

# LA INCIDENCIA EN ESPAÑA DE LA REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

**Marta Tolentino García-Abadillo**

*Departamento de Análisis Económico y Finanzas.  
Facultad de Derecho y Ciencias Sociales.  
Universidad de Castilla-La Mancha*

**Francisco Jareño Cebrían**

*Departamento de Análisis Económico y Finanzas.  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.  
Universidad de Castilla-La Mancha*

**Rocío Rubio Moreno**

*Facultad de Derecho y Ciencias Sociales.  
Universidad de Castilla-La Mancha*

---

## EXTRACTO

En el año 2007, en el que estalla la burbuja inmobiliaria, comienza un largo periodo de crisis económica a nivel mundial, cuyo origen podemos situar en Estados Unidos. A partir de ese momento, el sistema financiero español ha vivido un proceso de desajuste y desaceleración económica como consecuencia de la masiva exposición al sector de la construcción, proceso que se agravó debido a la confianza que nuestro sistema financiero tuvo hacia el norteamericano. En este entorno, las entidades bancarias, alertadas por la necesidad de recapitalizar sus balances, ofrecen a sus clientes minoristas un producto complejo y de alto riesgo, las participaciones preferentes. Aunque esta se perfilaba como la solución más rápida y sencilla para la recapitalización de las entidades financieras, dicho proceso se vio truncado cuando en 2010 la CNMV prohíbe la venta directa de participaciones preferentes entre sucursales. La aprobación del tercer acuerdo de Basilea, que entró en vigor en el año 2013, agrava el problema para los inversores, ya que pone de manifiesto que las participaciones preferentes dejarán de computar como capital de primera calidad. Todo lo anterior da lugar a un proceso de reestructuración bancaria sin precedentes en nuestro país, que hace necesaria la aparición de nuevas entidades, como el FROB, y la inversión por parte del Estado de unos 61.000 millones de euros. El resultado de este proceso ha sido la reducción del número de entidades bancarias que operan en España, pasando de 45 instituciones en 2009 a 12 en la actualidad, con las consiguientes repercusiones en las variables macroeconómicas (aumento de la tasa de desempleo), así como en la economía de familias y empresas.

**Palabras claves:** reestructuración bancaria, participaciones preferentes y crisis económica.

---

*Fecha de entrada: 11-05-2015 / Fecha de aceptación: 09-06-2015*

## THE EFFECT OF THE FINANCIAL RESTRUCTURING PROCESS IN THE ISSUE OF PREFERENCE SHARES IN SPAIN

Marta Tolentino García-Abadillo

Francisco Jareño Cebrián

Rocío Rubio Moreno

---

### ABSTRACT

In 2007, the housing bubble burst and a long period of economic global crisis starts, being the origin of this in the United States. From this moment, the Spanish financial system has suffered a reform process and economic slowdown as a consequence of the exposition to the building sector. In this environment, the financial institutions, fully aware of the need to start a process of recapitalization, offer the customers preference shares, some complex and risky products. Although it looks like the easier and faster solution to recapitalization of financial institutions, this process failed when in 2010, the CNMV bans the direct sale of preference shares between the branch offices. The approval of the III Basilea Agreement, in 2013, aggravates the problem for the investors indicating that the preference shares shall no longer be considered as core capital. The former give rise to a financial restructuring process, an unprecedented event in Spain, which makes it necessary to create new institutions, as the FROB; and the State to invest around 61.000 Million euros. As a result of this process, the number of bank institutions has decrease from 45 in 2009 to 12 up to now, with consequent impacts on macroeconomic variables (increase in the unemployment rate) as well as in the economic situation of families and companies.

**Keywords:** financial restructuring, preference shares and economic global crisis.

---

---

## Sumario

1. Introducción
2. El marco teórico
  - 2.1. El origen de la crisis: principales causas y consecuencias
  - 2.2. Participaciones preferentes
  - 2.3. Memorando del entendimiento y el banco malo
  - 2.4. Resultado del proceso de reestructuración del sistema financiero
3. Emisión y comercialización de participaciones preferentes
4. Conclusiones

### Bibliografía

**NOTA:** Los autores agradecen la financiación del Ministerio de Ciencia e Innovación (ECO2011-28134), de la Fundación Ramón Areces (Convocatoria Pública año 2013), titulada «Riesgo de interés e inflación: estudio del mercado bursátil norteamericano», y de la Junta de Comunidades de Castilla-La Mancha (PEII-2014-019-P). En todo caso, los errores u omisiones que pudieran encontrarse son imputables únicamente a los autores.

## 1. INTRODUCCIÓN

La reestructuración bancaria en España y la emisión de participaciones preferentes son dos temas de actualidad que han estado presentes en los últimos años en los diferentes medios de comunicación, ya que han sido muy relevantes para el sistema financiero en su conjunto. No solo se ha visto modificado nuestro sistema de banca tradicional basado en una amplia red de sucursales, sino que además, como consecuencia de la reestructuración, ha surgido un producto complejo, las participaciones preferentes, que se han comercializado tanto entre inversores profesionales como no cualificados, como consecuencia del exceso de confianza en nuestro sistema bancario.

Así, el objetivo principal de este trabajo es analizar –desde un punto de vista teórico-práctico– la relación existente entre el proceso de reestructuración bancaria llevado a cabo desde 2009 y la emisión y comercialización de participaciones preferentes.

El trabajo consta de cuatro epígrafes posteriores a la presente introducción. El segundo epígrafe hace referencia al marco teórico y en ella se aborda tanto el origen como las causas, consecuencias y soluciones planteadas para intentar mitigar el impacto de este gran cambio del sistema financiero español. El tercer epígrafe centra el análisis empírico que, a través de diferentes tablas y gráficos sobre las emisiones de participaciones preferentes realizadas por las entidades bancarias durante los años 2009 y 2010, pretende explicar las características de las conocidas como «preferentes» y el peso o relevancia que han tenido en el mercado AIAF a lo largo de los años. Para finalizar, el último epígrafe recoge las principales conclusiones extraídas del trabajo.

## 2. EL MARCO TEÓRICO

### 2.1. EL ORIGEN DE LA CRISIS: PRINCIPALES CAUSAS Y CONSECUENCIAS

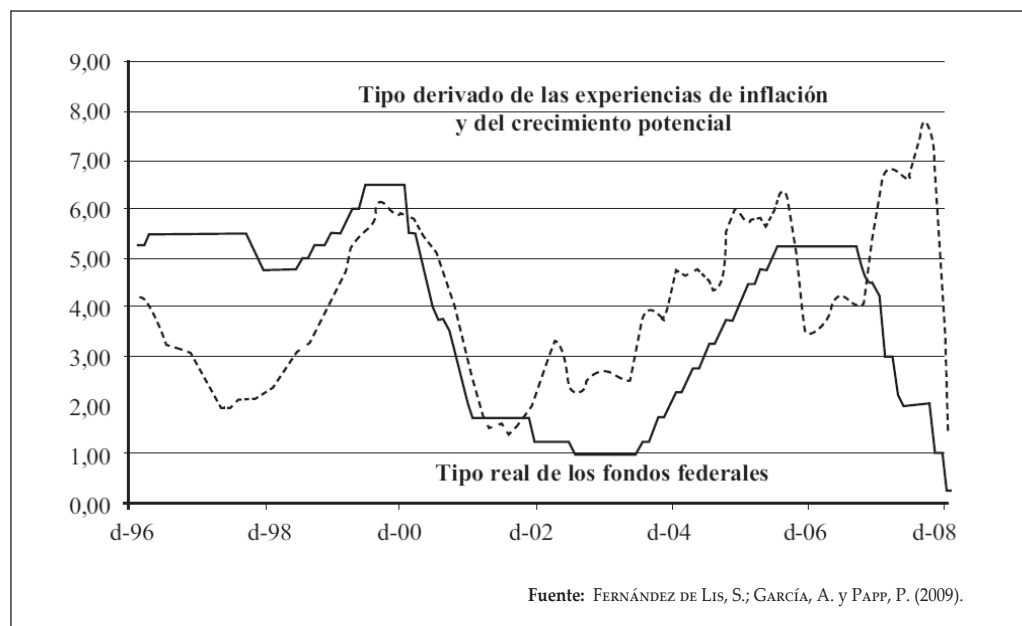
Para poder entender la reestructuración bancaria española y su relación con la emisión de participaciones preferentes nos remontamos al origen de la crisis económica cuyo inicio en España podemos situar en el verano de 2007.

Dicha crisis global –iniciada en Estados Unidos– ha tenido tal efecto que se ha extendido a toda la economía financiera internacional. Sus principales causas las podemos resumir en cuatro puntos (ASPE, 2009):

- El sostenimiento por parte de la Reserva Federal de una política monetaria desacertada y laxa.
- El aumento del apalancamiento de la banca de inversión.
- Menor incentivo al ahorro como consecuencia de una bajada de impuestos en 2001 a las empresas y a las ganancias de capital.
- La utilización de un nuevo sistema –conocido como «opciones sobre acciones»– para intentar que desaparezcan los conflictos de intereses entre accionistas y directivos se convirtió en el nuevo método de manipular los resultados por parte de los directivos.

A partir del año 2001, como consecuencia del atentado terrorista del 11 de septiembre y el estallido de la burbuja tecnológica, nos encontramos en un clima de inestabilidad internacional, por lo que la Reserva Federal decide bajar los tipos de interés muy por debajo de las expectativas medias de inflación y crecimiento, pasando del 6,5 % al 1 % en 2003, con la finalidad de reactivar la producción y el consumo a través del crédito. Lo anterior, unido a la inyección de liquidez –procedente de China– realizada en la economía norteamericana, con el objetivo de mantener su modelo de desarrollo, así como la mayor disponibilidad de los productos petroleros procedentes de Medio Oriente, propiciaron el surgimiento de una gran burbuja inmobiliaria.

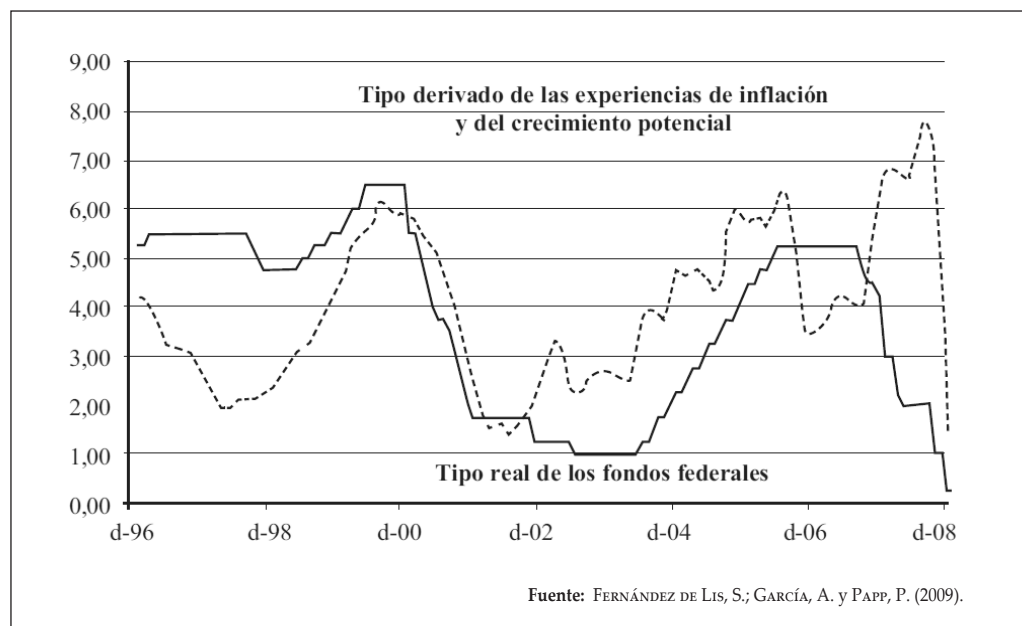
Gráfico 1. Tipos de interés de la Reserva Federal



- El sostenimiento por parte de la Reserva Federal de una política monetaria desacertada y laxa.
- El aumento del apalancamiento de la banca de inversión.
- Menor incentivo al ahorro como consecuencia de una bajada de impuestos en 2001 a las empresas y a las ganancias de capital.
- La utilización de un nuevo sistema –conocido como «opciones sobre acciones»– para intentar que desaparezcan los conflictos de intereses entre accionistas y directivos se convirtió en el nuevo método de manipular los resultados por parte de los directivos.

A partir del año 2001, como consecuencia del atentado terrorista del 11 de septiembre y el estallido de la burbuja tecnológica, nos encontramos en un clima de inestabilidad internacional, por lo que la Reserva Federal decide bajar los tipos de interés muy por debajo de las expectativas medias de inflación y crecimiento, pasando del 6,5 % al 1 % en 2003, con la finalidad de reactivar la producción y el consumo a través del crédito. Lo anterior, unido a la inyección de liquidez –procedente de China– realizada en la economía norteamericana, con el objetivo de mantener su modelo de desarrollo, así como la mayor disponibilidad de los productos petroleros procedentes de Medio Oriente, propiciaron el surgimiento de una gran burbuja inmobiliaria.

Gráfico 1. Tipos de interés de la Reserva Federal



La bajada de los tipos de interés en los mercados internacionales y la abundancia de recursos del mercado norteamericano hicieron que los bancos vieran reducido su negocio. En este contexto comienza una concesión masiva de hipotecas, muchas de ellas denominadas *subprime*, las cuales contaban durante los dos primeros años con tipos de interés excesivamente bajos, para captar a un mayor número de clientes, aunque en realidad se trataba de hipotecas de alto riesgo debido a la falta de garantías crediticias y solvencia de muchos de los titulares de estas (JAREÑO y TOLENTINO, 2012).

Como consecuencia de esta mayor demanda de préstamos hipotecarios, el precio de la vivienda comienza a elevarse, alcanzando su punto álgido en 2005. En este momento la mayoría de estos préstamos son «bursatilizados» y vendidos a inversores privados e institucionales, es decir, el objetivo era vender todas las hipotecas que se pudieran. En este contexto, los bancos tratan de aprovechar el «boom inmobiliario» a través del mecanismo descrito a continuación. Los clientes eran aconsejados por brókeres que, se suponía, buscaban la mejor hipoteca para cada cliente; una vez cerrada la operación, el banco concedía el préstamo y más tarde estos bancos las venderían a otros o a Wall Street quedando incluidas en productos estructurados que recibirían la calificación de máxima calidad «AAA», cuyas principales características eran mínimo riesgo y alta rentabilidad.

Todo ello se produjo por la pretensión de las instituciones financieras internacionales de obtener rentabilidades mayores asumiendo con ello un riesgo creciente, pero para conseguirlo necesitaban una manera de convertir las hipotecas de alto riesgo en productos de máxima calidad. De esta forma se articuló lo que se ha venido a denominar «sistema bancario en la sombra», el cual estaba formado por un conjunto de entidades creadas por los principales bancos, que colocaron a terceros los créditos hipotecarios concedidos en condiciones de riesgo creciente. Todo ello propiciado por un proceso de «ingeniería financiera» y por la aprobación de las agencias de *rating* que otorgaron a dichos créditos la máxima calidad crediticia.

Durante años el sistema «funcionaba», todos los agentes económicos percibían sus ganancias, esto es, aquellos ciudadanos que nunca imaginaron tener su propia vivienda lo habían conseguido, las entidades hipotecarias, brókeres y Wall Street cobraban altas comisiones, los inversores tenían sus instrumentos financieros «seguros» con alta rentabilidad y, además, los constructores de viviendas incrementaban su actividad.

El problema de esta situación de crecimiento insostenible se hace patente cuando en 2007 el precio de la vivienda comienza a bajar y, por lo tanto, también cambia la valoración de los títulos financieros emitidos por las entidades financieras y cuyo respaldo eran los créditos hipotecarios de los inmuebles cuyo precio está reduciéndose. Es entonces cuando las agencias de calificación crediticia reducen la nota de dichos activos, calificándolos como títulos de alto riesgo. Estas circunstancias desembocan en lo que se conoce como el «estallido de la burbuja inmobiliaria», que supuso, para la economía real, la entrada en un proceso de recesión económica de importantes consecuencias. Entre ellas se encuentra la desconfianza hacia nuestro sistema financiero que dio lugar a una paralización de las transacciones internacionales y a una gran dificultad para colocar títulos fuera de nuestras fronteras.

## 2.2. PARTICIPACIONES PREFERENTES

A pesar de que la crisis financiera llegó a España más tarde, sus efectos no han sido por ello menos importantes. Como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria, las cajas y bancos españoles se quedaron descapitalizados, es decir, sin «dinero suficiente» en sus balances, por lo que estas entidades necesitaban un reforzamiento de sus recursos propios. La solución que se preveía era la reestructuración del sistema bancario, pero las autoridades públicas no veían en esta la mejor solución, ya que hasta el momento el sistema bancario español se había caracterizado por tener una amplia red de sucursales, las cuales mitigaban la competencia externa, y por lo tanto se pensaron otras soluciones alternativas para poder conservar esta amplia red de sucursales.

Hasta el momento, la emisión de depósitos bancarios a plazo fijo era considerada como la principal fuente de financiación de las entidades. Las rentabilidades ofrecidas por estos depósitos bancarios eran muy bajas y, por lo tanto, no demasiado atractivas para los inversores. Además, no computaban como recursos propios de primera calidad, por lo que en un contexto de crisis no se consideró el medio más apropiado.

Ante esta situación, las autoridades públicas podían realizar una ampliación de capital a través de acciones ordinarias o bien a través de la emisión de preferentes. La ampliación de capital a través de la emisión de acciones ordinarias –medio que solo podían utilizar los bancos– no se consideró la mejor opción, debido a la enorme desconfianza generada entre los inversores, los bajos dividendos que se preveían y los derechos políticos que otorgaban a sus poseedores. Por lo tanto, la solución que se adoptó fue la recapitalización de las entidades financieras a través de la emisión de participaciones preferentes, ya que otorgaban una alta rentabilidad, carecían de derechos políticos y, en ese momento, computaban como recursos propios de primera calidad al igual que las acciones ordinarias.

En este contexto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea puede considerarse el «origen» del hecho de que las participaciones preferentes fueran adoptadas como la mejor solución para el proceso de recapitalización que era necesario llevar a cabo. El primer acuerdo fue tomado por este Comité bajo el nombre de Basilea I, en 1988, con la única intención de aconsejar o proporcionar unas recomendaciones para mantener la solvencia en el sistema bancario, fijando un capital básico con el cual la entidad bancaria pudiera afrontar las posibles pérdidas, así como una protección ante posibles quiebras y que además le permitiera hacer frente al riesgo asociado a los créditos, al riesgo de mercado y al riesgo de tipo de cambio.

Este capital mínimo quedó estructurado de la siguiente manera:

- Tier 1: Acciones ordinarias emitidas y totalmente desembolsadas y reservas de capital declaradas.
- Tier 2: Compuesto por reservas no divulgadas, reservas para revalorización de activos, provisiones, instrumentos financieros híbridos y deuda subordinada. El Tier Capital en su conjunto no debe superar el 50% del capital social.



- Tier 3: Según el informe de estabilidad financiera de noviembre de 2009 del Banco de España, en 1996 se introdujo una categoría adicional denominada «tier 3», en la que se incluyó aquella deuda subordinada a corto plazo que contenga una cláusula por la que se suspende el derecho de los tenedores a recibir ningún pago en el caso de que, de ser estos efectuados, el capital de la entidad quede por debajo del mínimo regulatorio (*lock-in clause*), u otro nivel fijado para cubrir una parte del riesgo de mercado.

El acuerdo de Basilea I establecía un capital mínimo de recursos propios de un 8% del total de los activos ponderados en función de los riesgos asumidos –principalmente de crédito–. Y aunque no era obligatoria su incorporación, entró en vigor en más de 100 países, ya que muchos de ellos consideraron que era importante establecer unas normas que fijaran un capital mínimo para la absorción de pérdidas.

En junio de 2004 se aprobó un nuevo acuerdo de Basilea bajo el nombre de Basilea II, ya que se habían encontrado algunas deficiencias en el anterior acuerdo, las cuales se basaban principalmente en la insuficiente sensibilidad al riesgo que podía motivar que las entidades financieras asumieran proyectos con demasiados riesgos, puesto que no se les exigía un capital adicional por ello. Por lo tanto, el objetivo principal era adecuar los requerimientos de capital de las entidades financieras a los riesgos que estas asumen. Y esto se pretendía hacer mediante tres pilares:

- Fijación de unos requerimientos de capital mínimo. Se adoptan nuevos criterios para determinar de manera más adecuada el riesgo de cada entidad. El capital mínimo exigido es el mismo, pero no la manera de calcularlo; podemos ver como en el nuevo acuerdo de Basilea se va a tener en cuenta el riesgo de la operación, basada en el criterio que dice que «cuanto más arriesgada sea la operación, más capital debe ser aportado».
- Proceso de supervisión bancaria. La supervisión bancaria va a ser realizada tanto por los propios bancos como por los supervisores del comité de Basilea, los cuales podrían aplicar medidas de corrección cuando así lo consideraran. Por lo tanto, deben asegurarse de mantener la relación capital-riesgo para mantener los estándares de capital fijados.
- Disciplina de mercado. Basada en la transparencia de la información.

Otra de las diferencias que es importante destacar entre el primer acuerdo de Basilea y el aprobado en junio de 2004 es que las participaciones preferentes pasaban a computar como recursos propios en el «tier 1» junto con las acciones ordinarias y las reservas de capital si y solo si cumplían los siguientes requisitos: eran subordinadas a todos los acreedores, no acumuladas y podían ser canceladas por el emisor a partir del quinto año. Por tanto, se encontraban dentro de

lo que se denomina capital de primera calidad, a diferencia de lo que sucedía en el primer acuerdo, en el que se agrupaban en el «tier 2» o capital complementario.

Aunque se consideraba que la parte predominante del capital de primera calidad («tier 1») debía estar formada por las acciones ordinarias y las reservas, a partir de este momento se consideró que las participaciones preferentes reunían las condiciones necesarias para ser agrupadas en el capital regulatorio de primera calidad. Dichas características vienen plasmadas en el informe de estabilidad financiera de noviembre de 2009 emitido por el Banco de España. Criterios que se establecieron por primera vez en 1990 por el Comité de Basilea y que quedaron reflejados en el acuerdo de Sydney en 1998. La justificación por parte del Banco de España para la adopción de esta decisión se resume en el hecho de que lo que se pretende es incrementar la competitividad de las entidades españolas, de forma que estas puedan acceder con mayor facilidad a los mercados mayoristas y de inversores institucionales.

Las participaciones preferentes son un producto bancario comercializado en España desde 1998, destinado, fundamentalmente, a inversores institucionales. Mientras estos inversores han estado interesados en la comercialización de las preferentes, este instrumento ha gozado de liquidez. Sin embargo, en el momento en que dejaron de interesarse por dichos instrumentos financieros y su comercialización, estos se destinan a clientes de carácter minorista, por lo que aparecen diversos problemas.

El primer problema de la comercialización de las participaciones preferentes tiene su origen en la traducción que se hizo de su término anglosajón *preference share* o *preferred share*. La primera traducción adoptada fue la de «acciones preferentes». Bajo esta traducción no eran demasiado atractivas para los inversores minoristas, ya que estos eran clientes conservadores que normalmente tenían cierta reticencia a invertir en acciones. Por lo tanto, se modificó la traducción cambiando el término «acción» por «participación» quedando como «participación preferente».

Se mantuvo el término «preferente» que, según la legislación, significa que en caso de quiebra de la entidad los poseedores de participaciones preferentes tendrán una posición preferente con respecto a los tenedores de acciones ordinarias. Aunque realmente lo que los inversores pensaban era que, al comprar estos instrumentos, eran clientes privilegiados a los que les estaban ofreciendo unos productos financieros a los cuales no tenían acceso todos los clientes.

Otra de las consecuencias de cambiar la palabra «acción» por participación fue que también lo hizo el término asignado a su remuneración. Este fue traducido en un primer momento como «dividendo», pero posteriormente se denominó «cupón», que hace referencia a unos intereses fijos que deben recibir los tenedores de los instrumentos. Sin embargo, esto no era realmente así, ya que, en caso de que la entidad tuviese pérdidas, ese cupón no sería pagado.

Lo cierto es que bajo el término «participaciones preferentes» las entidades consiguieron venderlas entre sus clientes como una especie de depósito a plazo fijo, pero que proporcionaba una alta rentabilidad.

Las negociaciones se realizaban en los mercados internacionales o en el mercado de renta fija español AIAF a un tipo de interés, en la mayoría de los casos, fijo. La poca transparencia y liquidez de este mercado hacía que no fuera apropiado para los clientes minoristas y, por lo tanto, lo más correcto es que se hubieran negociado en un mercado de renta variable como es la bolsa, ya que su consideración como instrumento de renta fija no ha hecho otra que cosa que provocar una incorrecta valoración de sus riesgos.

Como hemos comentado, a partir de 2007, los inversores institucionales no estaban dispuestos a adquirir participaciones preferentes ni a mantenerlas en cartera, por lo que comenzaron a venderlas en el mercado secundario durante 2007 y 2008. La consecuencia inmediata es que los precios de estos instrumentos comenzaron a descender y fue en este momento cuando muchas entidades financieras vieron en las preferentes la solución para su recapitalización, ya que las adquirieron con importantes descuentos sobre su valor nominal.

Hasta mayo de 2010 la emisión de preferentes a través de las sucursales bancarias funcionó de manera satisfactoria, siendo el funcionamiento el siguiente. Las entidades las compraban a precios muy bajos en el mercado secundario y posteriormente las vendían a precios más altos a los clientes minoristas. Pero cuando estos querían venderlas para recuperar su liquidez, las entidades las colocaban a otros clientes que estaban interesados en su compra. De esta forma, el cliente quedaba satisfecho puesto que había recibido, al menos, el 100% de lo invertido, a pesar de que este valor era superior a su valor de mercado.

Pero esta práctica acabó cuando, en junio de 2010, la CNMV prohibió la realización de operaciones internas. En este momento el precio de las preferentes cayó brutalmente y estalló lo que es conocido como el «escándalo de las preferentes», debido a que en el complejo e ilíquido mercado AIAF no había operaciones de compra de estos instrumentos y menos al valor que las entidades financieras se las habían vendido a sus clientes.

Por lo tanto, el problema no fue que las cajas de ahorros y algunas entidades emitieran preferentes, sino que se las ofrecieron a los clientes minoristas, es decir, clientes que no contaban con los suficientes conocimientos como para entender los riesgos a los que se enfrentaban con la contratación de un instrumento complejo como son las preferentes.

Según la normativa MIFID<sup>1</sup> impuesta por el Banco de España, cada caja de ahorros y banco debía hacer un estudio sobre el cliente interesado en dicho producto para ver si verdaderamente era consciente de que estaba adquiriendo un producto bancario complejo.

---

<sup>1</sup> Directiva aprobada en noviembre de 2007 bajo el nombre de Marketing In Financial Instruments Directive, más conocida como MIFID.

Gráfico 2. Evolución de la emisión de preferentes durante el periodo de 1998-2011

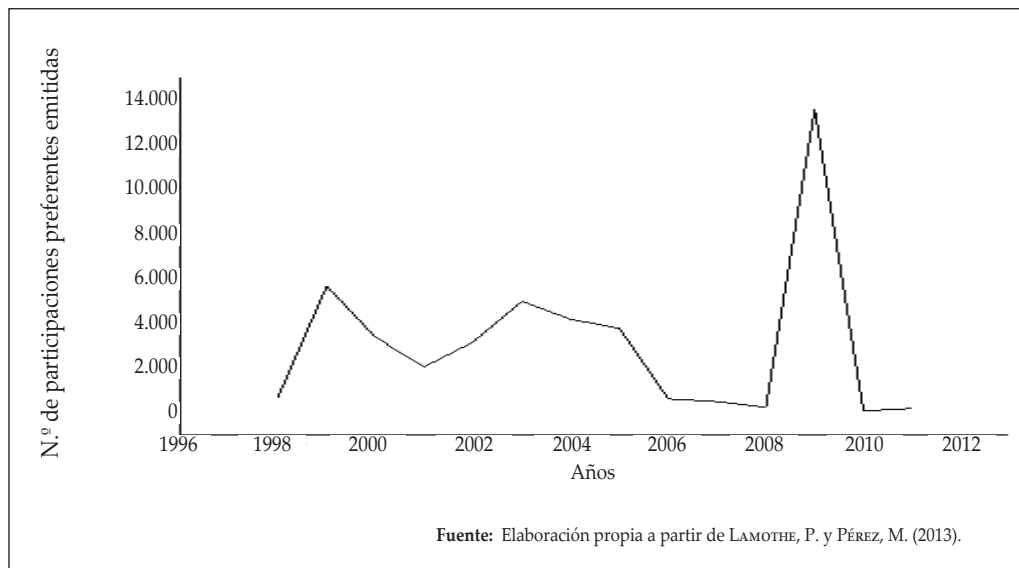
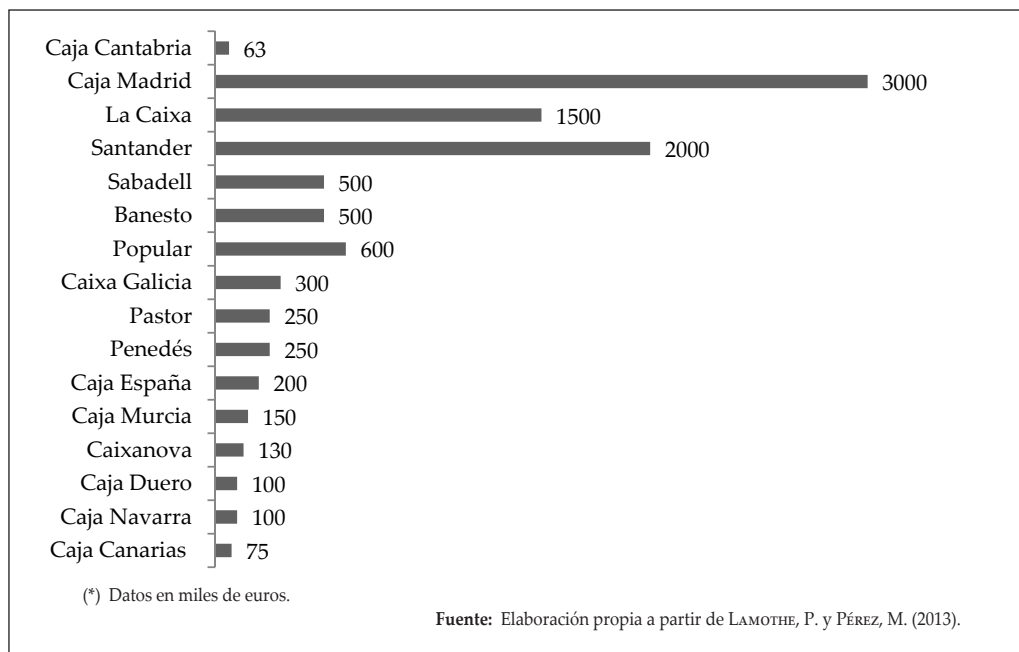


Gráfico 3. Emisiones realizadas en junio de 2009



En el **gráfico 3** podemos ver cuáles fueron las entidades financieras que contribuyeron a que se produjera en el año 2009 la masiva emisión de preferentes. Así, se observa que fue Caja Madrid quien realizó un mayor número de emisiones (3.000) y Caja Cantabria la que realizó un número menor (63).

Las preferentes fueron en este momento el producto estrella para las entidades financieras. Atrás quedaron los depósitos a plazo fijo, los cuales no computaban como recursos propios y las emisiones de capital, ya que las cajas de ahorro no podían realizarlas y a los bancos no les convenía dada la situación de inestabilidad financiera en la que España se encontraba inmersa.

Sin embargo, lo que en un primer momento se vio como la solución perfecta para reforzar los recursos propios de las entidades y así evitar medidas más drásticas como la llamada «reestructuración de las cajas de ahorros», simplemente sirvió para empeorar la economía. Cuando los inversores recurren a la entidad con la intención de recuperar su dinero y poner una orden de venta, esta no encuentra compradores para las preferentes.

Además, detrás del problema de liquidez puesto de manifiesto en este análisis, se encuentra el de solvencia, el cual se hace evidente en España, tras la intervención de Caja Castilla-La Mancha por parte del Banco de España (2009) y que constituye el origen del proceso de reestructuración bancaria, que tiene su base en la creación de una nueva institución, el fondo de reestructuración ordenada bancaria, FROB, cuya finalidad era gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y llevar a cabo el reforzamiento de sus recursos propios. Con el FROB se abrían cuatro posibilidades para las entidades españolas (FERNÁNDEZ DE LIS et ál., 2009):

- Cualquier entidad que pudiera demostrar que contaba con solvencia podría establecer sus propias políticas de actuación.
- Cuando la institución no pudiera demostrar dicha solvencia, debía realizar un plan de viabilidad y presentarlo antes de 30 días y además debía ser aprobado por el ente supervisor. En general, estos planes de viabilidad se basaban en procesos de absorción o fusión. Además, incluían medidas disciplinarias si no se cumplían las condiciones impuestas.
- En el caso de dudas serias acerca de la viabilidad del plan de solvencia el propio Banco de España podría intervenir en la entidad y el FROB se haría cargo de ella. Por lo tanto, la reestructuración se basaría en una fusión o absorción o el traspaso total o parcial del negocio.
- Incluso aquellas entidades que no tuvieran problemas de viabilidad pero quisieran fusionarse podían pedirle ayuda al FROB.

En el **gráfico 4** podemos observar de manera esquematizada el funcionamiento del FROB y tras este se hace una alusión a sus dos principales intervenciones.

La primera intervención del FROB tuvo una duración de varios meses, desde julio de 2010 hasta el inicio de 2011 (véase **tabla 1**). Este organismo aportó, a través de participaciones prefe-

rentes convertibles, 9.674 millones de euros a las fusiones de algunas cajas de ahorros. Sin embargo, el Banco de España, junto con otros bancos de inversión, tuvo que realizar un protocolo de intervención debido a la falta de agilidad del proceso.

Tabla 1. Primera ronda de intervenciones del FROB (importes en millones de €)

Entidad	Importe	Fecha
Banco Financiero y de Ahorros .....	4.465	28/diciembre/2010
CatalunyaCaixa .....	1.250	28/julio/2010
Novacaixagalicia .....	1.162	30/diciembre/2010
Banca Cívica .....	977	11/febrero/2011
Banco Mare Nostrum .....	915	31/diciembre/2010
Caja España-Duero .....	525	29/noviembre/2010
BBK Bank Cajasur .....	392	16/julio/2010
Unnim .....	380	28/julio/2010

**Fuente:** Elaboración propia a partir de las noticias publicadas en *Expansión*.

La segunda ronda de intervenciones a la Banca consistió en la aportación de dinero, pero esta vez en forma de capital (10.000 millones de €), con la cual se le impuso una condición a las cajas de ahorros para poder participar, que se basaba en la necesidad de traspasar previamente su negocio a un banco de nueva creación (véase **tabla 2**).

Tabla 2. Segunda ronda de intervenciones del FROB

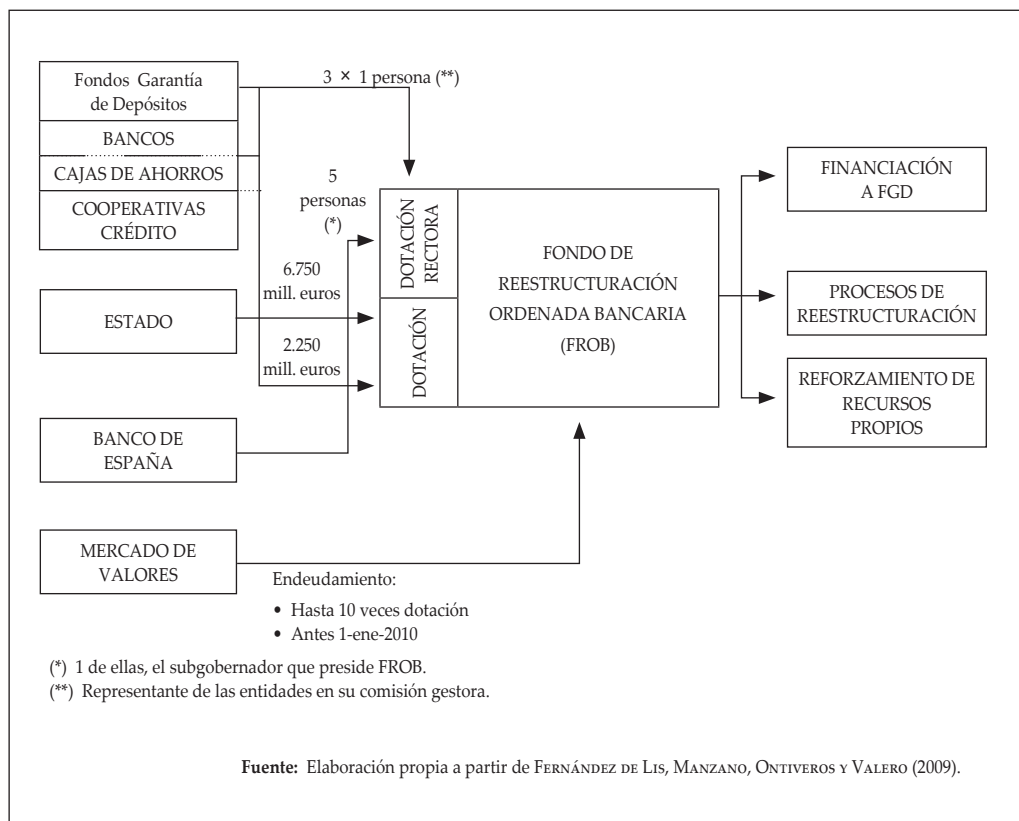
Entidad	Importe (millones de €)	Participación del FROB
Banco CAM (1) .....	5.249	100 %
CatalunyaCaixa .....	1.718	90 %
Novacaixagalicia .....	2.465	93 %
Unnim (2) .....	568	100 %

(1) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al Banco Sabadell.

(2) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al BBVA.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de MAROTO, R.; MULAS-GRANADOS, C. y FERNÁNDEZ, J. (2012).

Gráfico 4. Funcionamiento del FROB



En este contexto surge el último acuerdo de Basilea, Basilea III, cuyas primeras propuestas fueron publicadas el 16 de diciembre de 2010 y el cual ha supuesto un punto clave para poder establecer una solución a la emisión masiva de participaciones preferentes entre inversores minoristas.

A través de la implantación de Basilea III se pretendía proveer a la economía de un conjunto de medidas y herramientas con las que mejorar el sistema bancario en su conjunto, pero sobre todo prepararlo para el surgimiento de posibles crisis. El nuevo acuerdo de Basilea entró en vigor el 1 de enero del año 2013 dando como margen al sistema bancario hasta el 1 de enero de 2019 para su adaptación e implantación.

A continuación se exponen las novedades que presenta este nuevo acuerdo de Basilea con respecto a los dos anteriores:

- Mayor calidad, consistencia y transparencia de la base de capital. Se sigue manteniendo el requerimiento mínimo de capital en el 8%, pero dichos requerimientos

aumentan para el capital ordinario y para el capital de nivel 1. El capital ordinario pasará del 2% al 4,5%, mientras el Capital de nivel 1 (tier 1) pasará de un requerimiento de capital del 4% al 6%. Además, con la implantación de este nuevo acuerdo dejarán de computar como «tier 1» los instrumentos de capital híbridos innovadores con incentivos a la amortización anticipada que hasta ahora tenían el límite del 15%. Finalmente, desaparecerá el capital de nivel 3 que solo se admitía para cubrir riesgos de mercado.

- Colchón de conservación de capital. Con esta nueva medida se pretende que los bancos acumulen capital en momentos en los que la economía se encuentre en expansión y de esta manera que puedan hacer uso de este capital cuando la economía se encuentre en recesión. Se establece que dicho colchón de conservación de capital sea como mínimo del 2,5% y en el caso de ser menor el banco deberá restringir su distribución de dividendos.
- Colchón anticíclico de capital. El objetivo de la implantación de este «colchón» es evitar que se produzca de nuevo una «burbuja inmobiliaria», es decir, se establece para gestionar el crédito y así proteger al sistema bancario en momentos de expansión de este. El colchón anticíclico podrá variar entre 0 - 2,5% dependiendo de las necesidades del sistema bancario.

Cuadro 1. Comparativa entre Basilea II Y III

BASILEA II	Capital: 8% Tier 1: 4 % Capital ordinario: 2 %	BASILEA III	Capital: 8% Tier 1: 6 % Capital ordinario: 4,5 % Colchón de conservación de capital: 2,5 % Colchón anticíclico de alta calidad: 0 - 2,5 %
Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de <a href="http://www.fedeablogs.net">www.fedeablogs.net</a>			

Pero no son estos los únicos cambios acontecidos con la llegada del nuevo acuerdo de Basilea. También es importante mencionar el ratio de cobertura de la liquidez (LCR) y el ratio de financiación neta estable (NSFR).

El ratio de cobertura de liquidez pretende ayudar a los bancos a hacer frente a la crisis de liquidez a corto plazo (30 días). Con ella los bancos tendrán en sus balances los suficientes activos disponibles, líquidos y de alta calidad para poder hacer frente a grandes salidas de efectivo como ha ocurrido en la crisis financiera que viene soportando España desde 2007.



Ratio de cobertura de liquidez (LCR):

$$\frac{\text{Colchón de activos líquidos de alta calidad}}{\text{Salidas de efectivo totales netas en 30 días naturales}} \geq 100\% \quad (1)$$

Los activos líquidos de alta calidad mantenidos en cartera deberán estar libres de cargas, gozar de liquidez en los mercados en momentos de tensión y, a ser posible, cumplir los requisitos para su admisión por el banco central<sup>2</sup>.

El ratio de financiación neta estable pretende que, en los momentos en los que la economía goza de excesiva liquidez, esta no sea tan dependiente de la financiación mayorista a corto plazo. Para ello, exige a los bancos que mantengan un mínimo de fuentes de financiación estables en función de las características de liquidez de los activos y de las entidades de la entidad durante un año.

Ratio de financiación neta estable (NSFR):

$$\frac{\text{Cantidad de financiación estable disponible}}{\text{Cantidad de financiación estable requerida}} \geq 100\% \quad (2)$$

El endurecimiento de los requisitos mínimos de capital exigidos a las entidades y el hecho de que las participaciones preferentes no computen según el último acuerdo de Basilea como capital de primera calidad impulsa a las entidades a realizar ofertas de canje de participaciones preferentes por acciones, depósitos, bonos y obligaciones convertibles.

### 2.3. MEMORANDO DEL ENTENDIMIENTO Y EL BANCO MALO

El estallido de la burbuja inmobiliaria y la recesión económica han provocado que los bancos españoles hayan acumulado grandes cantidades de activos problemáticos en sus balances, poniendo en juicio su viabilidad económica. Aunque las autoridades españolas han llevado a cabo medidas como el saneamiento de los balances, aumentos de los requerimientos de capital, reestructuración de las entidades, incrementos significativos de los requisitos de provisiones para los préstamos destinados a promociones inmobiliarias y los activos de hipotecas ejecutadas, estas no han sido suficientes para devolver la estabilidad al sistema financiero español (OJEDA y JAREÑO, 2013).

Con todo lo anterior, el día 20 de julio de 2012 se firma el memorando del entendimiento cuyos principales objetivos son:

<sup>2</sup> Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios.

- Determinación de las necesidades de capital de cada banco a través de unas pruebas de resistencia y un análisis en el que se analizará la calidad de los activos de cada uno de los bancos.
- Recapitalización, reestructuración y resolución de los bancos débiles.
- Segregación de los activos deteriorados a través de la creación del Sareb o banco malo.

Para poder llevar a cabo sus objetivos se estableció un calendario de actuación, que comienza en julio de 2012, cuando se realiza la primera inyección de capital que asciende a un volumen de 30.000 millones de euros para las necesidades más inmediatas. Dicho volumen estaba prefianciado y en reserva por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y antes de su utilización era necesaria la aprobación de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (BCE).

En septiembre de ese mismo año se realiza una prueba de resistencia o test de estrés a un total de 14 grupos financieros que representan el 90% del sistema bancario español para conocer las necesidades de capital de cada entidad y abrir así el camino hacia la reestructuración y la recapitalización. Dicho proceso contó con la supervisión de la Comisión Europea, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea y el Fondo Monetario Internacional.

Según el test de estrés realizado por la consultora Oliver Wyman, las necesidades de capital después del efecto fiscal quedan recogidas en la **tabla 3**.

Tabla 3. Necesidades de capital después del efecto fiscal según el test de estrés de Oliver Wyman

Entidad	Escenario base (1)	Escenario adverso (1)
Grupo Santander .....	+19.181	+25.297
BBVA .....	+10.945	+11.183
Caixabank + Cívica .....	+9.421	+5.720
Kutxabank .....	+3.132	+2.188
Sabadell + CAM .....	+ 3.321	+ 915
Bankinter .....	+393	+399
Unicaja + CEISS .....	+1.300	+128
Ibercaja + Caja3 + Liberbank .....	+ 492	-2.108
BMN .....	-368	-2.208
Popular .....	+677	-3.223
		.../...

Entidad	Escenario base (1)	Escenario adverso (1)
.../...		
Banco de Valencia .....	-1.846	-3.462
NCG Banco .....	-3.966	-7.176
Cataluyabank .....	-6.488	-10.825
Bankia-BFA .....	-13.230	-24.743
Total sistema (solo necesidades) .....	-25.898	-53.745
(1) Datos en millones de euros.		
<b>Fuente:</b> Elaboración propia a partir de la nota de prensa del Banco de España del 28 de septiembre de 2012.		

En la **tabla 3** podemos ver las necesidades de capital de cada uno de los bancos analizados bajo el planteamiento de dos escenarios: un escenario base y otro adverso, el cual es muy improbable que se produzca.

Centrándonos en el escenario base cuyas características eran un mínimo de requerimientos de capital del 9% para las entidades y una caída acumulada del PIB real del -1,7% hasta 2014, podemos concluir que 9 de los 14 grupos bancarios analizados cuentan con el capital suficiente para hacer frente a las características marcadas por el escenario base. Por lo que, en general, se podría decir que el sistema bancario cuenta con la suficiente solvencia como para afrontar las posibles condiciones macroeconómicas. La necesidad de capital agregada en el escenario base sería de unos 25.900 millones de euros y hace referencia a las entidades participadas en su mayoría por el FROB.

Si planteamos un escenario adverso donde el requerimiento de capital mínimo se situaría en el 6% y la caída acumulada del PIB sería del -6,5% hasta 2014, el sistema bancario español no contaría con la suficiente solvencia para hacer frente a los cambios macroeconómicos, ya que ahora serían solo 7 y no 9 los grupos bancarios que superan el capital mínimo exigido. Estos siete grupos son Santander, BBVA, CaixaBank, Kutxabank, Banco Sabadell, Bankinter y Unicaja-CEISS. Por su parte, Banco Popular, BMN y la fusión proyectada entre Ibercaja, Liberbank y Caja 3 necesitarían capital adicional, por lo que elaboraron sus planes de recapitalización para la determinación de la cuantía de ayuda pública necesaria. Por último, las mayores necesidades de capital las encontramos en los grupos bancarios participados mayoritariamente por el FROB como son BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco Valencia.

Atendiendo a los resultados de los test de estrés y a los planes de recapitalización que serán llevados a cabo se clasifica a los bancos en cuatro grupos diferentes<sup>3</sup>:

<sup>3</sup> Memorando de entendimientos sobre condiciones de política sectorial financiera.

- Grupo 0: formado por los bancos en los que no se detectó déficit de capital y que no requirieron la adopción de ulteriores medidas.
- Grupo 1: formado por los bancos que son propiedad del FROB como son BFA/ Bankia, Catalunya Caixa, NCG Banco y Banco Valencia.
- Grupo 2: formado por los bancos con déficit de capital, según la prueba de resistencia, y que no pueden afrontarlo de forma privada y sin ayuda estatal.
- Grupo 3: formado por los bancos que necesitan capital adicional, pero no necesitan ayudas públicas para conseguirlo.

Una vez clasificados los bancos se adoptan decisiones basadas en la recapitalización, reestructuración o liquidación, siendo dichas medidas supervisadas por la Comisión Europea. En el mes de octubre los bancos pertenecientes a los grupos 1, 2 y 3, con el objetivo de acabar con su déficit presentaron planes de recapitalización, los cuales podían estar basados en medidas internas, enajenación de activos, prácticas relativas a la gestión del pasivo, incremento de los fondos propios o recurrir a la ayuda estatal.

Haciendo referencia a los bancos del grupo 1, las autoridades españolas junto con la Comisión Europea, prepararon planes de reestructuración a partir de julio de 2012, para la concesión de la ayuda estatal y la puesta en marcha de los mismos.

Si hablamos de los bancos del grupo 2, las autoridades españolas tuvieron que presentar planes de reestructuración o resolución ante la Comisión Europea, donde debían recogerse los pasos a realizar para segregar sus activos deteriorados y traspasarlos a una entidad externa de gestión de activos, antes de octubre de 2012.

En este proceso, hasta que la Comisión Europea no aprobó los diferentes planes de reestructuración o resolución presentados por los bancos pertenecientes a los grupos 1 y 2, no se les prestó ayuda, excepto en el caso en el que fue necesario utilizar los fondos del primer tramo.

Por último, los bancos del grupo 3 tuvieron que presentar antes de octubre de 2012 planes de recapitalización en los que se debía poner de manifiesto que no necesitaban ayudas públicas para incrementar su capital. A modo de precaución, se les exigió a todos aquellos que necesitasen incrementar su capital en más de un 2% que emitieran bonos convertibles que serían suscritos por el FROB como medida de recapitalización y así poder satisfacer sus necesidades de capital antes de diciembre de 2012. Las entidades tuvieron hasta junio de 2013 para devolver ese dinero. Si no lo hacían serían recapitalizados mediante la conversión total o parcial de los bonos en acciones ordinarias.

Los bancos del grupo 3 que necesitaran un incremento de capital menor al 2% tuvieron hasta el 30 de junio de 2013 para captar el dinero necesario. En caso contrario, las entidades serían recapitalizadas mediante ayuda estatal y deberían presentar planes de reestructuración.

Los planes de reestructuración y resolución se basan en los principios de viabilidad, reparto de la carga y limitación de las distorsiones de la competencia para conseguir la estabilidad financiera y flexibilidad del sector bancario, teniendo como principal objetivo que todos los bancos

tuvieran al finalizar el año 2012 un capital básico de al menos el 9% y hasta 2014 no reducir su capital básico sin autorización previa del Banco de España.

En este escenario, surge una nueva entidad conocida como el «Banco Malo», que fue creado con el objetivo de eliminar lo antes posible los activos problemáticos de los balances de los bancos que solicitaron ayuda, siendo su principal gestor el FROB y considerando que su vida útil estaría entre los 10 y los 15 años. Esta medida afecta principalmente a los préstamos para promociones inmobiliarias y a los activos de hipotecas ejecutadas. Las transferencias de los activos a la entidad de gestión externa se realizarán al valor económico real de los activos, que será determinado mediante una revisión de su calidad y las valoraciones individuales empleadas en los test de estrés. Las pérdidas que surjan como consecuencia de valorar esos activos a su precio real se materializarán en los bancos en el momento de la segregación. La entidad de gestión de activos comprará a los bancos y cajas españolas sus activos tóxicos, y a cambio estos recibirán del FROB efectivo o títulos de alta calidad como deuda subordinada por el Estado y que la entidad pueda utilizar como garantía ante el BCE para conseguir liquidez.

La creación de esta sociedad de gestión de activos también tiene como objetivo mejorar la protección de los clientes minoristas, desalentando la venta de productos financieros complejos entre inversores no cualificados. Estos productos complejos son participaciones preferentes, obligaciones convertibles y los bonos y obligaciones subordinadas. El FROB ofrecerá a los propietarios de estos productos financieros un canje por depósitos, acciones, efectivo o la reducción del valor nominal de la deuda. Dicho canje se realizaría a precio de mercado más un 10% de margen.

#### 2.4. RESULTADO DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Como consecuencia de las decisiones descritas anteriormente, el mapa del sistema financiero español ha sufrido un gran cambio desde el año 2008. El *Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros*, establece como una de las principales reformas, que las cajas de ahorros pasen a realizar su negocio bancario de manera indirecta a través de una entidad bancaria, convirtiéndose ellas en fundaciones en su caso y encargándose de la obra benéfico-social.

Posteriormente, aparece la *Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias*, que da continuidad a la anterior en lo que al ejercicio de actividad bancaria indirecta se refiere. Con ello se pretende volver al modelo de cajas tradicional, desarrollando estas su actividad en su ámbito local y perdiendo su licencia bancaria en el caso de superar los límites de tamaño permitidos y teniendo que convertirse obligatoriamente en fundaciones bancarias. Como consecuencia de lo anterior, se ha pasado de tener 45 entidades financieras a solo 14. También se ha visto afectado tanto el número de sucursales bancarias en funcionamiento, como el empleo del sector financiero, que ha sufrido una reducción espectacular. Según datos aportados por diferentes periódicos digitales, el número de oficinas ha disminuido desde 2008 hasta el ejercicio 2013 en 7.925 sucursales; y si nos fijamos en el empleo se han eliminado 42.205 puestos de trabajo.

Todo este proceso de reestructuración se ha llevado a cabo a través de uniones entre entidades, absorciones y el llamado «Sistema institucional de protección» (SIP) o «fusiones frías», que ha sido el más utilizado por las cajas de ahorros españolas, ya que les permite compartir riesgos y conservar –aunque solo durante el corto plazo– su personalidad jurídica y sus sedes. Sus políticas financieras, de solvencia y de riesgo deben estar centralizadas y una de las entidades debe ser la que dirija el proceso de integración, aportando cada una de las entidades participantes fondos por un porcentaje igual o superior al 40% de sus recursos propios. Bajo este contexto y proceso de cambio y ajuste del sistema bancario español el sistema financiero español queda como podemos ver reflejado en la **tabla 4**.

### 3. EMISIÓN Y COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

En esta sección analizamos las características de las emisiones de participaciones preferentes que se han llevado a cabo en el año 2009, centrándonos en el estudio de las condiciones y características de las diferentes emisiones realizadas entre los inversores minoristas. Para ello, consideramos un total de 16 entidades financieras (bancos y cajas de ahorros).

En la **tabla 5** se recogen las principales características de las emisiones de participaciones preferentes durante el año 2009, año de mayor auge. Todas ellas tenían un objetivo común que era el reforzamiento de los recursos propios de las entidades que las emitieron. Podemos observar que todas las emisiones, salvo las de Caja Duero<sup>4</sup>, se comercializan entre inversores minoristas. También cabe destacar que fueron las cajas de ahorros las que mayor volumen de participaciones preferentes pusieron en circulación.

Con respecto a las características de las emisiones podemos observar que fue Caja Madrid la que realizó la mayor emisión de participaciones preferentes (3.000.000.000 €) mientras que Caja Cantabria (63.000.000 €), la menor.

También se observa que el valor nominal de las participaciones varía entre los 25 euros y 1.000 euros y, además, que el importe mínimo exigido para poder realizar la orden de suscripción va a depender de cada entidad.

Uno de los aspectos que tienen en común las distintas emisiones llevadas a cabo es que todas son emitidas a la par, es decir, su prima de emisión es cero, coincidiendo por tanto su valor nominal con su valor de emisión. Pero este no es el único aspecto en común, ya que el plazo es otro de ellos. El carácter de toda emisión de preferentes es perpetuo, esto quiere decir que la emisión no tiene plazo de vencimiento y que el emisor no está obligado a reembolsar el principal, convirtiéndose este en uno de los principales problemas de este tipo de emisiones.

<sup>4</sup> Dentro de la emisión de 100 millones de euros realizada por Caja Duero en 2009, encontramos dos tramos, uno de ellos dirigido a los inversores mayoristas y otro a los minoristas.

Tabla 4. Mapa del sistema financiero español tras el proceso de reestructuración

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fusión por absorción
Banco Santander			Banco Santander Banco Banesco Banif	Banco Santander	Banco Santander	Fusión por absorción
BBVA Caixa Sabadell Caixa Terrasa Caixa Manlleu	BBVA Unnim	BBVA Unnim	BBVA	BBVA	BBVA	Fusión por absorción
La Caixa Caixa Girona Cajasol Guadalajara Caja Navarra Caja Burgos Caja Canarias	La Caixa Cajasol-Guadalajara Banca Cívica	Caixabank Banca Cívica	Caixabank	Caixabank Banco Valencia	Caixabank	Fusión por absorción
	Caja Madrid Bancaja Caja Canarias Caixa Laitetana Caja de Ávila Caja de Segovia Caja Rioja	BFA-Bankia			BFA-Bankia	SIP
CaixaCatalunya CaixaTarragona	Catalunya-Caixa Nova-Caixa Galicia		Catalunya-Caixa Nova-Caixa Galicia			Fusión .../...

2009	2010	2011	2012	2013	2014
.../...					
Caixa Manresa Caixa Galicia Caixanova					
Caja Murcia Caixa Penedés Caja Granada Sa Nostra	Banco Mare Nostrum				Banco Mare Nostrum  SIP
Banco Sabadell Banco Guipuz- coana CAM	Banco Sabadell CAM (3)	Banco Sabadell	Banco Sabadell	Banco Sabadell Banco Gallego	Banco Sabadell  Fusión por absorción
Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor  Fusión por absorción
Unicaja Caja Jaén Caja Duero Caja España	Unicaja Caja España-Duero	Unicaja Banco Caja España-Duero	Unicaja Banco		Unicaja Banco  Fusión por absorción
BBK Cajasur (5) Caja Vital Kutxa	BBK Caja Vital Kutxa	BBK Caja Vital Kutxa	Kutxabank		Kutxabank  SIP
					.../...



2009	2010	2011	2012	2013	2014	
.../...						
Ibercaja CAI Caja Circulo Caja Badajoz	Ibercaja CAI Caja Circulo Caja Badajoz	Ibercaja Caja 3	Ibercaja banco	Ibercaja Banco		Fusión por absorción
Bankinter					Bankinter	Sin proceso
Cajastur CCM (8) Caja Extremadura Caja Cantabria	Cajastur Caja Extremadura Caja Cantabria	Liberbank			Liberbank	SIP
Caixa Pollensa					Caixa Pollensa	Sin proceso
Caixa Ontinyent					Caixa Ontinyent	Sin proceso

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de prensa económica.

Si nos centramos en la remuneración y su periodicidad podemos ver como la mayoría de las cajas y bancos ofrecieron durante el primer año o los primeros años de vida de la emisión un tipo de interés nominal anual fijo, uno de los hechos por el que los inversores minoristas vieron la emisión de preferentes similar a un depósito a plazo fijo, pero que les aportaba una mayor rentabilidad. Mientras que la rentabilidad ofrecida por un depósito a plazo fijo estaba en torno a un tipo de interés del 3-4% nominal anual fijo, podemos ver como, por ejemplo, Caja Navarra ofrecía durante los primeros cinco años de vida de la emisión un 8% nominal anual fijo pagadero trimestralmente. Este hecho hacía mucho más atractivo invertir en participaciones preferentes que en depósitos a plazo fijo, pero no se tuvo en cuenta que pasado este tiempo durante el cual algunas entidades o cajas de ahorros nos ofrecían un tipo de interés nominal anual fijo, nuestra inversión quedaría en manos del Euríbor más un diferencial.

Si observamos el **gráfico 5** podemos ver la trayectoria del Euríbor durante el año 2009 y el año 2013. El tipo de interés pasa de un 2,86% en el mes de enero de 2009 a un 0,72% en el mes de diciembre de 2009. Y si tenemos en cuenta el gráfico del año 2013, aunque parece que hay una pequeña tendencia alcista debemos observar que los valores entre los que nos movemos son muy bajos, del 0,19% en enero de 2013 a 0,24 en diciembre 2013. Esta situación se mantiene en el año 2014.

Así, aunque en un primer momento la rentabilidad que nos ofrecían las entidades y cajas de ahorros parecía muy atractiva podemos ver como se hace cada vez menor, ya que dependemos del recorrido del Euríbor que en momentos como el actual tiende a la baja. Queda claro, por tanto, que el principal problema de este tipo de emisión es la relación entre la rentabilidad y el riesgo. En aquellos momentos en los que el Euríbor tienda al alza las participaciones preferentes nos brindarán una rentabilidad adecuada al riesgo asumido, pero en aquellos periodos en los que la economía esté atravesando una grave crisis no nos aportarán la rentabilidad adecuada.

Gráfico 5. Euríbor trimestral en 2009 y 2013

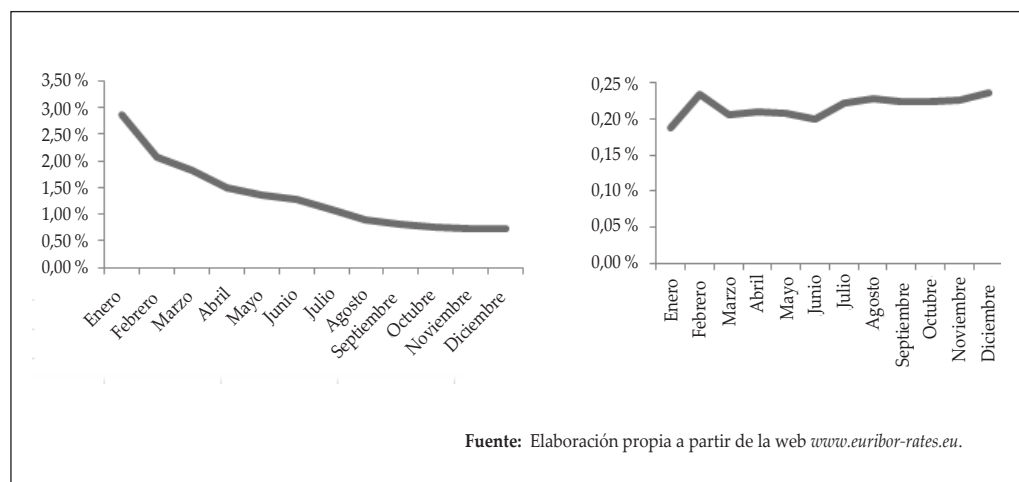


Tabla 5. Comparativa de la emisión de preferentes en el año 2009

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
Caja Navarra	29-10-2009	Hasta 100.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1.000 €	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Desde el 29-10-2009 hasta el 28-10-2014. Tipo nominal anual del 8 % pagadero trimestralmente</li> <li>Desde el 28-10-2014 Euríbor a 3 meses + 5 % (mínimo 6,5 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Duero	25-05-2009	Hasta 100.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 3.000 € (3)	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euríbor trimestral + un diferencial comprendido entre el 6,5 % y 8 %.</li> </ul>	AIAF
Caixanova	17-06-2009	Hasta 130.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euríbor trimestral + 6,35 % (mínimo 7,4 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Murcia	15-04-2009	100.000.000 € ampliables a 150.000.000 €	VNU 500 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primer trimestre tipo nominal anual fijo de 6,20 %</li> <li>Euríbor trimestral + 4,45 % (mínimo 5,50 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Canarias	22-05-2009	50.000.000 € ampliables a 75.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dos primeros años tipo nominal anual fijo del 7 % pagadero anualmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 5,85 % (mínimo 6 %)</li> </ul>	AIAF
Caja España	19-05-2009	10.000.000 € ampliables a 200.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cuatro primeros años tipo nominal anual fijo del 8,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 7,25 %</li> </ul>	AIAF
.../...						

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
Caixapenedés	30-09-2009	150.000.000 € ampliables a 250.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primer año tipo nominal anual fijo del 7,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euribor a 3 meses + 5,95 % (mínimo 7 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Pastor	01-04-2009	100.000.000 € ampliables a 250.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tres primeros años tipo nominal anual fijo del 7,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euribor trimestral + 4,60 % (mínimo 6,80 %)</li> </ul>	AIAF
Caixa Galicia	18-05-2009	150.000.000 € ampliables a 300.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 18-05-2009 a 18-05-2012 tipo nominal anual fijo del 7,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euribor a 3 meses + 5,15 % (mínimo del 6,15 % a partir del 6.º año)</li> </ul>	AIAF
Caixa Galicia	15-10-2009	Hasta 1350.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 15-10-2009 a 15-10-2011 tipo nominal anual fijo del 7,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Desde el 15-10-2011 Euribor trimestral + 6,50 % (mínimo de 7,50 % a partir del 6.º año)</li> </ul>	AIAF
.../...						.../...

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
.../...						
Banesto	29-06-2009	250.000.000 € ampliables a 500.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 3 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 29-06-2009 a 29-06-2010 tipo nominal anual fijo del 6 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Desde el 29-06-2010 a 29-06-2011 tipo nominal anual del 5 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir del 29-06-2011 Euríbor trimestral + 2,30 % (mínimo del 4 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Popular	30-03-2009	300.000.000 € ampliables a 600.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primeros cinco años tipo nominal anual fijo del 6,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir del 5º año Euríbor trimestral + 1,50 % (mínimo del 4 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Sabadell	02-02-2009	300.000.000 € a 500.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 3 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dos primeros años tipo nominal anual fijo del 6,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euríbor trimestral + 2,50 % (mínimo del 4,50 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Santander	25-06-2009	2.000.000.000 €	VNU 25 € Importe mínimo: 100 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30-06-2009 a 30-06-2010 tipo anual nominal fijo del 5,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• 30-06-2010 a 30-06-2011 tipo anual nominal fijo del 4,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Desde el 30-06-2011 Euríbor trimestral + 2,20 %</li> </ul>	AIAF
						.../...

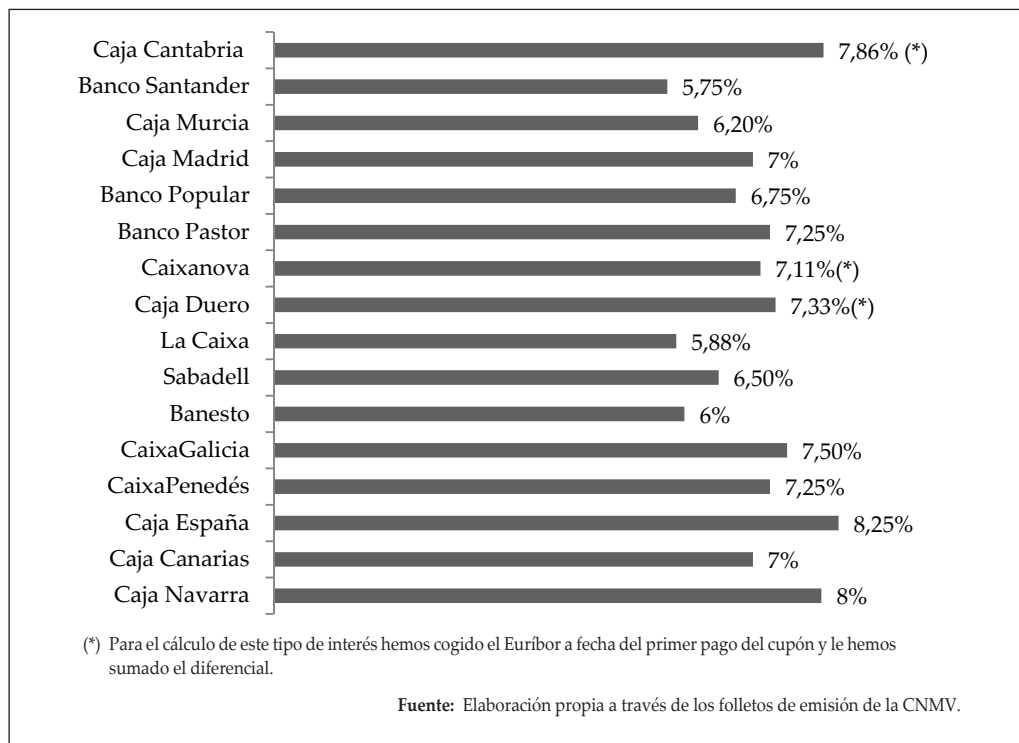
Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
.../...						
La Caixa	21-05-2009	1.500.000.000 a 2.000.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 30.000 €	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dos primeros años tipo anual nominal fijo del 5,88 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euríbor trimestral + 3,50 %</li> </ul>	AIAF
Caja Madrid	21-05-2009	1.500.000.000 a 3.000.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primeros cinco años tipo anual nominal fijo del 7 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir de aquí Euríbor trimestral + 4,75 %</li> </ul>	AIAF
Caja Cantabria	10-06-2009	63.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Euríbor trimestral + 6,75 %</li> </ul>	AIAF

(1) Los pagos siempre son trimestrales, excepto para Caja Murcia cuyo primer pago se hace a los 61 días. El resto de sus pagos son trimestrales.  
(2) Perpetuo, con posibilidad de que el emisor amortice anticipadamente a partir del 5.º año.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los folletos de emisión de la CNMV.

Aunque en la **tabla 5** podemos ver la rentabilidad ofrecida por cada entidad centramos nuestro análisis en la rentabilidad que ofrecían las instituciones en el periodo de pago del primer cupón. Así, el **gráfico 6** muestra de una manera más ilustrativa las rentabilidades ofrecidas en ese periodo. Podemos ver como Caja España con un tipo de interés del 8,25% fue la que más rentabilidad ofreció, así como que La Caixa y Banesto fueron aquellos que con un tipo de interés del 5,88% y 6% respectivamente son los que ofrecen una menor rentabilidad.

Gráfico 6. Tipo de interés de las participaciones preferentes ofrecido por las cajas de ahorros y entidades financieras para el pago del primer cupón (rentabilidades aproximadas)



Además de conocer el tipo de interés ofertado por cada una de las cajas de ahorros y entidades financieras hemos calculado la remuneración que recibieron los poseedores de participaciones preferentes para lo que utilizamos la siguiente expresión:<sup>5</sup>

Remuneración unitaria bruta:

$$R = \frac{N \times i \times d}{36.500^5} \tag{3}$$

<sup>5</sup> Base 30/365. Si la base a utilizar fuera 30/360 el denominador pasaría a ser 36.000.

Donde

- R: Remuneración
- N: Importe nominal del título
- i: Tipo de interés nominal
- d: días transcurridos en el periodo de devengo de remuneración de referencia

Dado que, como podemos observar, la remuneración va directamente ligada al importe nominal de la participación preferente, hemos realizado una clasificación atendiendo al valor nominal unitario de las participaciones, a partir de la cual estimamos su remuneración (**gráfico 7** y **gráfico 8**).

Gráfico 7. Remuneración de las participaciones preferentes con valor nominal unitario de 1.000 euros

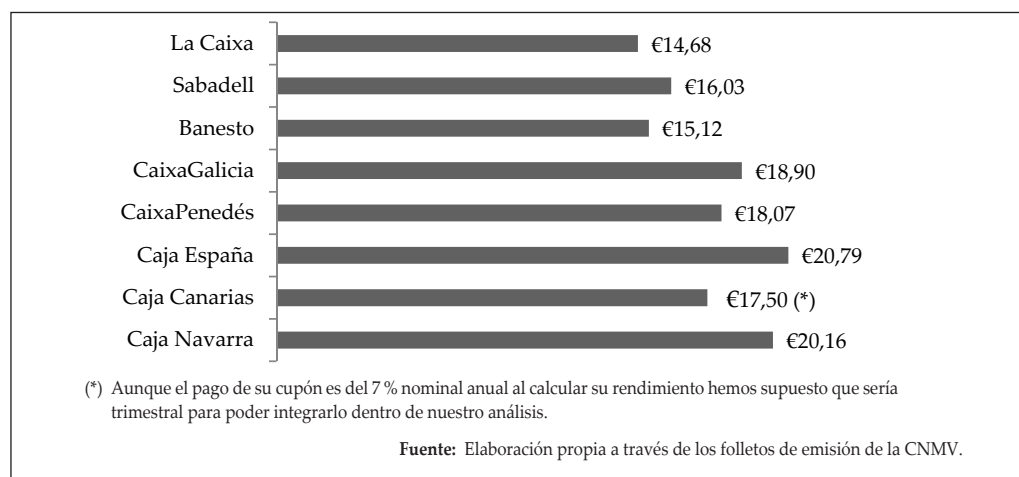
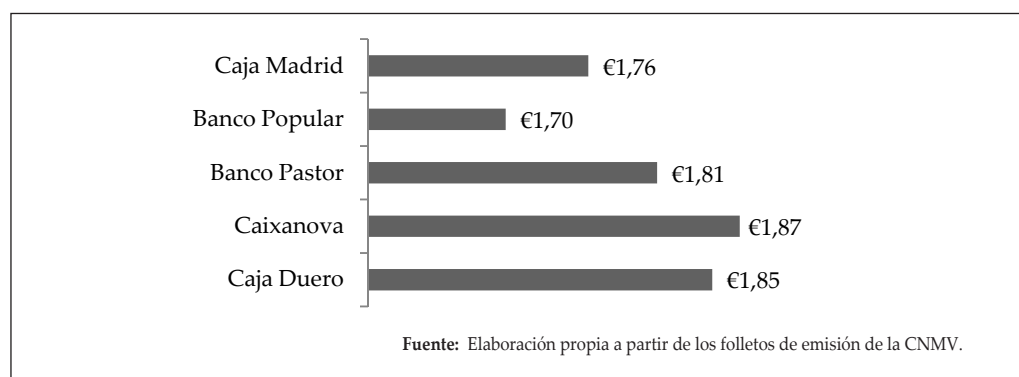


Gráfico 8. Remuneración unitaria de las participaciones preferentes con valor nominal unitario de 100 euros





Según los gráficos anteriores observamos que, dentro del grupo en el que el valor nominal unitario es de 1.000 euros (**gráfico 7**), Caja España es la que ofrece un mayor rendimiento por participación preferente (20,79 €) y dentro del grupo de entidades en las que el valor nominal unitario de cada título es de 100 euros (**gráfico 8**), es Caixanova la que ofrece una mayor rentabilidad por participación (1,87 €).

A la hora de valorar una inversión no solo hay que tener en cuenta la rentabilidad que esta nos ofrezca, sino también la calidad crediticia que tenga asignada la emisión. Así, en la **tabla 5** se recoge la clasificación que la agencia de calificación crediticia FITCH RATING otorgó, de manera provisional, tanto al emisor como a la emisión de participaciones preferentes en los años 2008 y 2009. En dicha tabla se muestra como se tienen distintas calificaciones crediticias asignadas a cada una de las entidades financieras analizadas. Banco Popular, Banesto y Santander son las emisiones que mejor valoración tienen, con una calificación de AA y AA<sup>+</sup> para el emisor y la emisión respectivamente. Por otro lado, son Caixapenedés, Caja Canarias, Caja Cantabria, Caixanova y Caja España, con una calificación de A<sup>-</sup> y BBB para el emisor y la emisión, respectivamente, las que tienen la peor calificación.

Tabla 6. Clasificación crediticia otorgada por FITCH RATING en los años 2008/2009

Entidad	Rating Emisor	Rating Emisión
Banco Sabadell .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
Banco Popular .....	AA	A <sup>+</sup>
Caja Murcia .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
Banco Pastor .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caja Navarra .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caixa Galicia .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caja Duero .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caixa Penedés .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Canarias .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Cantabria .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Madrid .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
		.../...

Entidad	Rating Emisor	Rating Emisión
.../...		
Caixanova .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja España .....	A <sup>-</sup>	BBB
Banesto .....	AA	A <sup>+</sup>
Banco Santander .....	AA	A <sup>+</sup>
La Caixa .....	AA <sup>-</sup>	A

**Fuente:** Elaboración propia a través de los folletos de emisión de la CNMV.

Además de la rentabilidad y la solvencia de la emisión, a la hora de decidir realizar una inversión otro factor a tener en cuenta es la liquidez de los instrumentos. En este sentido, la negociación en el mercado secundario de este tipo de activos financieros se realiza en el mercado AIAF. En el mercado de renta fija español se negocian diversos productos financieros como pagarés, bonos y obligaciones de empresa, cédulas, bonos de titulización y participaciones preferentes. El principal problema de este mercado es que no ha contado con la suficiente transparencia y liquidez en el periodo de crisis económica que estamos analizando.

Según los datos proporcionados por AIAF desde 1999, podemos observar que las participaciones preferentes en la mayor parte de los años del periodo analizado han tenido un mayor peso en el conjunto del mercado que el resto de instrumentos financieros (véase **gráfico 9**). En 2008 el número de operaciones que se realizaron con participaciones preferentes fue de 290.760, y tan solo un año después ascienden a 406.662. A partir de este momento la negociación comienza a descender levemente; así, durante los años 2010 y 2011 el volumen de operaciones es ligeramente inferior que en años anteriores, mientras que vuelven a crecer en 2012, cuando alcanzan su punto máximo con 725.712 operaciones emitidas a negociación.

En el **gráfico 9** podemos ver cómo es en el año 2009 cuando se realizan operaciones con el mayor volumen en euros desde el año 1999; también este año cuenta con el mayor número de admisiones puesto que los inversores institucionales vendieron sus participaciones preferentes y fueron las entidades bancarias las que las adquieren, viendo en ellas el producto ideal para recapitalizar sus balances.

En el año 2012 este volumen de operaciones en euros alcanza su punto álgido, como hemos comentado, pero el número de admisiones es cero, es decir, hay muchos inversores interesados en vender participaciones preferentes, pero ninguno interesado en comprarlas.

Gráfico 9. Número de operaciones emitidas a negociación en el mercado AIAF

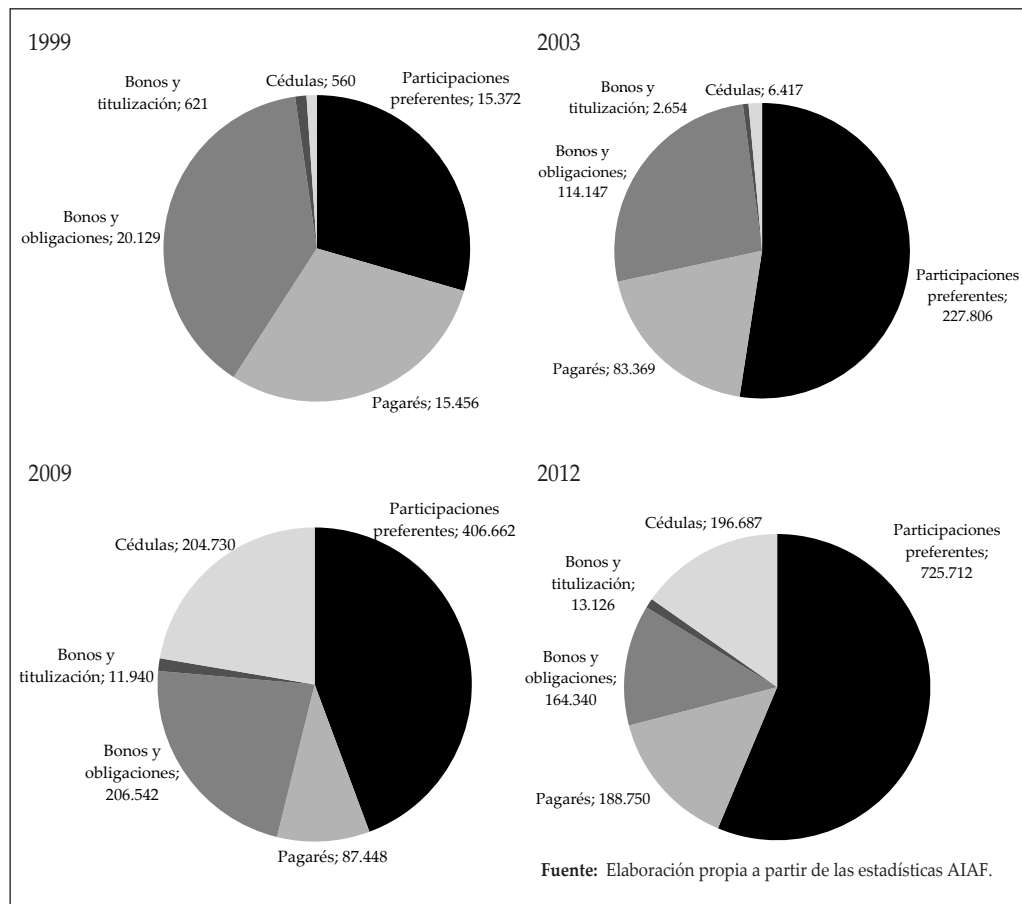


Tabla 7. Volumen de operaciones emitidas y admitidas de participaciones preferentes en el mercado AIAF

Año	Volumen (€) de operaciones emitidas a negociación (1)	Operaciones admitidas (€)
1999	702,50	5.651,35
2000	928,00	3.380,00
2001	1.458,97	2.060,00
		.../...

Año	Volumen (€) de operaciones emitidas a negociación (1)	Operaciones admitidas (€)
.../...		
2002	2.222,07	3.166,49
2003	3.447,74	4.974,35
2004	4.130,23	4.174,31
2005	4.045,85	3.781,49
2006	4.643,69	629,00
2007	4.488,60	507,00
2008	4.013,86	246,00
2009	5.627,07	13.552,93
2010	4.250,43	100,00
2011	5.810,26	200,00
2012	28.064,19	0,00
2013	19.724,37	0,00
(1) Datos en millones de euros.		
Fuente: Elaboración propia a partir de las estadísticas AIAF.		

#### 4. CONCLUSIONES

En el año 2007, en el que estalla la burbuja inmobiliaria, comienza un largo periodo en el que nos hemos visto inmersos en una crisis económica a nivel mundial, cuyo origen podemos situar en Estados Unidos. A partir de ese momento, el sistema financiero español ha vivido un proceso de desajuste y desaceleración económica como consecuencia de la masiva exposición al sector de la construcción, proceso que se agravó debido a la confianza que nuestro sistema financiero tuvo hacia el norteamericano. En este entorno, las entidades bancarias, que se percatan de la necesidad de recapitalizar sus balances, ofrecen a sus clientes minoristas un producto complejo y de alto riesgo, las participaciones preferentes, aprovechándose del modelo de banca tradicional impuesto hasta ese momento en España, basado en el trato personal hacia el cliente y motivado por la creación del acuerdo de Basilea II, donde las participaciones preferentes computaban como capital de máxima calidad. Aunque esta se perfilaba como la solución más rápida y sencilla para

la recapitalización de las entidades financieras, dicho proceso se vio truncado cuando en 2010 la CNMV prohíbe la venta directa de participaciones preferentes entre sucursales, con lo que comienza a surgir la desconfianza por parte de los clientes minoristas hacia las entidades bancarias, ya que ahora tendrían que vender sus participaciones en el mercado secundario AIAF, que era un mercado principalmente mayorista. La aprobación del tercer acuerdo de Basilea, que entró en vigor en el año 2013, y donde se pone de manifiesto que las participaciones preferentes dejarán de computar como capital de primera calidad, agrava el problema para los inversores. Es en este momento cuando se produce el «caos de las preferentes», dado que los clientes minoristas quieren recuperar el dinero invertido en ellas como consecuencia de la situación económica de inestabilidad que existe en España, pero las entidades que las vendieron no están dispuestas a recomprarlas.

En esta situación, las soluciones propuestas son las siguientes. Por un lado, el cliente puede intentar vender sus participaciones preferentes en el mercado AIAF, algo prácticamente imposible en este momento, ya que desde el año 2012 la admisión de compra de estos productos complejos ha sido nula; la alternativa consistía en el canje ofrecido por las entidades bancarias; en este caso, el cliente podría recuperar una parte de su inversión.

Lo que en un primer momento se vio como la solución perfecta para recapitalizar las entidades no ha hecho sino agravar la situación económica de nuestro sistema bancario. Se ha puesto de manifiesto, entre otras cuestiones, la vulnerabilidad de muchas de las cajas de ahorros y algunos bancos españoles, los cuales no han sido capaces de sobrevivir a la crisis económica ocurrida entre 2007 y 2013. Estas entidades no contaban con la capacidad necesaria para captar capital y mejorar su solvencia. Todo lo anterior da lugar a un proceso de reestructuración bancaria sin precedentes en nuestro país, que hace necesaria la aparición de nuevas entidades, como el FROB, y la inversión por parte del Estado de unos 61.000 millones de euros (además de los avales de estado para las emisiones de entidades de crédito y las ayudas privadas para el proceso de reestructuración).

El resultado de este proceso ha sido la reducción del número de entidades bancarias que operan en España, pasando de 45 instituciones en 2009 a 12 en la actualidad, con las consiguientes repercusiones en las variables macroeconómicas (aumento de la tasa de desempleo), y en la economía de familias y empresas. En este sentido, señalar que el sector bancario era uno de los sectores que más empleo ofrecía en nuestro país antes del surgimiento de la crisis de 2007.

## Bibliografía

- ASPE, P. [2009]: «Los Orígenes de la Crisis», *Este país*, n.º 215, págs. 8-12.
- ELORRIAGA, E. R. [2010]: «Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital», *Estabilidad financiera*, n.º 19, págs. 9-20.
- FERNÁNDEZ, P. L. y PÉREZ, M. [2013]: «Las participaciones preferentes. La génesis del corralito español», *Estrategia Financiera*, n.º 303, págs. 18-35.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S.; GARCÍA, A. y PAPP, P. [2009]: «El sistema financiero tras la crisis actual: algunas tendencias», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 210, págs. 75-80.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S.; MANZANO, D.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F. J. [2009]: «Rescates y reestructuración bancaria: el caso español», *Documento de trabajo*, n.º 152, Laboratorio de alternativas.
- FRANCIA, L. [2011]: «Salgado convoca una rueda de prensa para detallar las medidas para reforzar las cajas». Disponible en internet: <http://www.rtve.es/noticias/20110124/salgado-convoca-una-rueda-prensa-para-detallar-las-medidas-para-reforzar-las-cajas/397817.shtml>
- GARCÍA, C. V. y CRUZ, S. [2012]: «Participaciones preferentes: un análisis desde la perspectiva del partícipe», *Análisis Financiero*, n.º 120, págs. 6-17.
- GONZÁLES, J. e HITA, E. [2012]: «El Gobierno crea el "banco malo" que absorberá activos "no tan malos" en un horizonte de hasta 15 años». Disponible en internet: <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/08/31/economia/1346413149.html>.
- JAREÑO, F. y TOLENTINO, M. [2012]: «A brief review of the US financial crisis origin», *American Journal of Scientific Research*, n.º 74, págs. 51-57.
- LAMOTHE, P. y PÉREZ, M. [2013]: «Las participaciones preferentes. La génesis del "corralito español"», *Estrategia Financiera*, n.º 303, págs. 18-35.
- LEY 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, *Boletín Oficial del Estado*, 28 de diciembre de 2013, n.º 311, pág. 105.878.
- OJEDA, A. y JAREÑO, F. [2013]: «Los efectos de la crisis económica en el sistema financiero español», *RCyT. CEF*, n.º 360, págs. 261-276.
- MAROTO, R.; MULAS-GRANADOS, C. y FERNÁNDEZ, J. [2012]: «Crisis financiera y rescates bancarios en Europa: Ideas sobre el caso español», *Documento de trabajo*, n.º 9/2012, Fundación Ideas.
- MARTÍN, P. [2012]: «¿Interesa acudir al canje de preferentes por acciones de Sabadell y Santander?», *Cinco Días*. Disponible en internet: <http://cincodias.com/cincodias/2011/12/13/merca. Cinco Días>.
- MARTÍN, P. y ABRIL, I. [2012]: «Las claves del canje de preferentes de Bankia», *Cinco Días*. Disponible en internet: [http://cincodias.com/cincodias/2012/03/20/mercados/1332462414\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2012/03/20/mercados/1332462414_850215.html).
- MARTÍNEZ, J. M. [2012]: «Las participaciones preferentes: ascenso, auge y declive», *Cuadernos de información económica*, n.º 231, págs. 87-100.
- MAUDOS, J. [2009]: «La Banca Española ante la Crisis Financiera», *Clm.Economía*, n.º 14, págs. 31-54.
- MERCADO AIAF DE RENTA FIJA [2009]: *Revista de finanzas y Banca. Instituto superior de técnicas y revistas bancarias*. Disponible en internet: <http://www.finanzasybanca.com/iberfinanzas/index.php/M/mercado-AIAF-de-Renta-Fija.html>.

ORTEGA, R. y otros [2011]: *Mecanismos de gestión y prevención de futuras crisis financieras*, Ed. Fundación de Estudios Financieros, págs. 35-48.

PÉREZ, P. [2012]: «Cómo salir del callejón de las participaciones preferentes», *Inversión y Finanzas.com*. Disponible en internet: [http://www.finanzas.com/noticias/economia/2012-02-13/655929\\_como-salir-callejon-participaciones-preferentes.html](http://www.finanzas.com/noticias/economia/2012-02-13/655929_como-salir-callejon-participaciones-preferentes.html).

POPULAR, B. [2012]: «Banco Popular culmina con éxito su oferta de recompra y canje de participaciones preferentes por bonos convertibles en acciones», *El Economista.es*. Disponible en internet: <http://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/3872181/04/12/Banco-Popular-culmina-con-exito-su-oferta-de-recompra-y-canje-de-participaciones-preferentes-por-bonos-convertibles-en-acciones.html#.Kku8E-noFenCfZbT>.

REAL DECRETO-LEY 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, *Boletín Oficial del Estado*, 13 de julio de 2010, n.º 169, pág. 61.427.

ROMANI, M. [18 de junio de 2012]: «La consolidación de la banca española: de 50 a 12 entidades en tres años y bajando», *Diario Expansión*. Disponible en internet: <http://www.expansion.com/2012/06/18/empresas/banca/1340020056.html> Artículo *Expansión*.

SANTIAGO, S.; MANZANO, D.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F. J. [2009]: «Rescates y reestructuración bancaria: el caso español». *Documento de trabajo* n.º 152/2009.

SEVILLANO, J. M. y SANCHÍS, A. [2010]: «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera», *Estabilidad Financiera*, n.º 215, págs. 55-72.

VALVERDE, S. C. y MAUDOS, J. [2010]: «Diez interrogantes del sistema bancario español», *Cuadernos de información económica*, n.º 215, págs. 89-105.

La bajada de los tipos de interés en los mercados internacionales y la abundancia de recursos del mercado norteamericano hicieron que los bancos vieran reducido su negocio. En este contexto comienza una concesión masiva de hipotecas, muchas de ellas denominadas *subprime*, las cuales contaban durante los dos primeros años con tipos de interés excesivamente bajos, para captar a un mayor número de clientes, aunque en realidad se trataba de hipotecas de alto riesgo debido a la falta de garantías crediticias y solvencia de muchos de los titulares de estas (JAREÑO y TOLENTINO, 2012).

Como consecuencia de esta mayor demanda de préstamos hipotecarios, el precio de la vivienda comienza a elevarse, alcanzando su punto álgido en 2005. En este momento la mayoría de estos préstamos son «bursatilizados» y vendidos a inversores privados e institucionales, es decir, el objetivo era vender todas las hipotecas que se pudieran. En este contexto, los bancos tratan de aprovechar el «boom inmobiliario» a través del mecanismo descrito a continuación. Los clientes eran aconsejados por brókeres que, se suponía, buscaban la mejor hipoteca para cada cliente; una vez cerrada la operación, el banco concedía el préstamo y más tarde estos bancos las venderían a otros o a Wall Street quedando incluidas en productos estructurados que recibirían la calificación de máxima calidad «AAA», cuyas principales características eran mínimo riesgo y alta rentabilidad.

Todo ello se produjo por la pretensión de las instituciones financieras internacionales de obtener rentabilidades mayores asumiendo con ello un riesgo creciente, pero para conseguirlo necesitaban una manera de convertir las hipotecas de alto riesgo en productos de máxima calidad. De esta forma se articuló lo que se ha venido a denominar «sistema bancario en la sombra», el cual estaba formado por un conjunto de entidades creadas por los principales bancos, que colocaron a terceros los créditos hipotecarios concedidos en condiciones de riesgo creciente. Todo ello propiciado por un proceso de «ingeniería financiera» y por la aprobación de las agencias de *rating* que otorgaron a dichos créditos la máxima calidad crediticia.

Durante años el sistema «funcionaba», todos los agentes económicos percibían sus ganancias, esto es, aquellos ciudadanos que nunca imaginaron tener su propia vivienda lo habían conseguido, las entidades hipotecarias, brókeres y Wall Street cobraban altas comisiones, los inversores tenían sus instrumentos financieros «seguros» con alta rentabilidad y, además, los constructores de viviendas incrementaban su actividad.

El problema de esta situación de crecimiento insostenible se hace patente cuando en 2007 el precio de la vivienda comienza a bajar y, por lo tanto, también cambia la valoración de los títulos financieros emitidos por las entidades financieras y cuyo respaldo eran los créditos hipotecarios de los inmuebles cuyo precio está reduciéndose. Es entonces cuando las agencias de calificación crediticia reducen la nota de dichos activos, calificándolos como títulos de alto riesgo. Estas circunstancias desembocan en lo que se conoce como el «estallido de la burbuja inmobiliaria», que supuso, para la economía real, la entrada en un proceso de recesión económica de importantes consecuencias. Entre ellas se encuentra la desconfianza hacia nuestro sistema financiero que dio lugar a una paralización de las transacciones internacionales y a una gran dificultad para colocar títulos fuera de nuestras fronteras.



## 2.2. PARTICIPACIONES PREFERENTES

A pesar de que la crisis financiera llegó a España más tarde, sus efectos no han sido por ello menos importantes. Como consecuencia del estallido de la burbuja inmobiliaria, las cajas y bancos españoles se quedaron descapitalizados, es decir, sin «dinero suficiente» en sus balances, por lo que estas entidades necesitaban un reforzamiento de sus recursos propios. La solución que se preveía era la reestructuración del sistema bancario, pero las autoridades públicas no veían en esta la mejor solución, ya que hasta el momento el sistema bancario español se había caracterizado por tener una amplia red de sucursales, las cuales mitigaban la competencia externa, y por lo tanto se pensaron otras soluciones alternativas para poder conservar esta amplia red de sucursales.

Hasta el momento, la emisión de depósitos bancarios a plazo fijo era considerada como la principal fuente de financiación de las entidades. Las rentabilidades ofrecidas por estos depósitos bancarios eran muy bajas y, por lo tanto, no demasiado atractivas para los inversores. Además, no computaban como recursos propios de primera calidad, por lo que en un contexto de crisis no se consideró el medio más apropiado.

Ante esta situación, las autoridades públicas podían realizar una ampliación de capital a través de acciones ordinarias o bien a través de la emisión de preferentes. La ampliación de capital a través de la emisión de acciones ordinarias –medio que solo podían utilizar los bancos– no se consideró la mejor opción, debido a la enorme desconfianza generada entre los inversores, los bajos dividendos que se preveían y los derechos políticos que otorgaban a sus poseedores. Por lo tanto, la solución que se adoptó fue la recapitalización de las entidades financieras a través de la emisión de participaciones preferentes, ya que otorgaban una alta rentabilidad, carecían de derechos políticos y, en ese momento, computaban como recursos propios de primera calidad al igual que las acciones ordinarias.

En este contexto, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea puede considerarse el «origen» del hecho de que las participaciones preferentes fueran adoptadas como la mejor solución para el proceso de recapitalización que era necesario llevar a cabo. El primer acuerdo fue tomado por este Comité bajo el nombre de Basilea I, en 1988, con la única intención de aconsejar o proporcionar unas recomendaciones para mantener la solvencia en el sistema bancario, fijando un capital básico con el cual la entidad bancaria pudiera afrontar las posibles pérdidas, así como una protección ante posibles quiebras y que además le permitiera hacer frente al riesgo asociado a los créditos, al riesgo de mercado y al riesgo de tipo de cambio.

Este capital mínimo quedó estructurado de la siguiente manera:

- Tier 1: Acciones ordinarias emitidas y totalmente desembolsadas y reservas de capital declaradas.
- Tier 2: Compuesto por reservas no divulgadas, reservas para revalorización de activos, provisiones, instrumentos financieros híbridos y deuda subordinada. El Tier Capital en su conjunto no debe superar el 50% del capital social.

- Tier 3: Según el informe de estabilidad financiera de noviembre de 2009 del Banco de España, en 1996 se introdujo una categoría adicional denominada «tier 3», en la que se incluyó aquella deuda subordinada a corto plazo que contenga una cláusula por la que se suspende el derecho de los tenedores a recibir ningún pago en el caso de que, de ser estos efectuados, el capital de la entidad quede por debajo del mínimo regulatorio (*lock-in clause*), u otro nivel fijado para cubrir una parte del riesgo de mercado.

El acuerdo de Basilea I establecía un capital mínimo de recursos propios de un 8% del total de los activos ponderados en función de los riesgos asumidos –principalmente de crédito–. Y aunque no era obligatoria su incorporación, entró en vigor en más de 100 países, ya que muchos de ellos consideraron que era importante establecer unas normas que fijaran un capital mínimo para la absorción de pérdidas.

En junio de 2004 se aprobó un nuevo acuerdo de Basilea bajo el nombre de Basilea II, ya que se habían encontrado algunas deficiencias en el anterior acuerdo, las cuales se basaban principalmente en la insuficiente sensibilidad al riesgo que podía motivar que las entidades financieras asumieran proyectos con demasiados riesgos, puesto que no se les exigía un capital adicional por ello. Por lo tanto, el objetivo principal era adecuar los requerimientos de capital de las entidades financieras a los riesgos que estas asumen. Y esto se pretendía hacer mediante tres pilares:

- Fijación de unos requerimientos de capital mínimo. Se adoptan nuevos criterios para determinar de manera más adecuada el riesgo de cada entidad. El capital mínimo exigido es el mismo, pero no la manera de calcularlo; podemos ver como en el nuevo acuerdo de Basilea se va a tener en cuenta el riesgo de la operación, basada en el criterio que dice que «cuanto más arriesgada sea la operación, más capital debe ser aportado».
- Proceso de supervisión bancaria. La supervisión bancaria va a ser realizada tanto por los propios bancos como por los supervisores del comité de Basilea, los cuales podrían aplicar medidas de corrección cuando así lo consideraran. Por lo tanto, deben asegurarse de mantener la relación capital-riesgo para mantener los estándares de capital fijados.
- Disciplina de mercado. Basada en la transparencia de la información.

Otra de las diferencias que es importante destacar entre el primer acuerdo de Basilea y el aprobado en junio de 2004 es que las participaciones preferentes pasaban a computar como recursos propios en el «tier 1» junto con las acciones ordinarias y las reservas de capital si y solo si cumplían los siguientes requisitos: eran subordinadas a todos los acreedores, no acumuladas y podían ser canceladas por el emisor a partir del quinto año. Por tanto, se encontraban dentro de

lo que se denomina capital de primera calidad, a diferencia de lo que sucedía en el primer acuerdo, en el que se agrupaban en el «tier 2» o capital complementario.

Aunque se consideraba que la parte predominante del capital de primera calidad («tier 1») debía estar formada por las acciones ordinarias y las reservas, a partir de este momento se consideró que las participaciones preferentes reunían las condiciones necesarias para ser agrupadas en el capital regulatorio de primera calidad. Dichas características vienen plasmadas en el informe de estabilidad financiera de noviembre de 2009 emitido por el Banco de España. Criterios que se establecieron por primera vez en 1990 por el Comité de Basilea y que quedaron reflejados en el acuerdo de Sydney en 1998. La justificación por parte del Banco de España para la adopción de esta decisión se resume en el hecho de que lo que se pretende es incrementar la competitividad de las entidades españolas, de forma que estas puedan acceder con mayor facilidad a los mercados mayoristas y de inversores institucionales.

Las participaciones preferentes son un producto bancario comercializado en España desde 1998, destinado, fundamentalmente, a inversores institucionales. Mientras estos inversores han estado interesados en la comercialización de las preferentes, este instrumento ha gozado de liquidez. Sin embargo, en el momento en que dejaron de interesarse por dichos instrumentos financieros y su comercialización, estos se destinan a clientes de carácter minorista, por lo que aparecen diversos problemas.

El primer problema de la comercialización de las participaciones preferentes tiene su origen en la traducción que se hizo de su término anglosajón *preference share* o *preferred share*. La primera traducción adoptada fue la de «acciones preferentes». Bajo esta traducción no eran demasiado atractivas para los inversores minoristas, ya que estos eran clientes conservadores que normalmente tenían cierta reticencia a invertir en acciones. Por lo tanto, se modificó la traducción cambiando el término «acción» por «participación» quedando como «participación preferente».

Se mantuvo el término «preferente» que, según la legislación, significa que en caso de quiebra de la entidad los poseedores de participaciones preferentes tendrán una posición preferente con respecto a los tenedores de acciones ordinarias. Aunque realmente lo que los inversores pensaban era que, al comprar estos instrumentos, eran clientes privilegiados a los que les estaban ofreciendo unos productos financieros a los cuales no tenían acceso todos los clientes.

Otra de las consecuencias de cambiar la palabra «acción» por participación fue que también lo hizo el término asignado a su remuneración. Este fue traducido en un primer momento como «dividendo», pero posteriormente se denominó «cupón», que hace referencia a unos intereses fijos que deben recibir los tenedores de los instrumentos. Sin embargo, esto no era realmente así, ya que, en caso de que la entidad tuviese pérdidas, ese cupón no sería pagado.

Lo cierto es que bajo el término «participaciones preferentes» las entidades consiguieron venderlas entre sus clientes como una especie de depósito a plazo fijo, pero que proporcionaba una alta rentabilidad.

Las negociaciones se realizaban en los mercados internacionales o en el mercado de renta fija español AIAF a un tipo de interés, en la mayoría de los casos, fijo. La poca transparencia y liquidez de este mercado hacía que no fuera apropiado para los clientes minoristas y, por lo tanto, lo más correcto es que se hubieran negociado en un mercado de renta variable como es la bolsa, ya que su consideración como instrumento de renta fija no ha hecho otra que cosa que provocar una incorrecta valoración de sus riesgos.

Como hemos comentado, a partir de 2007, los inversores institucionales no estaban dispuestos a adquirir participaciones preferentes ni a mantenerlas en cartera, por lo que comenzaron a venderlas en el mercado secundario durante 2007 y 2008. La consecuencia inmediata es que los precios de estos instrumentos comenzaron a descender y fue en este momento cuando muchas entidades financieras vieron en las preferentes la solución para su recapitalización, ya que las adquirieron con importantes descuentos sobre su valor nominal.

Hasta mayo de 2010 la emisión de preferentes a través de las sucursales bancarias funcionó de manera satisfactoria, siendo el funcionamiento el siguiente. Las entidades las compraban a precios muy bajos en el mercado secundario y posteriormente las vendían a precios más altos a los clientes minoristas. Pero cuando estos querían venderlas para recuperar su liquidez, las entidades las colocaban a otros clientes que estaban interesados en su compra. De esta forma, el cliente quedaba satisfecho puesto que había recibido, al menos, el 100% de lo invertido, a pesar de que este valor era superior a su valor de mercado.

Pero esta práctica acabó cuando, en junio de 2010, la CNMV prohibió la realización de operaciones internas. En este momento el precio de las preferentes cayó brutalmente y estalló lo que es conocido como el «escándalo de las preferentes», debido a que en el complejo e ilíquido mercado AIAF no había operaciones de compra de estos instrumentos y menos al valor que las entidades financieras se las habían vendido a sus clientes.

Por lo tanto, el problema no fue que las cajas de ahorros y algunas entidades emitieran preferentes, sino que se las ofrecieron a los clientes minoristas, es decir, clientes que no contaban con los suficientes conocimientos como para entender los riesgos a los que se enfrentaban con la contratación de un instrumento complejo como son las preferentes.

Según la normativa MIFID<sup>1</sup> impuesta por el Banco de España, cada caja de ahorros y banco debía hacer un estudio sobre el cliente interesado en dicho producto para ver si verdaderamente era consciente de que estaba adquiriendo un producto bancario complejo.

---

<sup>1</sup> Directiva aprobada en noviembre de 2007 bajo el nombre de Marketing In Financial Instruments Directive, más conocida como MIFID.

Gráfico 2. Evolución de la emisión de preferentes durante el periodo de 1998-2011

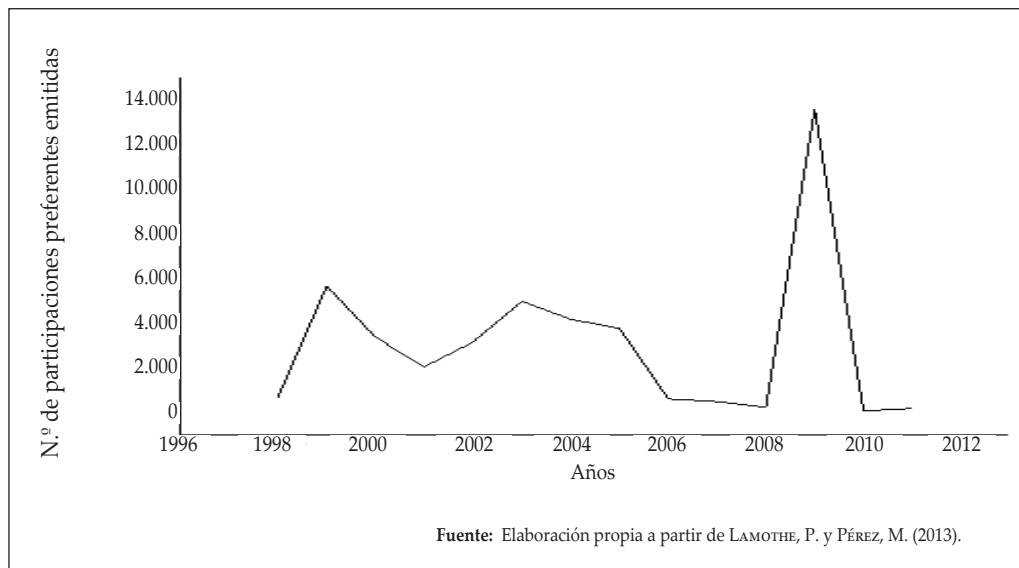
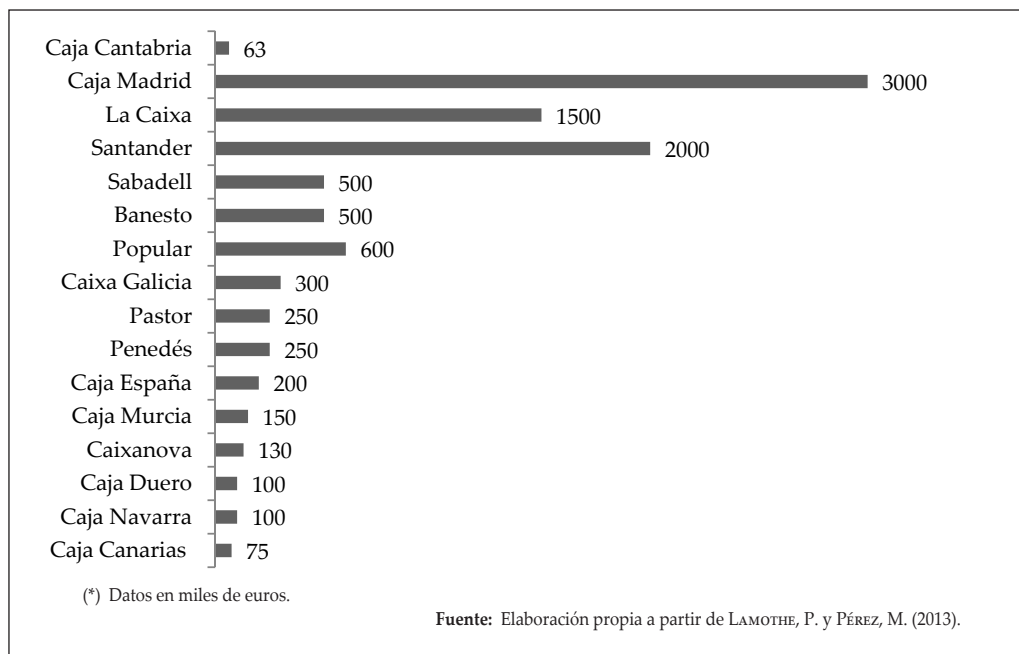


Gráfico 3. Emisiones realizadas en junio de 2009



En el **gráfico 3** podemos ver cuáles fueron las entidades financieras que contribuyeron a que se produjera en el año 2009 la masiva emisión de preferentes. Así, se observa que fue Caja Madrid quien realizó un mayor número de emisiones (3.000) y Caja Cantabria la que realizó un número menor (63).

Las preferentes fueron en este momento el producto estrella para las entidades financieras. Atrás quedaron los depósitos a plazo fijo, los cuales no computaban como recursos propios y las emisiones de capital, ya que las cajas de ahorro no podían realizarlas y a los bancos no les convenía dada la situación de inestabilidad financiera en la que España se encontraba inmersa.

Sin embargo, lo que en un primer momento se vio como la solución perfecta para reforzar los recursos propios de las entidades y así evitar medidas más drásticas como la llamada «reestructuración de las cajas de ahorros», simplemente sirvió para empeorar la economía. Cuando los inversores recurren a la entidad con la intención de recuperar su dinero y poner una orden de venta, esta no encuentra compradores para las preferentes.

Además, detrás del problema de liquidez puesto de manifiesto en este análisis, se encuentra el de solvencia, el cual se hace evidente en España, tras la intervención de Caja Castilla-La Mancha por parte del Banco de España (2009) y que constituye el origen del proceso de reestructuración bancaria, que tiene su base en la creación de una nueva institución, el fondo de reestructuración ordenada bancaria, FROB, cuya finalidad era gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y llevar a cabo el reforzamiento de sus recursos propios. Con el FROB se abrían cuatro posibilidades para las entidades españolas (FERNÁNDEZ DE LIS et ál., 2009):

- Cualquier entidad que pudiera demostrar que contaba con solvencia podría establecer sus propias políticas de actuación.
- Cuando la institución no pudiera demostrar dicha solvencia, debía realizar un plan de viabilidad y presentarlo antes de 30 días y además debía ser aprobado por el ente supervisor. En general, estos planes de viabilidad se basaban en procesos de absorción o fusión. Además, incluían medidas disciplinarias si no se cumplían las condiciones impuestas.
- En el caso de dudas serias acerca de la viabilidad del plan de solvencia el propio Banco de España podría intervenir en la entidad y el FROB se haría cargo de ella. Por lo tanto, la reestructuración se basaría en una fusión o absorción o el traspaso total o parcial del negocio.
- Incluso aquellas entidades que no tuvieran problemas de viabilidad pero quisieran fusionarse podían pedirle ayuda al FROB.

En el **gráfico 4** podemos observar de manera esquematizada el funcionamiento del FROB y tras este se hace una alusión a sus dos principales intervenciones.

La primera intervención del FROB tuvo una duración de varios meses, desde julio de 2010 hasta el inicio de 2011 (véase **tabla 1**). Este organismo aportó, a través de participaciones prefe-

rentes convertibles, 9.674 millones de euros a las fusiones de algunas cajas de ahorros. Sin embargo, el Banco de España, junto con otros bancos de inversión, tuvo que realizar un protocolo de intervención debido a la falta de agilidad del proceso.

Tabla 1. Primera ronda de intervenciones del FROB (importes en millones de €)

Entidad	Importe	Fecha
Banco Financiero y de Ahorros .....	4.465	28/diciembre/2010
CatalunyaCaixa .....	1.250	28/julio/2010
Novacaixagalicia .....	1.162	30/diciembre/2010
Banca Cívica .....	977	11/febrero/2011
Banco Mare Nostrum .....	915	31/diciembre/2010
Caja España-Duero .....	525	29/noviembre/2010
BBK Bank Cajasur .....	392	16/julio/2010
Unnim .....	380	28/julio/2010

**Fuente:** Elaboración propia a partir de las noticias publicadas en *Expansión*.

La segunda ronda de intervenciones a la Banca consistió en la aportación de dinero, pero esta vez en forma de capital (10.000 millones de €), con la cual se le impuso una condición a las cajas de ahorros para poder participar, que se basaba en la necesidad de traspasar previamente su negocio a un banco de nueva creación (véase **tabla 2**).

Tabla 2. Segunda ronda de intervenciones del FROB

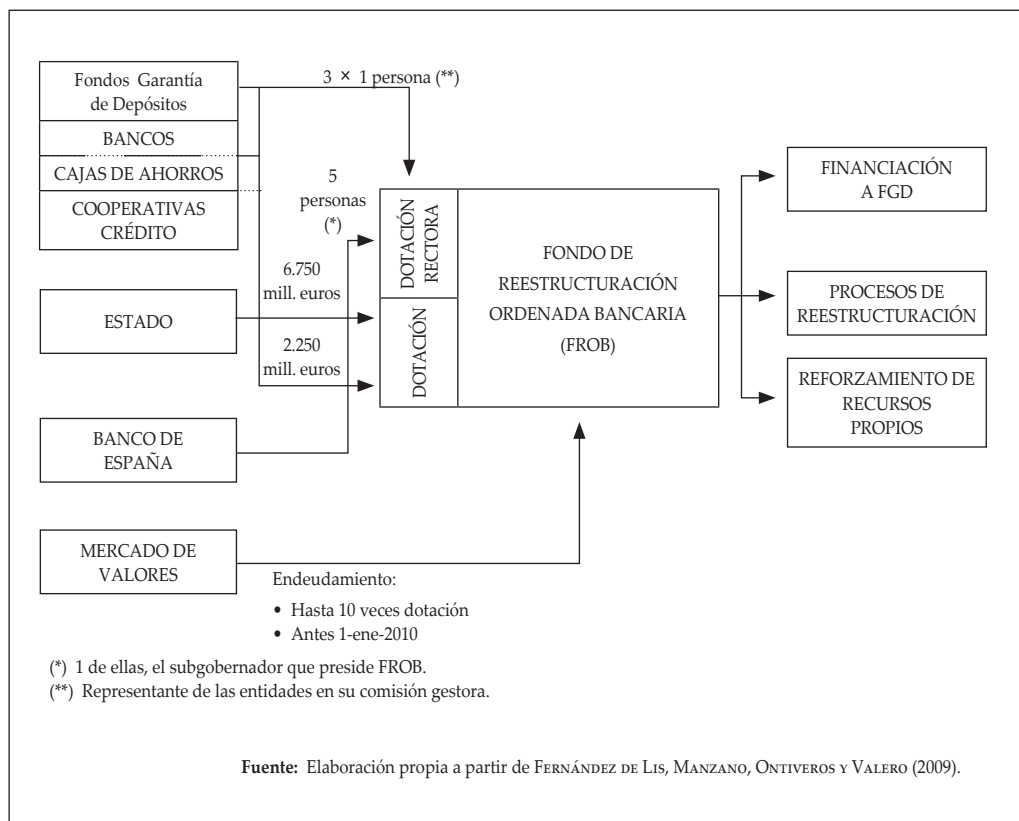
Entidad	Importe (millones de €)	Participación del FROB
Banco CAM (1) .....	5.249	100 %
CatalunyaCaixa .....	1.718	90 %
Novacaixagalicia .....	2.465	93 %
Unnim (2) .....	568	100 %

(1) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al Banco Sabadell.

(2) Esta entidad se consideró no viable y fue adquirida por el FROB. Terminado su proceso de reestructuración fue vendida al BBVA.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de MAROTO, R.; MULAS-GRANADOS, C. y FERNÁNDEZ, J. (2012).

Gráfico 4. Funcionamiento del FROB



En este contexto surge el último acuerdo de Basilea, Basilea III, cuyas primeras propuestas fueron publicadas el 16 de diciembre de 2010 y el cual ha supuesto un punto clave para poder establecer una solución a la emisión masiva de participaciones preferentes entre inversores minoristas.

A través de la implantación de Basilea III se pretendía proveer a la economía de un conjunto de medidas y herramientas con las que mejorar el sistema bancario en su conjunto, pero sobre todo prepararlo para el surgimiento de posibles crisis. El nuevo acuerdo de Basilea entró en vigor el 1 de enero del año 2013 dando como margen al sistema bancario hasta el 1 de enero de 2019 para su adaptación e implantación.

A continuación se exponen las novedades que presenta este nuevo acuerdo de Basilea con respecto a los dos anteriores:

- Mayor calidad, consistencia y transparencia de la base de capital. Se sigue manteniendo el requerimiento mínimo de capital en el 8%, pero dichos requerimientos



aumentan para el capital ordinario y para el capital de nivel 1. El capital ordinario pasará del 2% al 4,5%, mientras el Capital de nivel 1 (tier 1) pasará de un requerimiento de capital del 4% al 6%. Además, con la implantación de este nuevo acuerdo dejarán de computar como «tier 1» los instrumentos de capital híbridos innovadores con incentivos a la amortización anticipada que hasta ahora tenían el límite del 15%. Finalmente, desaparecerá el capital de nivel 3 que solo se admitía para cubrir riesgos de mercado.

- Colchón de conservación de capital. Con esta nueva medida se pretende que los bancos acumulen capital en momentos en los que la economía se encuentre en expansión y de esta manera que puedan hacer uso de este capital cuando la economía se encuentre en recesión. Se establece que dicho colchón de conservación de capital sea como mínimo del 2,5% y en el caso de ser menor el banco deberá restringir su distribución de dividendos.
- Colchón anticíclico de capital. El objetivo de la implantación de este «colchón» es evitar que se produzca de nuevo una «burbuja inmobiliaria», es decir, se establece para gestionar el crédito y así proteger al sistema bancario en momentos de expansión de este. El colchón anticíclico podrá variar entre 0 - 2,5% dependiendo de las necesidades del sistema bancario.

Cuadro 1. Comparativa entre Basilea II Y III

BASILEA II	Capital: 8% Tier 1: 4 % Capital ordinario: 2 %	BASILEA III	Capital: 8% Tier 1: 6 % Capital ordinario: 4,5 % Colchón de conservación de capital: 2,5 % Colchón anticíclico de alta calidad: 0 - 2,5 %
Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida de <a href="http://www.fedeablogs.net">www.fedeablogs.net</a>			

Pero no son estos los únicos cambios acontecidos con la llegada del nuevo acuerdo de Basilea. También es importante mencionar el ratio de cobertura de la liquidez (LCR) y el ratio de financiación neta estable (NSFR).

El ratio de cobertura de liquidez pretende ayudar a los bancos a hacer frente a la crisis de liquidez a corto plazo (30 días). Con ella los bancos tendrán en sus balances los suficientes activos disponibles, líquidos y de alta calidad para poder hacer frente a grandes salidas de efectivo como ha ocurrido en la crisis financiera que viene soportando España desde 2007.

Ratio de cobertura de liquidez (LCR):

$$\frac{\text{Colchón de activos líquidos de alta calidad}}{\text{Salidas de efectivo totales netas en 30 días naturales}} \geq 100\% \quad (1)$$

Los activos líquidos de alta calidad mantenidos en cartera deberán estar libres de cargas, gozar de liquidez en los mercados en momentos de tensión y, a ser posible, cumplir los requisitos para su admisión por el banco central<sup>2</sup>.

El ratio de financiación neta estable pretende que, en los momentos en los que la economía goza de excesiva liquidez, esta no sea tan dependiente de la financiación mayorista a corto plazo. Para ello, exige a los bancos que mantengan un mínimo de fuentes de financiación estables en función de las características de liquidez de los activos y de las entidades de la entidad durante un año.

Ratio de financiación neta estable (NSFR):

$$\frac{\text{Cantidad de financiación estable disponible}}{\text{Cantidad de financiación estable requerida}} \geq 100\% \quad (2)$$

El endurecimiento de los requisitos mínimos de capital exigidos a las entidades y el hecho de que las participaciones preferentes no computen según el último acuerdo de Basilea como capital de primera calidad impulsa a las entidades a realizar ofertas de canje de participaciones preferentes por acciones, depósitos, bonos y obligaciones convertibles.

### 2.3. MEMORANDO DEL ENTENDIMIENTO Y EL BANCO MALO

El estallido de la burbuja inmobiliaria y la recesión económica han provocado que los bancos españoles hayan acumulado grandes cantidades de activos problemáticos en sus balances, poniendo en juicio su viabilidad económica. Aunque las autoridades españolas han llevado a cabo medidas como el saneamiento de los balances, aumentos de los requerimientos de capital, reestructuración de las entidades, incrementos significativos de los requisitos de provisiones para los préstamos destinados a promociones inmobiliarias y los activos de hipotecas ejecutadas, estas no han sido suficientes para devolver la estabilidad al sistema financiero español (OJEDA y JAREÑO, 2013).

Con todo lo anterior, el día 20 de julio de 2012 se firma el memorando del entendimiento cuyos principales objetivos son:

<sup>2</sup> Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios.

- Determinación de las necesidades de capital de cada banco a través de unas pruebas de resistencia y un análisis en el que se analizará la calidad de los activos de cada uno de los bancos.
- Recapitalización, reestructuración y resolución de los bancos débiles.
- Segregación de los activos deteriorados a través de la creación del Sareb o banco malo.

Para poder llevar a cabo sus objetivos se estableció un calendario de actuación, que comienza en julio de 2012, cuando se realiza la primera inyección de capital que asciende a un volumen de 30.000 millones de euros para las necesidades más inmediatas. Dicho volumen estaba prefianciado y en reserva por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y antes de su utilización era necesaria la aprobación de la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (BCE).

En septiembre de ese mismo año se realiza una prueba de resistencia o test de estrés a un total de 14 grupos financieros que representan el 90% del sistema bancario español para conocer las necesidades de capital de cada entidad y abrir así el camino hacia la reestructuración y la recapitalización. Dicho proceso contó con la supervisión de la Comisión Europea, el BCE, la Autoridad Bancaria Europea y el Fondo Monetario Internacional.

Según el test de estrés realizado por la consultora Oliver Wyman, las necesidades de capital después del efecto fiscal quedan recogidas en la **tabla 3**.

Tabla 3. Necesidades de capital después del efecto fiscal según el test de estrés de Oliver Wyman

Entidad	Escenario base (1)	Escenario adverso (1)
Grupo Santander .....	+19.181	+25.297
BBVA .....	+10.945	+11.183
Caixabank + Cívica .....	+9.421	+5.720
Kutxabank .....	+3.132	+2.188
Sabadell + CAM .....	+ 3.321	+ 915
Bankinter .....	+393	+399
Unicaja + CEISS .....	+1.300	+128
Ibercaja + Caja3 + Liberbank .....	+ 492	-2.108
BMN .....	-368	-2.208
Popular .....	+677	-3.223
		.../...

Entidad	Escenario base (1)	Escenario adverso (1)
.../...		
Banco de Valencia .....	-1.846	-3.462
NCG Banco .....	-3.966	-7.176
Cataluyabank .....	-6.488	-10.825
Bankia-BFA .....	-13.230	-24.743
Total sistema (solo necesidades) .....	-25.898	-53.745
(1) Datos en millones de euros.		
<b>Fuente:</b> Elaboración propia a partir de la nota de prensa del Banco de España del 28 de septiembre de 2012.		

En la **tabla 3** podemos ver las necesidades de capital de cada uno de los bancos analizados bajo el planteamiento de dos escenarios: un escenario base y otro adverso, el cual es muy improbable que se produzca.

Centrándonos en el escenario base cuyas características eran un mínimo de requerimientos de capital del 9% para las entidades y una caída acumulada del PIB real del -1,7% hasta 2014, podemos concluir que 9 de los 14 grupos bancarios analizados cuentan con el capital suficiente para hacer frente a las características marcadas por el escenario base. Por lo que, en general, se podría decir que el sistema bancario cuenta con la suficiente solvencia como para afrontar las posibles condiciones macroeconómicas. La necesidad de capital agregada en el escenario base sería de unos 25.900 millones de euros y hace referencia a las entidades participadas en su mayoría por el FROB.

Si planteamos un escenario adverso donde el requerimiento de capital mínimo se situaría en el 6% y la caída acumulada del PIB sería del -6,5% hasta 2014, el sistema bancario español no contaría con la suficiente solvencia para hacer frente a los cambios macroeconómicos, ya que ahora serían solo 7 y no 9 los grupos bancarios que superan el capital mínimo exigido. Estos siete grupos son Santander, BBVA, CaixaBank, Kutxabank, Banco Sabadell, Bankinter y Unicaja-CEISS. Por su parte, Banco Popular, BMN y la fusión proyectada entre Ibercaja, Liberbank y Caja 3 necesitarían capital adicional, por lo que elaboraron sus planes de recapitalización para la determinación de la cuantía de ayuda pública necesaria. Por último, las mayores necesidades de capital las encontramos en los grupos bancarios participados mayoritariamente por el FROB como son BFA-Bankia, Catalunya Banc, NCG Banco y Banco Valencia.

Atendiendo a los resultados de los test de estrés y a los planes de recapitalización que serán llevados a cabo se clasifica a los bancos en cuatro grupos diferentes<sup>3</sup>:

<sup>3</sup> Memorando de entendimientos sobre condiciones de política sectorial financiera.

- Grupo 0: formado por los bancos en los que no se detectó déficit de capital y que no requirieron la adopción de ulteriores medidas.
- Grupo 1: formado por los bancos que son propiedad del FROB como son BFA/ Bankia, Catalunya Caixa, NCG Banco y Banco Valencia.
- Grupo 2: formado por los bancos con déficit de capital, según la prueba de resistencia, y que no pueden afrontarlo de forma privada y sin ayuda estatal.
- Grupo 3: formado por los bancos que necesitan capital adicional, pero no necesitan ayudas públicas para conseguirlo.

Una vez clasificados los bancos se adoptan decisiones basadas en la recapitalización, reestructuración o liquidación, siendo dichas medidas supervisadas por la Comisión Europea. En el mes de octubre los bancos pertenecientes a los grupos 1, 2 y 3, con el objetivo de acabar con su déficit presentaron planes de recapitalización, los cuales podían estar basados en medidas internas, enajenación de activos, prácticas relativas a la gestión del pasivo, incremento de los fondos propios o recurrir a la ayuda estatal.

Haciendo referencia a los bancos del grupo 1, las autoridades españolas junto con la Comisión Europea, prepararon planes de reestructuración a partir de julio de 2012, para la concesión de la ayuda estatal y la puesta en marcha de los mismos.

Si hablamos de los bancos del grupo 2, las autoridades españolas tuvieron que presentar planes de reestructuración o resolución ante la Comisión Europea, donde debían recogerse los pasos a realizar para segregar sus activos deteriorados y traspasarlos a una entidad externa de gestión de activos, antes de octubre de 2012.

En este proceso, hasta que la Comisión Europea no aprobó los diferentes planes de reestructuración o resolución presentados por los bancos pertenecientes a los grupos 1 y 2, no se les prestó ayuda, excepto en el caso en el que fue necesario utilizar los fondos del primer tramo.

Por último, los bancos del grupo 3 tuvieron que presentar antes de octubre de 2012 planes de recapitalización en los que se debía poner de manifiesto que no necesitaban ayudas públicas para incrementar su capital. A modo de precaución, se les exigió a todos aquellos que necesitasen incrementar su capital en más de un 2% que emitieran bonos convertibles que serían suscritos por el FROB como medida de recapitalización y así poder satisfacer sus necesidades de capital antes de diciembre de 2012. Las entidades tuvieron hasta junio de 2013 para devolver ese dinero. Si no lo hacían serían recapitalizados mediante la conversión total o parcial de los bonos en acciones ordinarias.

Los bancos del grupo 3 que necesitaran un incremento de capital menor al 2% tuvieron hasta el 30 de junio de 2013 para captar el dinero necesario. En caso contrario, las entidades serían recapitalizadas mediante ayuda estatal y deberían presentar planes de reestructuración.

Los planes de reestructuración y resolución se basan en los principios de viabilidad, reparto de la carga y limitación de las distorsiones de la competencia para conseguir la estabilidad financiera y flexibilidad del sector bancario, teniendo como principal objetivo que todos los bancos

tuvieran al finalizar el año 2012 un capital básico de al menos el 9% y hasta 2014 no reducir su capital básico sin autorización previa del Banco de España.

En este escenario, surge una nueva entidad conocida como el «Banco Malo», que fue creado con el objetivo de eliminar lo antes posible los activos problemáticos de los balances de los bancos que solicitaron ayuda, siendo su principal gestor el FROB y considerando que su vida útil estaría entre los 10 y los 15 años. Esta medida afecta principalmente a los préstamos para promociones inmobiliarias y a los activos de hipotecas ejecutadas. Las transferencias de los activos a la entidad de gestión externa se realizarán al valor económico real de los activos, que será determinado mediante una revisión de su calidad y las valoraciones individuales empleadas en los test de estrés. Las pérdidas que surjan como consecuencia de valorar esos activos a su precio real se materializarán en los bancos en el momento de la segregación. La entidad de gestión de activos comprará a los bancos y cajas españolas sus activos tóxicos, y a cambio estos recibirán del FROB efectivo o títulos de alta calidad como deuda subordinada por el Estado y que la entidad pueda utilizar como garantía ante el BCE para conseguir liquidez.

La creación de esta sociedad de gestión de activos también tiene como objetivo mejorar la protección de los clientes minoristas, desalentando la venta de productos financieros complejos entre inversores no cualificados. Estos productos complejos son participaciones preferentes, obligaciones convertibles y los bonos y obligaciones subordinadas. El FROB ofrecerá a los propietarios de estos productos financieros un canje por depósitos, acciones, efectivo o la reducción del valor nominal de la deuda. Dicho canje se realizaría a precio de mercado más un 10% de margen.

#### 2.4. RESULTADO DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Como consecuencia de las decisiones descritas anteriormente, el mapa del sistema financiero español ha sufrido un gran cambio desde el año 2008. El *Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros*, establece como una de las principales reformas, que las cajas de ahorros pasen a realizar su negocio bancario de manera indirecta a través de una entidad bancaria, convirtiéndose ellas en fundaciones en su caso y encargándose de la obra benéfico-social.

Posteriormente, aparece la *Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias*, que da continuidad a la anterior en lo que al ejercicio de actividad bancaria indirecta se refiere. Con ello se pretende volver al modelo de cajas tradicional, desarrollando estas su actividad en su ámbito local y perdiendo su licencia bancaria en el caso de superar los límites de tamaño permitidos y teniendo que convertirse obligatoriamente en fundaciones bancarias. Como consecuencia de lo anterior, se ha pasado de tener 45 entidades financieras a solo 14. También se ha visto afectado tanto el número de sucursales bancarias en funcionamiento, como el empleo del sector financiero, que ha sufrido una reducción espectacular. Según datos aportados por diferentes periódicos digitales, el número de oficinas ha disminuido desde 2008 hasta el ejercicio 2013 en 7.925 sucursales; y si nos fijamos en el empleo se han eliminado 42.205 puestos de trabajo.

Todo este proceso de reestructuración se ha llevado a cabo a través de uniones entre entidades, absorciones y el llamado «Sistema institucional de protección» (SIP) o «fusiones frías», que ha sido el más utilizado por las cajas de ahorros españolas, ya que les permite compartir riesgos y conservar –aunque solo durante el corto plazo– su personalidad jurídica y sus sedes. Sus políticas financieras, de solvencia y de riesgo deben estar centralizadas y una de las entidades debe ser la que dirija el proceso de integración, aportando cada una de las entidades participantes fondos por un porcentaje igual o superior al 40% de sus recursos propios. Bajo este contexto y proceso de cambio y ajuste del sistema bancario español el sistema financiero español queda como podemos ver reflejado en la **tabla 4**.

### 3. EMISIÓN Y COMERCIALIZACIÓN DE PARTICIPACIONES PREFERENTES

En esta sección analizamos las características de las emisiones de participaciones preferentes que se han llevado a cabo en el año 2009, centrándonos en el estudio de las condiciones y características de las diferentes emisiones realizadas entre los inversores minoristas. Para ello, consideramos un total de 16 entidades financieras (bancos y cajas de ahorros).

En la **tabla 5** se recogen las principales características de las emisiones de participaciones preferentes durante el año 2009, año de mayor auge. Todas ellas tenían un objetivo común que era el reforzamiento de los recursos propios de las entidades que las emitieron. Podemos observar que todas las emisiones, salvo las de Caja Duero<sup>4</sup>, se comercializan entre inversores minoristas. También cabe destacar que fueron las cajas de ahorros las que mayor volumen de participaciones preferentes pusieron en circulación.

Con respecto a las características de las emisiones podemos observar que fue Caja Madrid la que realizó la mayor emisión de participaciones preferentes (3.000.000.000 €) mientras que Caja Cantabria (63.000.000 €), la menor.

También se observa que el valor nominal de las participaciones varía entre los 25 euros y 1.000 euros y, además, que el importe mínimo exigido para poder realizar la orden de suscripción va a depender de cada entidad.

Uno de los aspectos que tienen en común las distintas emisiones llevadas a cabo es que todas son emitidas a la par, es decir, su prima de emisión es cero, coincidiendo por tanto su valor nominal con su valor de emisión. Pero este no es el único aspecto en común, ya que el plazo es otro de ellos. El carácter de toda emisión de preferentes es perpetuo, esto quiere decir que la emisión no tiene plazo de vencimiento y que el emisor no está obligado a reembolsar el principal, convirtiéndose este en uno de los principales problemas de este tipo de emisiones.

<sup>4</sup> Dentro de la emisión de 100 millones de euros realizada por Caja Duero en 2009, encontramos dos tramos, uno de ellos dirigido a los inversores mayoristas y otro a los minoristas.

Tabla 4. Mapa del sistema financiero español tras el proceso de reestructuración

2009	2010	2011	2012	2013	2014	Fusión por absorción
Banco Santander			Banco Santander Banco Banesco Banif	Banco Santander	Banco Santander	Fusión por absorción
BBVA Caixa Sabadell Caixa Terrasa Caixa Manlleu	BBVA Unnim	BBVA Unnim	BBVA	BBVA	BBVA	Fusión por absorción
La Caixa Caixa Girona Cajasol Guadalajara Caja Navarra Caja Burgos Caja Canarias	La Caixa Cajasol-Guadalajara Banca Cívica	Caixabank Banca Cívica	Caixabank	Caixabank Banco Valencia	Caixabank	Fusión por absorción
	Caja Madrid Bancaja Caja Canarias Caixa Laitetana Caja de Ávila Caja de Segovia Caja Rioja	BFA-Bankia			BFA-Bankia	SIP
CaixaCatalunya CaixaTarragona	Catalunya-Caixa Nova-Caixa Galicia		Catalunya-Caixa Nova-Caixa Galicia			Fusión .../...



2009	2010	2011	2012	2013	2014	
.../...						
Caixa Manresa Caixa Galicia Caixanova						
Caja Murcia Caixa Penedés Caja Granada Sa Nostra	Banco Mare Nostrum				Banco Mare Nostrum	SIP
Banco Sabadell Banco Guipuz- coana CAM	Banco Sabadell CAM (3)	Banco Sabadell	Banco Sabadell	Banco Sabadell Banco Gallego	Banco Sabadell	Fusión por absorción
Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular	Banco Popular Banco Pastor	Banco Popular Banco Pastor	Fusión por absorción
Unicaja Caja Jaén Caja Duero Caja España	Unicaja Caja España-Duero	Unicaja Banco Caja España-Duero	Unicaja Banco		Unicaja Banco	Fusión por absorción
BBK Cajasur (5) Caja Vital Kutxa	BBK Caja Vital Kutxa	BBK Caja Vital Kutxa	Kutxabank		Kutxabank	SIP
						.../...

2009	2010	2011	2012	2013	2014	
.../...						
Ibercaja CAI Caja Circulo Caja Badajoz	Ibercaja CAI Caja Circulo Caja Badajoz	Ibercaja Caja 3	Ibercaja banco	Ibercaja Banco		Fusión por absorción
Bankinter					Bankinter	Sin proceso
Cajastur CCM (8) Caja Extremadura Caja Cantabria	Cajastur Caja Extremadura Caja Cantabria	Liberbank			Liberbank	SIP
Caixa Pollensa					Caixa Pollensa	Sin proceso
Caixa Ontinyent					Caixa Ontinyent	Sin proceso

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de prensa económica.

Si nos centramos en la remuneración y su periodicidad podemos ver como la mayoría de las cajas y bancos ofrecieron durante el primer año o los primeros años de vida de la emisión un tipo de interés nominal anual fijo, uno de los hechos por el que los inversores minoristas vieron la emisión de preferentes similar a un depósito a plazo fijo, pero que les aportaba una mayor rentabilidad. Mientras que la rentabilidad ofrecida por un depósito a plazo fijo estaba en torno a un tipo de interés del 3-4% nominal anual fijo, podemos ver como, por ejemplo, Caja Navarra ofrecía durante los primeros cinco años de vida de la emisión un 8% nominal anual fijo pagadero trimestralmente. Este hecho hacía mucho más atractivo invertir en participaciones preferentes que en depósitos a plazo fijo, pero no se tuvo en cuenta que pasado este tiempo durante el cual algunas entidades o cajas de ahorros nos ofrecían un tipo de interés nominal anual fijo, nuestra inversión quedaría en manos del Euríbor más un diferencial.

Si observamos el **gráfico 5** podemos ver la trayectoria del Euríbor durante el año 2009 y el año 2013. El tipo de interés pasa de un 2,86% en el mes de enero de 2009 a un 0,72% en el mes de diciembre de 2009. Y si tenemos en cuenta el gráfico del año 2013, aunque parece que hay una pequeña tendencia alcista debemos observar que los valores entre los que nos movemos son muy bajos, del 0,19% en enero de 2013 a 0,24 en diciembre 2013. Esta situación se mantiene en el año 2014.

Así, aunque en un primer momento la rentabilidad que nos ofrecían las entidades y cajas de ahorros parecía muy atractiva podemos ver como se hace cada vez menor, ya que dependemos del recorrido del Euríbor que en momentos como el actual tiende a la baja. Queda claro, por tanto, que el principal problema de este tipo de emisión es la relación entre la rentabilidad y el riesgo. En aquellos momentos en los que el Euríbor tienda al alza las participaciones preferentes nos brindarán una rentabilidad adecuada al riesgo asumido, pero en aquellos periodos en los que la economía esté atravesando una grave crisis no nos aportarán la rentabilidad adecuada.

Gráfico 5. Euríbor trimestral en 2009 y 2013

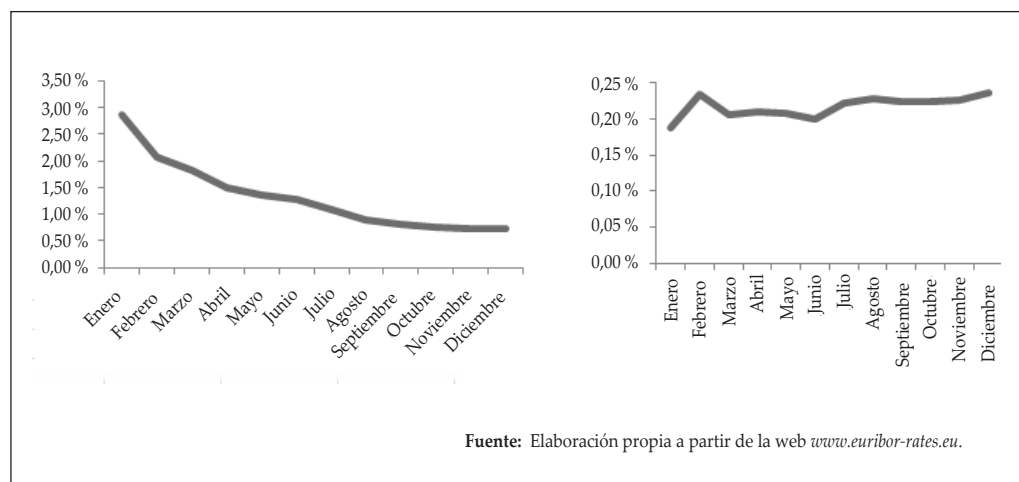


Tabla 5. Comparativa de la emisión de preferentes en el año 2009

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
Caja Navarra	29-10-2009	Hasta 100.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1.000 €	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Desde el 29-10-2009 hasta el 28-10-2014. Tipo nominal anual del 8 % pagadero trimestralmente</li> <li>Desde el 28-10-2014 Euríbor a 3 meses + 5 % (mínimo 6,5 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Duero	25-05-2009	Hasta 100.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 3.000 € (3)	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euríbor trimestral + un diferencial comprendido entre el 6,5 % y 8 %.</li> </ul>	AIAF
Caixanova	17-06-2009	Hasta 130.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euríbor trimestral + 6,35 % (mínimo 7,4 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Murcia	15-04-2009	100.000.000 € ampliables a 150.000.000 €	VNU 500 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primer trimestre tipo nominal anual fijo de 6,20 %</li> <li>Euríbor trimestral + 4,45 % (mínimo 5,50 %)</li> </ul>	AIAF
Caja Canarias	22-05-2009	50.000.000 € ampliables a 75.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dos primeros años tipo nominal anual fijo del 7 % pagadero anualmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 5,85 % (mínimo 6 %)</li> </ul>	AIAF
Caja España	19-05-2009	10.000.000 € ampliables a 200.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cuatro primeros años tipo nominal anual fijo del 8,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 7,25 %</li> </ul>	AIAF
.../...						

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
Caixapenedés	30-09-2009	150.000.000 € ampliables a 250.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primer año tipo nominal anual fijo del 7,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 5,95 % (mínimo 7 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Pastor	01-04-2009	100.000.000 € ampliables a 250.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tres primeros años tipo nominal anual fijo del 7,25 % pagadero trimestralmente</li> <li>Después Euríbor trimestral + 4,60 % (mínimo 6,80 %)</li> </ul>	AIAF
Caixa Galicia	18-05-2009	150.000.000 € ampliables a 300.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>18-05-2009 a 18-05-2012 tipo nominal anual fijo del 7,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>Después Euríbor a 3 meses + 5,15 % (mínimo del 6,15 % a partir del 6.º año)</li> </ul>	AIAF
Caixa Galicia	15-10-2009	Hasta 1350.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>15-10-2009 a 15-10-2011 tipo nominal anual fijo del 7,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>Desde el 15-10-2011 Euríbor trimestral + 6,50 % (mínimo de 7,50 % a partir del 6.º año)</li> </ul>	AIAF
.../...						.../...

Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
.../...						
Banesto	29-06-2009	250.000.000 € ampliables a 500.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 3 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 29-06-2009 a 29-06-2010 tipo nominal anual fijo del 6 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Desde el 29-06-2010 a 29-06-2011 tipo nominal anual del 5 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir del 29-06-2011 Euríbor trimestral + 2,30 % (mínimo del 4 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Popular	30-03-2009	300.000.000 € ampliables a 600.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 10 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primeros cinco años tipo nominal anual fijo del 6,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir del 5º año Euríbor trimestral + 1,50 % (mínimo del 4 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Sabadell	02-02-2009	300.000.000 € a 500.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 3 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dos primeros años tipo nominal anual fijo del 6,50 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euríbor trimestral + 2,50 % (mínimo del 4,50 %)</li> </ul>	AIAF
Banco Santander	25-06-2009	2.000.000.000 €	VNU 25 € Importe mínimo: 100 participaciones preferentes	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30-06-2009 a 30-06-2010 tipo anual nominal fijo del 5,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• 30-06-2010 a 30-06-2011 tipo anual nominal fijo del 4,75 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Desde el 30-06-2011 Euríbor trimestral + 2,20 %</li> </ul>	AIAF
						.../...

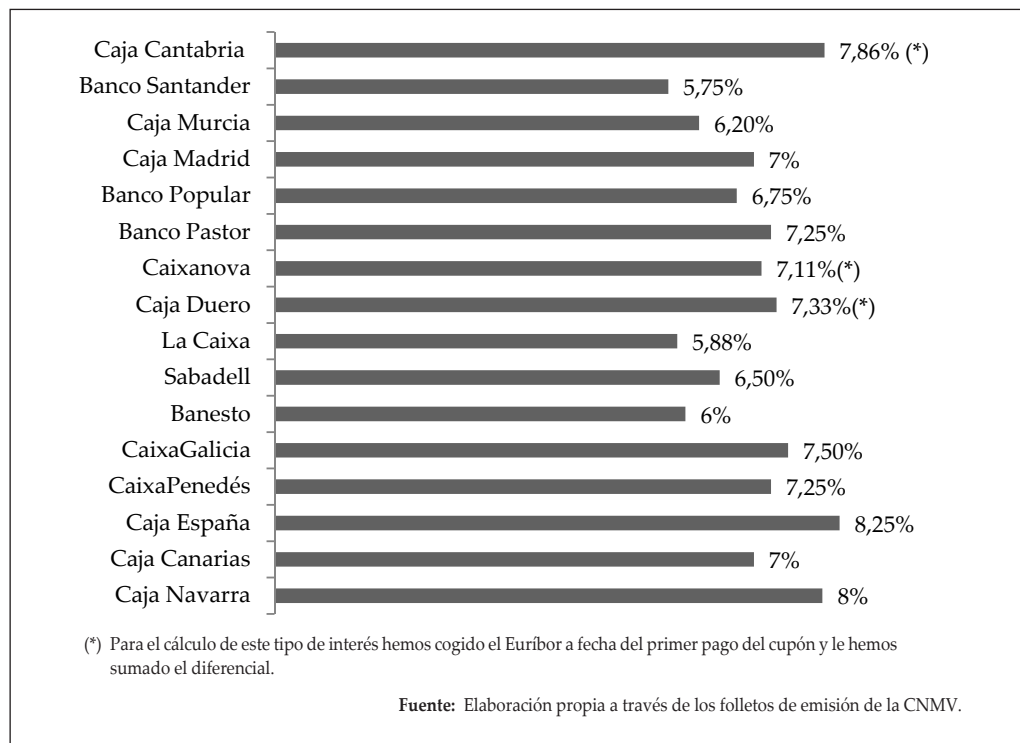
Emisor	Fecha	Importe nominal total de la emisión	V. nominal unitario e importe mínimo de suscripción	Prima de emisión y plazo	Remuneración y periodicidad (1)	Cotización
.../...						
La Caixa	21-05-2009	1.500.000.000 a 2.000.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 30.000 €	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dos primeros años tipo anual nominal fijo del 5,88 % pagadero trimestralmente</li> <li>• Después Euríbor trimestral + 3,50 %</li> </ul>	AIAF
Caja Madrid	21-05-2009	1.500.000.000 a 3.000.000.000 €	VNU 100 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Primeros cinco años tipo anual nominal fijo del 7 % pagadero trimestralmente</li> <li>• A partir de aquí Euríbor trimestral + 4,75 %</li> </ul>	AIAF
Caja Cantabria	10-06-2009	63.000.000 €	VNU 1.000 € Importe mínimo: 1 participación preferente	A la par. Perpetuo (2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Euríbor trimestral + 6,75 %</li> </ul>	AIAF

(1) Los pagos siempre son trimestrales, excepto para Caja Murcia cuyo primer pago se hace a los 61 días. El resto de sus pagos son trimestrales.  
(2) Perpetuo, con posibilidad de que el emisor amortice anticipadamente a partir del 5.º año.

**Fuente:** Elaboración propia a partir de los folletos de emisión de la CNMV.

Aunque en la **tabla 5** podemos ver la rentabilidad ofrecida por cada entidad centramos nuestro análisis en la rentabilidad que ofrecían las instituciones en el periodo de pago del primer cupón. Así, el **gráfico 6** muestra de una manera más ilustrativa las rentabilidades ofrecidas en ese periodo. Podemos ver como Caja España con un tipo de interés del 8,25% fue la que más rentabilidad ofreció, así como que La Caixa y Banesto fueron aquellos que con un tipo de interés del 5,88% y 6% respectivamente son los que ofrecen una menor rentabilidad.

Gráfico 6. Tipo de interés de las participaciones preferentes ofrecido por las cajas de ahorros y entidades financieras para el pago del primer cupón (rentabilidades aproximadas)



Además de conocer el tipo de interés ofertado por cada una de las cajas de ahorros y entidades financieras hemos calculado la remuneración que recibieron los poseedores de participaciones preferentes para lo que utilizamos la siguiente expresión:<sup>5</sup>

Remuneración unitaria bruta:

$$R = \frac{N \times i \times d}{36.500^5} \tag{3}$$

<sup>5</sup> Base 30/365. Si la base a utilizar fuera 30/360 el denominador pasaría a ser 36.000.



Donde

- R: Remuneración
- N: Importe nominal del título
- i: Tipo de interés nominal
- d: días transcurridos en el periodo de devengo de remuneración de referencia

Dado que, como podemos observar, la remuneración va directamente ligada al importe nominal de la participación preferente, hemos realizado una clasificación atendiendo al valor nominal unitario de las participaciones, a partir de la cual estimamos su remuneración (**gráfico 7** y **gráfico 8**).

Gráfico 7. Remuneración de las participaciones preferentes con valor nominal unitario de 1.000 euros

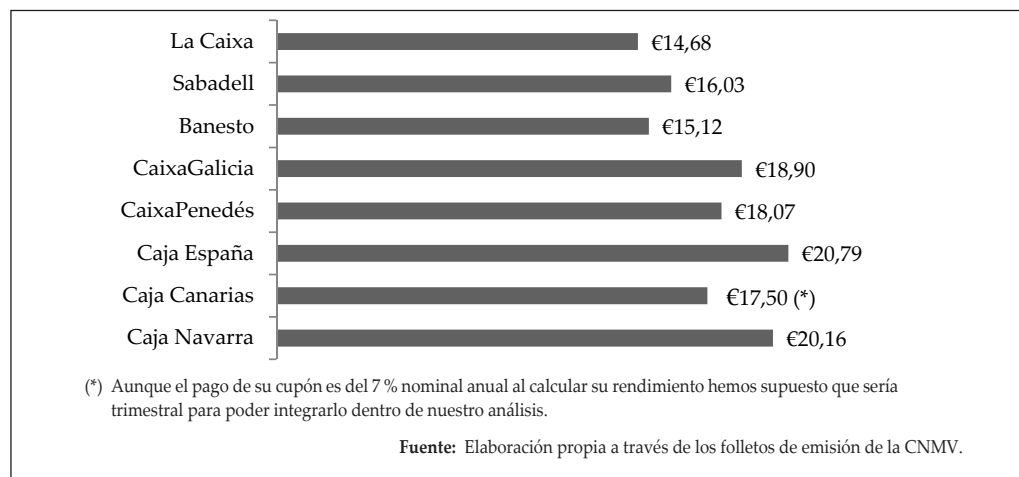
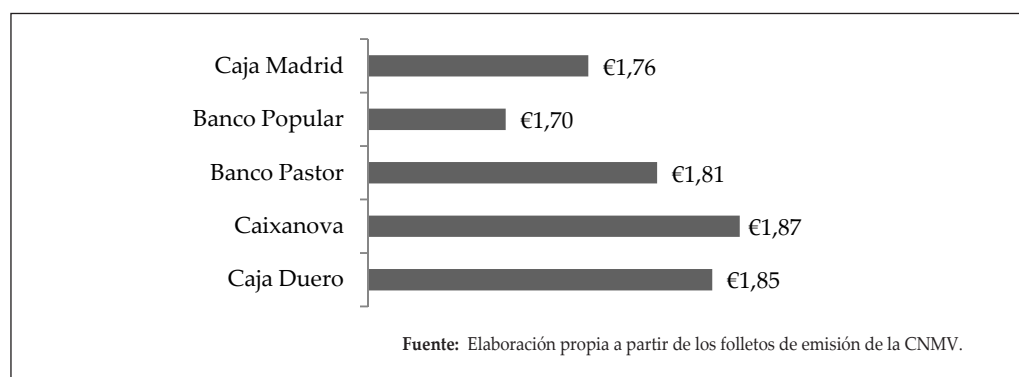


Gráfico 8. Remuneración unitaria de las participaciones preferentes con valor nominal unitario de 100 euros



Según los gráficos anteriores observamos que, dentro del grupo en el que el valor nominal unitario es de 1.000 euros (**gráfico 7**), Caja España es la que ofrece un mayor rendimiento por participación preferente (20,79 €) y dentro del grupo de entidades en las que el valor nominal unitario de cada título es de 100 euros (**gráfico 8**), es Caixanova la que ofrece una mayor rentabilidad por participación (1,87 €).

A la hora de valorar una inversión no solo hay que tener en cuenta la rentabilidad que esta nos ofrezca, sino también la calidad crediticia que tenga asignada la emisión. Así, en la **tabla 5** se recoge la clasificación que la agencia de calificación crediticia FITCH RATING otorgó, de manera provisional, tanto al emisor como a la emisión de participaciones preferentes en los años 2008 y 2009. En dicha tabla se muestra como se tienen distintas calificaciones crediticias asignadas a cada una de las entidades financieras analizadas. Banco Popular, Banesto y Santander son las emisiones que mejor valoración tienen, con una calificación de AA y AA<sup>+</sup> para el emisor y la emisión respectivamente. Por otro lado, son Caixapenedés, Caja Canarias, Caja Cantabria, Caixanova y Caja España, con una calificación de A<sup>-</sup> y BBB para el emisor y la emisión, respectivamente, las que tienen la peor calificación.

Tabla 6. Clasificación crediticia otorgada por FITCH RATING en los años 2008/2009

Entidad	Rating Emisor	Rating Emisión
Banco Sabadell .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
Banco Popular .....	AA	A <sup>+</sup>
Caja Murcia .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
Banco Pastor .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caja Navarra .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caixa Galicia .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caja Duero .....	A	BBB <sup>+</sup>
Caixa Penedés .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Canarias .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Cantabria .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja Madrid .....	A <sup>+</sup>	A <sup>-</sup>
		.../...

Entidad	Rating Emisor	Rating Emisión
.../...		
Caixanova .....	A <sup>-</sup>	BBB
Caja España .....	A <sup>-</sup>	BBB
Banesto .....	AA	A <sup>+</sup>
Banco Santander .....	AA	A <sup>+</sup>
La Caixa .....	AA <sup>-</sup>	A

**Fuente:** Elaboración propia a través de los folletos de emisión de la CNMV.

Además de la rentabilidad y la solvencia de la emisión, a la hora de decidir realizar una inversión otro factor a tener en cuenta es la liquidez de los instrumentos. En este sentido, la negociación en el mercado secundario de este tipo de activos financieros se realiza en el mercado AIAF. En el mercado de renta fija español se negocian diversos productos financieros como pagarés, bonos y obligaciones de empresa, cédulas, bonos de titulización y participaciones preferentes. El principal problema de este mercado es que no ha contado con la suficiente transparencia y liquidez en el periodo de crisis económica que estamos analizando.

Según los datos proporcionados por AIAF desde 1999, podemos observar que las participaciones preferentes en la mayor parte de los años del periodo analizado han tenido un mayor peso en el conjunto del mercado que el resto de instrumentos financieros (véase **gráfico 9**). En 2008 el número de operaciones que se realizaron con participaciones preferentes fue de 290.760, y tan solo un año después ascienden a 406.662. A partir de este momento la negociación comienza a descender levemente; así, durante los años 2010 y 2011 el volumen de operaciones es ligeramente inferior que en años anteriores, mientras que vuelven a crecer en 2012, cuando alcanzan su punto máximo con 725.712 operaciones emitidas a negociación.

En el **gráfico 9** podemos ver cómo es en el año 2009 cuando se realizan operaciones con el mayor volumen en euros desde el año 1999; también este año cuenta con el mayor número de admisiones puesto que los inversores institucionales vendieron sus participaciones preferentes y fueron las entidades bancarias las que las adquieren, viendo en ellas el producto ideal para recapitalizar sus balances.

En el año 2012 este volumen de operaciones en euros alcanza su punto álgido, como hemos comentado, pero el número de admisiones es cero, es decir, hay muchos inversores interesados en vender participaciones preferentes, pero ninguno interesado en comprarlas.

Gráfico 9. Número de operaciones emitidas a negociación en el mercado AIAF

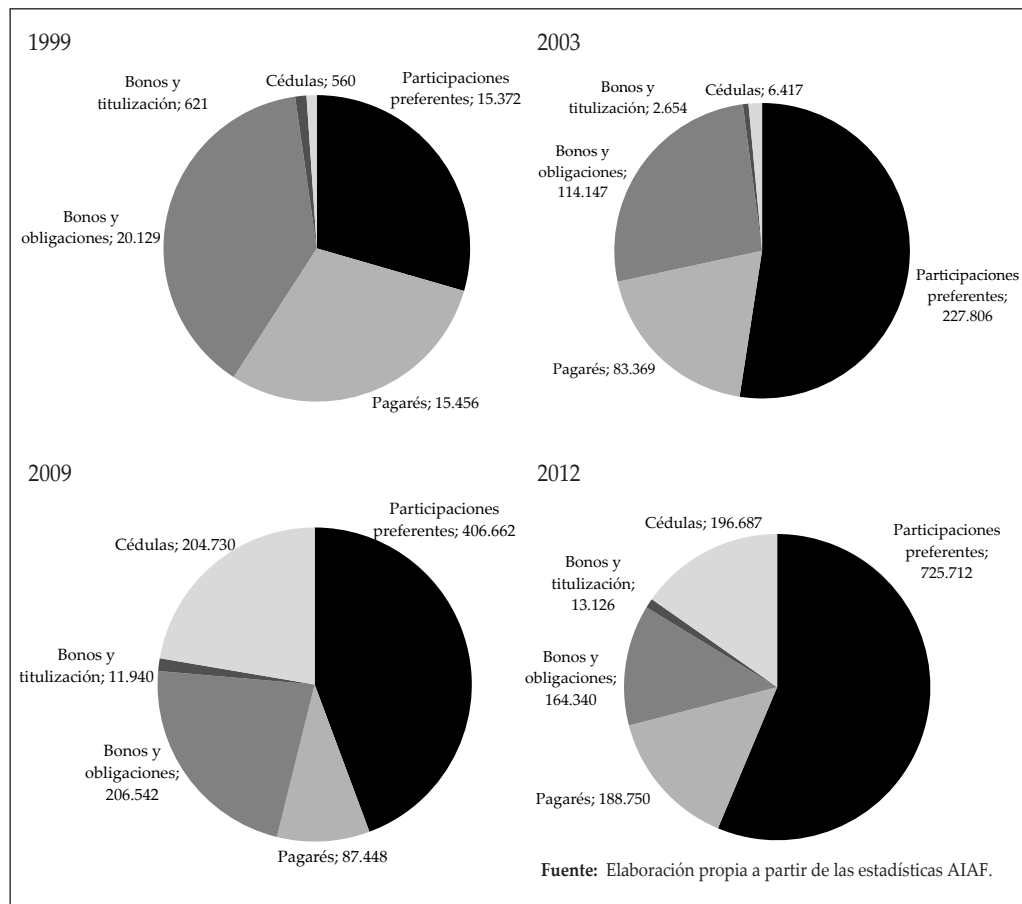


Tabla 7. Volumen de operaciones emitidas y admitidas de participaciones preferentes en el mercado AIAF

Año	Volumen (€) de operaciones emitidas a negociación (1)	Operaciones admitidas (€)
1999	702,50	5.651,35
2000	928,00	3.380,00
2001	1.458,97	2.060,00
		.../...

Año	Volumen (€) de operaciones emitidas a negociación (1)	Operaciones admitidas (€)
.../...		
2002	2.222,07	3.166,49
2003	3.447,74	4.974,35
2004	4.130,23	4.174,31
2005	4.045,85	3.781,49
2006	4.643,69	629,00
2007	4.488,60	507,00
2008	4.013,86	246,00
2009	5.627,07	13.552,93
2010	4.250,43	100,00
2011	5.810,26	200,00
2012	28.064,19	0,00
2013	19.724,37	0,00
(1) Datos en millones de euros.		
Fuente: Elaboración propia a partir de las estadísticas AIAF.		

#### 4. CONCLUSIONES

En el año 2007, en el que estalla la burbuja inmobiliaria, comienza un largo periodo en el que nos hemos visto inmersos en una crisis económica a nivel mundial, cuyo origen podemos situar en Estados Unidos. A partir de ese momento, el sistema financiero español ha vivido un proceso de desajuste y desaceleración económica como consecuencia de la masiva exposición al sector de la construcción, proceso que se agravó debido a la confianza que nuestro sistema financiero tuvo hacia el norteamericano. En este entorno, las entidades bancarias, que se percatan de la necesidad de recapitalizar sus balances, ofrecen a sus clientes minoristas un producto complejo y de alto riesgo, las participaciones preferentes, aprovechándose del modelo de banca tradicional impuesto hasta ese momento en España, basado en el trato personal hacia el cliente y motivado por la creación del acuerdo de Basilea II, donde las participaciones preferentes computaban como capital de máxima calidad. Aunque esta se perfilaba como la solución más rápida y sencilla para

la recapitalización de las entidades financieras, dicho proceso se vio truncado cuando en 2010 la CNMV prohíbe la venta directa de participaciones preferentes entre sucursales, con lo que comienza a surgir la desconfianza por parte de los clientes minoristas hacia las entidades bancarias, ya que ahora tendrían que vender sus participaciones en el mercado secundario AIAF, que era un mercado principalmente mayorista. La aprobación del tercer acuerdo de Basilea, que entró en vigor en el año 2013, y donde se pone de manifiesto que las participaciones preferentes dejarán de computar como capital de primera calidad, agrava el problema para los inversores. Es en este momento cuando se produce el «caos de las preferentes», dado que los clientes minoristas quieren recuperar el dinero invertido en ellas como consecuencia de la situación económica de inestabilidad que existe en España, pero las entidades que las vendieron no están dispuestas a recomprarlas.

En esta situación, las soluciones propuestas son las siguientes. Por un lado, el cliente puede intentar vender sus participaciones preferentes en el mercado AIAF, algo prácticamente imposible en este momento, ya que desde el año 2012 la admisión de compra de estos productos complejos ha sido nula; la alternativa consistía en el canje ofrecido por las entidades bancarias; en este caso, el cliente podría recuperar una parte de su inversión.

Lo que en un primer momento se vio como la solución perfecta para recapitalizar las entidades no ha hecho sino agravar la situación económica de nuestro sistema bancario. Se ha puesto de manifiesto, entre otras cuestiones, la vulnerabilidad de muchas de las cajas de ahorros y algunos bancos españoles, los cuales no han sido capaces de sobrevivir a la crisis económica ocurrida entre 2007 y 2013. Estas entidades no contaban con la capacidad necesaria para captar capital y mejorar su solvencia. Todo lo anterior da lugar a un proceso de reestructuración bancaria sin precedentes en nuestro país, que hace necesaria la aparición de nuevas entidades, como el FROB, y la inversión por parte del Estado de unos 61.000 millones de euros (además de los avales de estado para las emisiones de entidades de crédito y las ayudas privadas para el proceso de reestructuración).

El resultado de este proceso ha sido la reducción del número de entidades bancarias que operan en España, pasando de 45 instituciones en 2009 a 12 en la actualidad, con las consiguientes repercusiones en las variables macroeconómicas (aumento de la tasa de desempleo), y en la economía de familias y empresas. En este sentido, señalar que el sector bancario era uno de los sectores que más empleo ofrecía en nuestro país antes del surgimiento de la crisis de 2007.

## Bibliografía

- ASPE, P. [2009]: «Los Orígenes de la Crisis», *Este país*, n.º 215, págs. 8-12.
- ELORRIAGA, E. R. [2010]: «Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital», *Estabilidad financiera*, n.º 19, págs. 9-20.
- FERNÁNDEZ, P. L. y PÉREZ, M. [2013]: «Las participaciones preferentes. La génesis del corralito español», *Estrategia Financiera*, n.º 303, págs. 18-35.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S.; GARCÍA, A. y PAPP, P. [2009]: «El sistema financiero tras la crisis actual: algunas tendencias», *Cuadernos de Información Económica*, n.º 210, págs. 75-80.
- FERNÁNDEZ DE LIS, S.; MANZANO, D.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F. J. [2009]: «Rescates y reestructuración bancaria: el caso español», *Documento de trabajo*, n.º 152, Laboratorio de alternativas.
- FRANCIA, L. [2011]: «Salgado convoca una rueda de prensa para detallar las medidas para reforzar las cajas». Disponible en internet: <http://www.rtve.es/noticias/20110124/salgado-convoca-una-rueda-prensa-para-detallar-las-medidas-para-reforzar-las-cajas/397817.shtml>
- GARCÍA, C. V. y CRUZ, S. [2012]: «Participaciones preferentes: un análisis desde la perspectiva del participante», *Análisis Financiero*, n.º 120, págs. 6-17.
- GONZÁLES, J. e HITA, E. [2012]: «El Gobierno crea el "banco malo" que absorberá activos "no tan malos" en un horizonte de hasta 15 años». Disponible en internet: <http://www.elmundo.es/elmundo/2012/08/31/economia/1346413149.html>.
- JAREÑO, F. y TOLENTINO, M. [2012]: «A brief review of the US financial crisis origin», *American Journal of Scientific Research*, n.º 74, págs. 51-57.
- LAMOTHE, P. y PÉREZ, M. [2013]: «Las participaciones preferentes. La génesis del "corralito español"», *Estrategia Financiera*, n.º 303, págs. 18-35.
- LEY 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, *Boletín Oficial del Estado*, 28 de diciembre de 2013, n.º 311, pág. 105.878.
- OJEDA, A. y JAREÑO, F. [2013]: «Los efectos de la crisis económica en el sistema financiero español», *RCyT. CEF*, n.º 360, págs. 261-276.
- MAROTO, R.; MULAS-GRANADOS, C. y FERNÁNDEZ, J. [2012]: «Crisis financiera y rescates bancarios en Europa: Ideas sobre el caso español», *Documento de trabajo*, n.º 9/2012, Fundación Ideas.
- MARTÍN, P. [2012]: «¿Interesa acudir al canje de preferentes por acciones de Sabadell y Santander?», *Cinco Días*. Disponible en internet: <http://cincodias.com/cincodias/2011/12/13/merca. Cinco Días>.
- MARTÍN, P. y ABRIL, I. [2012]: «Las claves del canje de preferentes de Bankia», *Cinco Días*. Disponible en internet: [http://cincodias.com/cincodias/2012/03/20/mercados/1332462414\\_850215.html](http://cincodias.com/cincodias/2012/03/20/mercados/1332462414_850215.html).
- MARTÍNEZ, J. M. [2012]: «Las participaciones preferentes: ascenso, auge y declive», *Cuadernos de información económica*, n.º 231, págs. 87-100.
- MAUDOS, J. [2009]: «La Banca Española ante la Crisis Financiera», *Clm.Economía*, n.º 14, págs. 31-54.
- MERCADO AIAF DE RENTA FIJA [2009]: *Revista de finanzas y Banca. Instituto superior de técnicas y revistas bancarias*. Disponible en internet: <http://www.finanzasybanca.com/iberfinanzas/index.php/M/mercado-AIAF-de-Renta-Fija.html>.

ORTEGA, R. y otros [2011]: *Mecanismos de gestión y prevención de futuras crisis financieras*, Ed. Fundación de Estudios Financieros, págs. 35-48.

PÉREZ, P. [2012]: «Cómo salir del callejón de las participaciones preferentes», *Inversión y Finanzas.com*. Disponible en internet: [http://www.finanzas.com/noticias/economia/2012-02-13/655929\\_como-salir-callejon-participaciones-preferentes.html](http://www.finanzas.com/noticias/economia/2012-02-13/655929_como-salir-callejon-participaciones-preferentes.html).

POPULAR, B. [2012]: «Banco Popular culmina con éxito su oferta de recompra y canje de participaciones preferentes por bonos convertibles en acciones», *El Economista.es*. Disponible en internet: <http://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/3872181/04/12/Banco-Popular-culmina-con-exito-su-oferta-de-recompra-y-canje-de-participaciones-preferentes-por-bonos-convertibles-en-acciones.html#.Kku8E-noFenCfZbT>.

REAL DECRETO-LEY 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las Cajas de Ahorros, *Boletín Oficial del Estado*, 13 de julio de 2010, n.º 169, pág. 61.427.

ROMANI, M. [18 de junio de 2012]: «La consolidación de la banca española: de 50 a 12 entidades en tres años y bajando», *Diario Expansión*. Disponible en internet: <http://www.expansion.com/2012/06/18/empresas/banca/1340020056.html> Artículo *Expansión*.

SANTIAGO, S.; MANZANO, D.; ONTIVEROS, E. y VALERO, F. J. [2009]: «Rescates y reestructuración bancaria: el caso español». *Documento de trabajo* n.º 152/2009.

SEVILLANO, J. M. y SANCHÍS, A. [2010]: «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera», *Estabilidad Financiera*, n.º 215, págs. 55-72.

VALVERDE, S. C. y MAUDOS, J. [2010]: «Diez interrogantes del sistema bancario español», *Cuadernos de información económica*, n.º 215, págs. 89-105.