

## EL CURIOSO CASO DEL VIAJE AL FUTURO CON DON MARCIAL, o PREFERENTES NO, GRACIAS.

[Advertencia: No Recomendado a inversores sensibles.](#)

Ayer mismo, la oficina de Bancarrotas de la Corte Judicial de *Manhattan* hacía pública una lista de 162 páginas en la que figuran los afectados por la estafa *Madoff*. Días antes, la polémica sobre quien debe de hacerse cargo de las consecuencias de la estafa llenaba los medios de comunicación a raíz del anuncio del Banco de Santander de *hacerse cargo* de la parte estafada a los clientes individuales.

El riesgo reputacional del Banco de Santander, fuertemente dañado, intentaba así restañarse en parte, después de que la quiebra de *Lehman* hubiese afectado gravemente a Banif, el banco de gestión patrimonial del Grupo.

Mientras que de la quiebra de *Lehman* se ha podido extraer muy poco como lección, más allá de acentuar la enorme desconfianza que sobre la gestión patrimonial ha recaído a nivel mundial, la respuesta que el Santander ha dado a los estafados por *Madoff*, está teniendo un efecto extraordinariamente benéfico. No para los afectados, sino para los demás.

La solución propuesta por el Banco de Santander es la entrega de “participaciones preferentes”. Este tipo de título ha sido extraordinariamente explotado por los gestores de patrimonios para demostrar a sus clientes que mediante su brillante capacidad de gestión, obtenían *sin riesgo* una rentabilidad adicional que solo podía ser consecuencia de su gran habilidad para sortear los peligros de los mercados financieros.

El cliente que adquiría estos títulos, recibía un “cupón” periódico, bastante superior al tipo de interés sin riesgo, y al cabo de un ciclo de tres, o cinco años, el emisor “amortizaba” el capital. Y así una y otra vez. El cliente contento, y el gestor mucho más. Sin esfuerzo, y con riesgo a cargo del cliente, medallas y grandes comisiones. Todo “muy seguro” y “preferente”.

Esta misma semana, el Banco de Sabadell renunciaba a “amortizar” una emisión de preferentes. El *Deutsche Bank* había hecho lo mismo en noviembre. Son los dos primeros bancos del mundo que no han rescatado sus emisiones de preferentes. Unos pocos emisores -no bancos- ya lo habían hecho antes. Pero solo estamos empezando.

## EL CASO DE DON MARCIAL

“No se preocupe Don Marcial, esto está emitido por el Banco, y el Banco se lo recompra. Se lo digo porque esto es solo para los buenos clientes como usted. Completamente seguro”.

Contrario a lo que pueda parecer, el entrecomillado, pertenece al futuro. Los bancos se disponen a lanzar a su red de oficinas a la colocación masiva de participaciones preferentes. Todas ellas con atractivos “cupones”, con “vencimientos” relativamente cortos y destinadas a captar los recursos de pequeños ahorradores. Estos, espantados por la renta variable, alejados de los títulos de los Tesoros por su baja rentabilidad, y atraídos por la “seguridad” de “rentas fijas” con atractivos “cupones”, tienen muchas posibilidades de caer en una inversión “preferente” sin saber que están arriesgando su dinero de un modo que ni imaginan.

Lo que el inversor percibe como un bono, que aparenta un bono, y se comporta como un bono, es en realidad una acción. El cupón, un dividendo, y el vencimiento un simple derecho del emisor, que si no lo ejerce, convierte al titular en “participe preferente perpetuo”. Si, perpetuo. Y es que ¡OH SORPRESA!, el emisor no tiene compromiso alguno de devolver el capital.

Cuando unos años después, Don Marcial reciba el aviso de que el Banco no le da su dinero cuando el tenía calculado, sino que le dicen que le seguirán pagando el “cupón” –si es que hay beneficio-, acudirá al banco, no sin angustia. El nuevo director, -el antiguo estará dando semejante explicación en otra oficina- le explicará que el banco ha decidido no “rescatar” la emisión, lo que para Don Marcial significa que no tiene su dinero. Le costará entender que ahora su participación es perpetua, y que si quiere su dinero como tenía previsto, habrá de aceptar un descuento que dependerá de las características de la emisión y de lo que en el mercado se cotice para ese tipo de títulos.

Ya cansado de la diferencia entre lo que el quiere y lo que el banco le coloca, decide enterarse. Tras recorrer varias librerías encuentra un manual que parece bastante claro. Paga los 20 € que le cuesta la última edición y sin demora vuelve a casa dispuesto a no levantarse de su sofá de lectura hasta entender donde está metido.

Tras apenas dos horas de ir y venir entre su despacho y su sillón favorito para contrastar lo que el manual le dice y aquello que figura en el extracto y la nota del banco, Don Marcial empieza a ver las cosas claras. Las “participaciones preferentes tipo C” que figuran en su extracto, no son sino acciones. El interés nominal no es sino un dividendo, y el vencimiento no es tal, sino la fecha en la que el Banco puede o no ejercer la opción CALL que decide o no el rescate de su dinero. Ahora entiende porque en la jerga propia de estos –Piiiiiiii-, se llaman COLLABLES. Algo que a Don Marcial le evoca a “te la hemos colado”, pero que en realidad se refiere a la opción CALL que llevan implícitas.

Ahora Don Marcial –médico de reconocido prestigio en una tranquila ciudad de provincias- está en disposición de explicar a su esposa e hijos que aquel amable director del Banco que le

convenció para poner gran parte de sus ahorros para su próxima jubilación en esta inversión “solo para nuestros mejores clientes”, en realidad le había vendido acciones. Dispuesto a no dejar ningún cabo suelto en su explicación, y así evitar sumar el ridículo al bochorno que le provoca descubrir el engaño, decide tomar nota resumida de lo que en verdad tiene. Seguro de haberlo entendido y de no temiendo ya hacer más borradores utiliza su pluma y escribe:

- Estoy asumiendo el riesgo de quiebra del emisor. Esto ya lo sabía, pero no que si tal evento se produce, seré de los últimos en cobrar de aquello que quede, y solo antes de que lo haga el accionista ordinario.
- Además, el Fondo de Garantía de Depósitos no me cubre con su garantía de 100.000 €, pues tengo un título, no un depósito.
- Si el Banco no da beneficios, adiós dividendo. Peor, ¿y si lo nacionalizan?.
- Como el Banco no ha rescatado la emisión, mi posición es extraordinariamente parecida a la de un accionista. Es decir, el Banco no me debe nada. Por eso se llama “deuda perpetua”.
- Resulta que existe un mercado donde puedo vender mi título. Sin embargo ese mercado, apenas es líquido. Esto, y la condición de título perpetuo, hacen imposible determinar a priori cuanto de lo invertido podré rescatar. Sospecho que si al Banco no le interesó rescatar la emisión, no será fácil encontrar compradores entusiastas, salvo que les ofrezca un buen descuento.

En resumen, estoy en una trampa de la que no puedo salir. Jamás pensé que podría llegar a encontrarme en tal situación. Ni tengo el dinero, ni se cuanto vale lo que tengo. Ni siquiera se si habrá alguien dispuesto a comprarme este ridículo título si es que llego a necesitar mi dinero.

Creo que ha llegado el momento de que me confiese. Y es que he de confesar que mi habilidad como inversor, se basó solo en mi confianza con el director del banco. Todo lo contrario a la compra de mi último coche, asunto al que dediqué semanas tras comprarme no menos de 30 revistas y visitar no menos de seis concesionarios.

Un simple manual de 20 € y dos horas de una tarde hubiesen sido suficientes para evitar este desastre.

## REGRESANDO DEL FUTURO

Lo que la historia refleja, es lo ahora pasa y pasará en muchas carteras de inversores en poder de gestores de patrimonio. En muchos casos ni lo sospechan los propietarios del dinero que un día dijeron a su gestor: “nada de bolsa, yo solo quiero cosas seguras”.

Lo más importante, es que nos disponemos a asistir a un lanzamiento masivo a través de la parte más débil del sistema de este tipo de híbridos, que en la ceremonia de la confusión pueden ser vistos por los ahorradores como una forma de escapar del riesgo.

En la situación actual de los bancos, estas emisiones son una auténtica bendición. Captan recursos a largo plazo a través del medio más barato –su propia red-, y pagan un tipo sustancialmente inferior al que le exige el mercado. Por si fuera poco, no consumen en ello la garantía del Estado, que reservan para inversores institucionales, y al tiempo mejoran su solvencia. Y es que estas emisiones son consideradas capital, lo que refuerza su balance.

## AHORA VOLVAMOS AL PRINCIPIO

Mi propuesta es que la comunidad de pequeños y medianos inversores se haga cargo de pagar a escote a los particulares que han invertido en *Madoff*. Gracias a ello, el Banco de Santander ha despertado la curiosidad por las participaciones preferentes, y como en las vacunas, nada mejor que inocular un poco del virus para protegerse contra la invasión masiva.

Me decía un amigo Director General de un *family office* que le había causado perplejidad el artículo de Juan Irujo en El Mundo, alabando la solución ofrecida por el Banco de Santander a pesar de que el autor reconoce que el valor de lo ofrecido es el 40% de la cifra aportada por el inversor.

Honestamente, los afectados que conozco, están fastidiados, pero ni mucho menos arruinados. Lo que opino de la oferta de Banco de Santander lo reservo para ellos. Ahora bien, y por motivos completamente distintos a los de mi ilustre colega, estoy encantado de que el Banco de Santander nos haya dado la posibilidad de advertir a Don Marcial.

¿En verdad cree que hubiese llegado hasta aquí si el título de esta breve nota fuese algo del tipo: “¿Qué es una participación preferente?”

Madrid, a 6 de febrero de 2009

José Manuel Pazos

Socio-Director de Omega IGF