientes minoristas, sin necesariamente haber suministrado una información transparente sobre los riesgos».

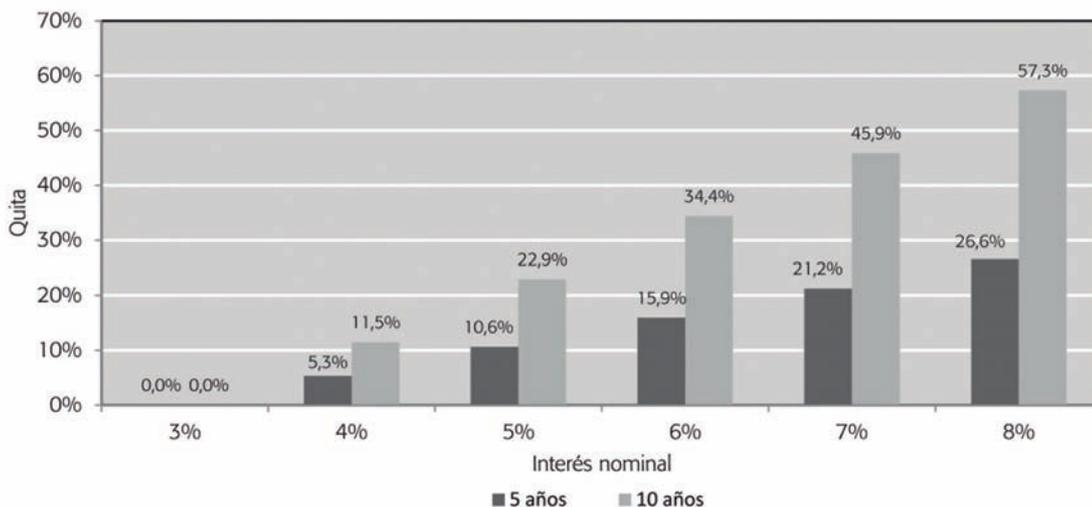
Según la nota de prensa difundida por el Banco de España el 28 de noviembre de 2012, tras el anuncio de la

²¹ Es evidente que se produce una colisión del interés de los inversores con los compromisos asumidos por el Estado español al firmar el MoU, pues de no procederse a la realización de la gestión de instrumentos híbridos de capital, obligatoria, en las entidades receptoras de ayudas públicas, se estaría incumpliendo la estricta condicionalidad impuesta por los socios europeos.

²² No obstante, desde un punto de vista jurídico, aquellos clientes que sufran una pérdida total o parcial de la inversión, en el contexto de los procesos de gestión de instrumentos híbridos, por haber prestado su consentimiento con error o dolo civil de la otra parte (vicios en el consentimiento), podrán acudir a la vía judicial (Zunzunegui, 2012b). En contraposición, no faltan opiniones de autores que propugnan la pérdida para el inversor, en beneficio de los contribuyentes (Carrasco Perera, 2012). En su comparecencia ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados de fecha 18-12-2012, el Ministro de Economía y Competitividad avanzó la puesta en marcha de un procedimiento de arbitraje sometido a un filtro previo a efectuado por un asesor privado.

Gráfico 2

QUITA, TIPO DE INTERÉS Y PLAZO (*)



(*) Quita en función del tipo de interés y del plazo asumible para lograr una rentabilidad equivalente a la de un depósito al 3% anual.

Cuadro 5

VALOR ACTUAL NETO DE UNA INVERSIÓN DE 100.000 € CON TIPO DE INTERÉS NOMINAL DEL 5% ANUAL, EN FUNCIÓN DEL PERIODO DE TENENCIA Y DE LA QUITA (€). TASA DE DESCUENTO DEL 0%

Años de tenencia	Quita							
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
1	5.000	-5.000	-15.000	-25.000	-35.000	-45.000	-55.000	-65.000
2	10.000	0	-10.000	-20.000	-30.000	-40.000	-50.000	-60.000
3	15.000	5.000	-5.000	-15.000	-25.000	-35.000	-45.000	-55.000
4	20.000	10.000	0	-10.000	-20.000	-30.000	-40.000	-50.000
5	25.000	15.000	5.000	-5.000	-15.000	-25.000	-35.000	-45.000
6	30.000	20.000	10.000	0	-10.000	-20.000	-30.000	-40.000
7	35.000	25.000	15.000	5.000	-5.000	-15.000	-25.000	-35.000
8	40.000	30.000	20.000	10.000	0	-10.000	-20.000	-30.000
9	45.000	35.000	25.000	15.000	5.000	-5.000	-15.000	-25.000
10	50.000	40.000	30.000	20.000	10.000	0	-10.000	-20.000

aprobación de los planes de varias entidades bancarias españolas por la Comisión Europea, el ejercicio de reparto de carga financiera (*burden sharing*) implicará que el valor recuperable para los tenedores de participaciones preferentes oscilará entre un mínimo de un 30% y un máximo del 70%.

De forma meramente ilustrativa, para un inversor en títulos a un tipo de interés anual del 5%, la quita asumible para obtener una rentabilidad efectiva global en torno al 1% sería del 20%, en caso de que el período de tenencia

fuese de cinco años, y del 40%, si fuese de 10 años; para un tipo de interés del 7% anual, las referidas quitas serían, respectivamente, del 30% y del 60%²³.

²³ No se tiene en cuenta el efecto de la posible compensación de pérdidas en el IRPF. Los rendimientos del capital mobiliario que forman parte de la base imponible del ahorro se integran y compensan entre sí. En caso de la existencia de un saldo negativo, se compensa con saldos positivos procedentes de rendimientos del capital mobiliario que se produzcan en los cuatro años siguientes. Teniendo en cuenta la escala de gravamen vigente en 2012, en caso de poder realizar dicha compensación, el montante de las pérdidas podría reducirse hasta un 27%.

Por otra parte, en el gráfico 2 se representa el nivel de quita del capital que sería asumible, en función del tipo de interés nominal y del plazo de tenencia de los títulos, para lograr una rentabilidad efectiva equivalente a la de un depósito retribuido a un tipo de interés del 3% anual. En el caso de que el tipo de interés fuese del 5% y el período de tenencia de 5 años, la mencionada quita se situaría en torno al 10%.

Por último, en los cuadros 5 a 8 se recoge el valor actual neto (antes de impuesto), referido al momento de su realización, de una inversión de 100.000 euros en títulos con una retribución nominal anual del 5%, con arreglo a distintos porcentajes de quita del capital a la finalización del período de tenencia. A tal efecto, se utilizan distintas tasas de descuento para llevar a cabo las actualizaciones de los flujos (0%, 1%, 2% y 3%). El gráfico 3 muestra los resultados para unos supuestos concretos.

Cuadro 6

VALOR ACTUAL NETO DE UNA INVERSIÓN DE 100.000 € CON TIPO DE INTERÉS NOMINAL DEL 5% ANUAL, EN FUNCIÓN DEL PERIODO DE TENENCIA Y DE LA QUITA (€). TASA DE DESCUENTO DEL 1%

Años de tenencia	Quita							
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
1	3.960	-5.941	-15.842	-25.743	-35.644	-45.545	-55.446	-65.347
2	7.882	-1.921	-11.724	-21.527	-31.330	-41.133	-50.936	-60.739
3	11.764	2.058	-7.648	-17.354	-27.060	-36.766	-46.471	-56.177
4	15.608	5.998	-3.612	-13.222	-22.831	-32.441	-42.051	-51.661
5	19.414	9.899	384	-9.130	-18.645	-28.160	-37.674	-47.189
6	23.182	13.761	4.341	-5.079	-14.500	-23.920	-33.341	-42.761
7	26.913	17.586	8.258	-1.069	-10.396	-19.723	-29.050	-38.377
8	30.607	21.372	12.137	2.902	-6.333	-15.567	-24.802	-34.037
9	34.264	25.121	15.977	6.834	-2.310	-11.453	-20.596	-29.740
10	37.885	28.832	19.779	10.727	1.674	-7.379	-16.432	-25.485

Cuadro 7

VALOR ACTUAL NETO DE UNA INVERSIÓN DE 100.000 € CON TIPO DE INTERÉS NOMINAL DEL 5% ANUAL, EN FUNCIÓN DEL PERIODO DE TENENCIA Y DE LA QUITA (€). TASA DE DESCUENTO DEL 2%

Años de tenencia	Quita							
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
1	2.941	-6.863	-16.667	-26.471	-36.275	-46.078	-55.882	-65.686
2	5.825	-3.787	-13.399	-23.010	-32.622	-42.234	-51.845	-61.457
3	8.652	-772	-10.195	-19.618	-29.041	-38.464	-47.888	-57.311
4	11.423	2.185	-7.054	-16.292	-25.531	-34.769	-44.008	-53.246
5	14.140	5.083	-3.974	-13.032	-22.089	-31.146	-40.203	-49.261
6	16.804	7.925	-955	-9.835	-18.715	-27.594	-36.474	-45.354
7	19.416	10.710	2.005	-6.701	-15.406	-24.112	-32.818	-41.523
8	21.976	13.442	4.907	-3.628	-12.163	-20.698	-29.233	-37.768
9	24.487	16.119	7.752	-616	-8.984	-17.351	-25.719	-34.086
10	26.948	18.744	10.541	2.337	-5.866	-14.070	-22.273	-30.477

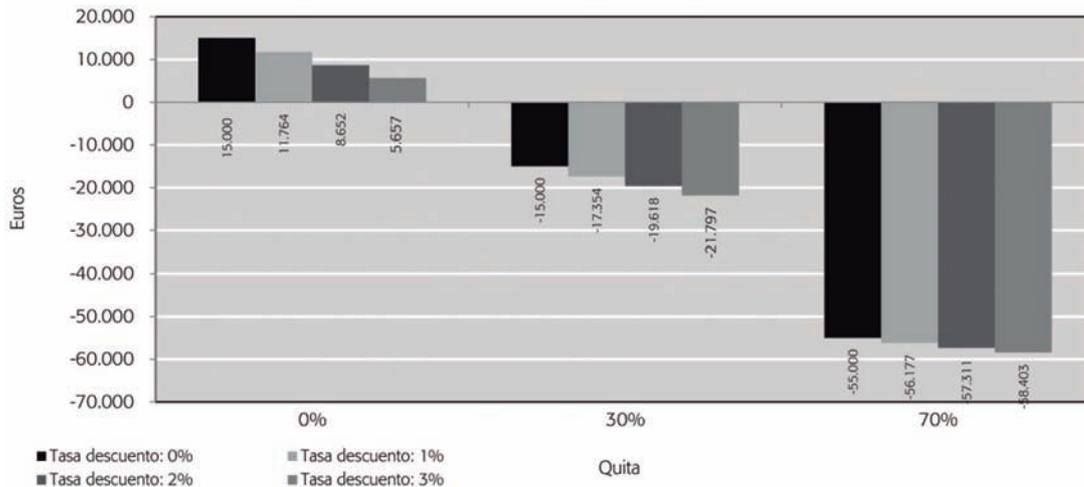
Cuadro 8

VALOR ACTUAL NETO DE UNA INVERSIÓN DE 100.000 € CON TIPO DE INTERÉS NOMINAL DEL 5% ANUAL, EN FUNCIÓN DEL PERIODO DE TENENCIA Y DE LA QUITA (€). TASA DE DESCUENTO DEL 3%

Años de tenencia	Quita							
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%
1	1.942	-7.767	-17.476	-27.184	-36.893	-46.602	-56.311	-66.019
2	3.827	-5.599	-15.025	-24.451	-33.877	-43.303	-52.729	-62.155
3	5.657	-3.494	-12.646	-21.797	-30.948	-40.100	-49.251	-58.403
4	7.434	-1.451	-10.336	-19.220	-28.105	-36.990	-45.875	-54.760
5	9.159	533	-8.093	-16.719	-25.345	-33.971	-42.597	-51.223
6	10.834	2.460	-5.915	-14.290	-22.665	-31.040	-39.415	-47.790
7	12.461	4.330	-3.801	-11.932	-20.063	-28.194	-36.325	-44.456
8	14.039	6.145	-1.749	-9.643	-17.537	-25.431	-33.325	-41.219
9	15.572	7.908	244	-7.420	-15.084	-22.749	-30.413	-38.077
10	17.060	9.619	2.179	-5.262	-12.703	-20.144	-27.585	-35.026

Gráfico 3

VALOR ACTUAL NETO DE UNA INVERSIÓN DE 100.000 € CON TIPO DE INTERÉS NOMINAL DEL 5% ANUAL Y CON UN PERIODO DE TENENCIA DE 3 AÑOS, EN FUNCIÓN DE LA QUITA Y DE LA TASA DE DESCUENTO



Bibliografía

ACUÑA ALONSO, L., y MARTÍN SAMANIEGO, V. M. (2004), «El traslado a España de las estructuras de captación de recursos en los mercados internacionales de capitales», *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 9.

ALONSO ESPINOSA, F. J. (2012), "Participaciones preferentes y clientes minoristas de entidades de crédito", *Diario La Ley*, número 7875, Sección Doctrina, 7 de junio.

BANCO DE ESPAÑA (2012), *Boletín Estadístico*, noviembre.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2012): *Informe sobre los avances en la aplicación de Basilea III*, octubre.

- BME (2012), «BME Renta Fija. Emisiones en circulación».
- CARRASCO PERERA, A. (2012), «Protéjase a quienes no compraron participaciones preferentes», *Actualidad Jurídica*, Aranzadi, número 848.
- CARUANA, J. (2001), «Discurso del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, en la Asamblea General de la Confederación Española de Cajas de Ahorros», *Boletín Económico*, Banco de España, abril.
- CASTILLA CUBILLAS, M. (2012), «Riesgo, información y error en la distribución de participaciones preferentes emitidas por entidades de crédito», *Derecho de los Negocios*, n.º 265-266.
- CESR (2009), «MiFID complex and non complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements», *Feedback Statement*, 3 de noviembre.
- CNMV (1998), *Informe Anual sobre los mercados de valores 1998*.
- CNMV (1999), *Informe Anual sobre los mercados de valores 1999*.
- CNMV (2009), *Anuario de la CNMV 2009*.
- CNMV (2010a), *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación 2010*.
- CNMV (2010b), *Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos*.
- CNMV (2011a), *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación 2011*.
- CNMV (2011b), *Memoria Anual sobre reclamaciones y consultas*.
- CNMV (2012a), «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas», *Boletín Trimestral I/2012*.
- CNMV (2012b), *Estadísticas de expedientes de emisión y admisión*.
- DEFENSOR DEL PUEBLO (2012), «Información sobre la investigación de oficio de las participaciones preferentes y deuda subordinada», www.defensordelpueblo.es.
- DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M. (2011), «El proyecto Edufinet: educación financiera al servicio de la ciudadanía», *eXtoikos*, n.º 1.
- EDUFINET (2012), *Guía financiera*, 4.ª edición, Thomson Reuters Aranzadi (www.edufinet.com).
- ESMA (2012), *Financial Terms*, www.esma.europa.eu.
- FMI (2006), *Spain-2006 Article IV Consultation. Preliminary consultations of the IMF Mission*, 21 de marzo.
- GOMÁ, F. (2012), «De la necesidad del cliente financiero de una información adecuada», *Escritura Pública*, n.º 77.
- GÓMEZ ARELLANO, A. (2009), «Las participaciones preferentes. Naturaleza y régimen fiscal», *Revista Foro Esine*.
- INSTITUTO ECONOSPÉRIDES (2011), «Guía de la fiscalidad de las operaciones financieras», Thomson Reuters Aranzadi.
- JOHNSON, M. (2012), «Spanish savers offered haircut then money back», *Financial Times*, 14 de agosto.
- LOUTH, N. (2012), «Preference shares boast yields of 7-10%», *Financial Times*, 18 de mayo.
- OCDE (2012), *OECD Economic Surveys Spain. November 2012. Overview*.
- POSNER, R. A. (2009), «Treating financial consumers as consenting adults», *Wall Street Journal*, on line, 22 de julio.
- PRATS ALBENTOSA, L. (2012), «Participaciones preferentes: productos para profesionales en manos de consumidores», *Diario La Ley*, n.º 7970, Sección Tribuna, 22 de noviembre.
- PwC (2010), *Basilea III y los retos de la banca*.
- RAMOS MUÑOZ, D. (2012), «Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku», *Diario La Ley*, n.º 7970, Sección Tribuna, 22 de noviembre.
- SEGURA, J. (2012), «Presentación del Informe Anual correspondiente al ejercicio 2011», CNMV.
- ZHOU, J.; RUTLEDE, V.; BOSSU, W.; DOBLER, M.; JASSAUD, N., y MOORE, M. (2012), «From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions», *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/03.
- ZUNZUNEGUI, F. (2012a), «Desmontando diez mitos sobre las participaciones preferentes», *Expansión*, 1 de noviembre.
- ZUNZUNEGUI, F. (2012b), «Reflexiones sobre la reforma financiera», *El Economista*, 5 de septiembre.