

### La CNMV advierte del riesgo de las cuotas participativas de la CAM

La banca española en estos momentos de crisis y de falta de liquidez apela a la fidelidad de la clientela y a sus extensas redes de sucursales para colocar entre los inversores minoristas productos complejos de alto riesgo. Lo hizo el Banco Santander con los "Valores Santander" y lo hace ahora la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) a través de unas denominadas "cuotas participativas".

Como ya hiciera con los Valores Santander, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha advertido a los inversores del alto riesgo, en este caso, de las cuotas participativas de la CAM.

Pero, ¿qué son las cuotas participativas? El folleto de la CAM las describe como "valores negociables nominativos, representados mediante anotaciones en cuenta, que representan aportaciones dinerarias de duración indefinida, que pueden ser aplicados en igual proporción y a los mismos destinos que el Patrimonio de la Caja".

El Banco de España prefiere utilizar la siguiente definición: "Activos financieros o valores negociables que pueden emitir las cajas de ahorros. Representan aportaciones dinerarias de duración indefinida que pueden ser aplicadas en igual proporción y a los mismos destinos que los fondos fundacionales y las reservas de la entidad. Son un instrumento de renta variable—han de cotizar en un mercado secundario organizado— y están desprovistas de derechos políticos. Su precio de emisión ha de ser coherente con el valor económico de la caja."

Con esta definición, el Banco de España opta por la prudencia al advertir sobre el precio que deben tener las cuotas participativas: "debe ser coherente con el valor económico de la caja". Desde el punto de

vista de un supervisor bancario, le preocupa la estabilidad de la entidad.

La CNMV, desde su propia perspectiva de defensa de la transparencia en el mercado al mismo tiempo que vela por la protección del inversor, ha destacado el carácter complejo del producto, que siendo valores de renta variable, similares a las acciones, revisten en su opinión una mayor complejidad. Se asemejan a las acciones cotizadas en que su valor corresponde a un porcentaje del patrimonio del emisor, en que se pueden comprar y vender en bolsa, y en que dan derecho, dice la CNMV, al "dividendo" que la caja acuerde repartir cada año.

Pero este "dividendo" de los titulares de las cuotas, no equivale al dividendo del accionista. La retribución de cuota-partícipe dependerá de actuaciones discrecionales de la caja emisora, por ejemplo de la política de distribución de beneficios entre la obra benéfico-social de la caja y los titulares de cuotas.

La CNMV advierte de forma crítica que "la distribución a los cuotapartícipes de ese "plus de dividendos" podría implicar, además, la pérdida progresiva de la participación que inicialmente les corresponde en las plusvalías latentes de la CAM en el momento de la emisión."

Con mayor claridad, el folleto recoge la siguiente explicación: "La fórmula que se aplicará para el reparto del excedente entre los titulares de la cuotas por un lado, y las reservas y obra benéfico-social de otro, toma como base los fondos de los titulares de las cuotas en el patrimonio contable de la caja, de tal modo que si los titulares de las cuotas reciben proporcionalmente más retribución efectiva que la que se distribuya a la obra benéfico-social, los titulares de las cuotas perderán peso en el reparto del ex-

cedente". Y concluye: "Dado que el ajuste de proporciones se hace en función del patrimonio contable de la Caja y no sobre el valor de mercado, esta pérdida de peso podría implicar también la dilución progresiva respecto de la parte atribuida inicialmente a los Cuotapartícipes de las plusvalías latentes de la Caja no realizadas. En concreto, los Cuotapartícipes perderían progresivamente la proporción inicialmente asignada a los mismos de la parte de valor real de la entidad no reflejado en los libros".

Es decir, para entendernos, los "dividendos" de los titulares de las cuotas pueden diluirse como consecuencia de actuaciones discrecionales de la CAM, entidad emisora y colocadora del producto. Pese a la complejidad de estos instrumentos, el folleto declara que se trata de un "instrumento financiero no complejo". Lo cual conlleva de conformidad con el sistema de la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID), que se puedan distribuir sin necesidad de realizar un test sobre la conveniencia del producto para el inversor minorista.

Es muy discutible esta calificación de las cuotas como instrumentos no complejos. Según la Ley del Mercado de Valores para que un instrumento financiero se considere no complejo se requiere, no solo que se ponga a distribución del público información sobre sus características, lo cual se hace en el extenso folleto verificado por la CNMV, sino que además dicha información sea "comprensible de modo que permita a un cliente minorista medio emitir un juicio fundado para decidir si realiza una operación en ese instrumento." Y eso no ocurre en el presente caso, salvo que imaginemos que un cliente minorista, por ejemplo un cliente medio de una sucursal de la CAM a quién principalmente se dirige la emisión, puede emitir un juicio fundado sobre la inversión que se le propone en cuotas participativas. Hasta los más avezados analistas de bolsa se lo están pensando antes de dar su opinión sobre este producto, por su novedad y por su complejidad.

No obstante haber permitido la calificación en el folleto de las cuotas participativas como producto no complejo, la CNMV ha obligado a la CAM a realizar el test de conveniencia, encontrando su justificación en la existencia de un conflicto de intereses entre

la CAM y los clientes a los que se dirige el producto, por la doble posición que asume la caja, emisora y colocadora del producto.

A la pregunta del periodista de El Mundo, Juan Emilio Maíllo, ¿No teme que no haya demanda por parte de los clientes?, el director general de la CAM, Roberto López Abad, ha contestado sin sonrojarse: "Esto se coloca con la gorra, precisamente porque la cuantía es moderada. El 31% de la emisión es para tramo institucional, un 3,5% gratis para trabajadores y el 65,5% para clientes. Tenemos la ventaja de 1.160 oficinas, que cuando les digas a colocar, lo harán."

El propio folleto reconoce que la CAM tiene "interés en la comercialización del producto", de hecho además de emisor es el colocador de la emisión. Este conflicto de intereses, entre el fabricante-vendedor del producto, la CAM, y el de inversor, ordenante de la suscripción del producto, obliga a una especial cautela. Como recuerda la CNMV en su aviso de riesgo, la CAM queda obligada según el folleto "a realizar un "test de conveniencia" previamente a la colocación a todos sus clientes, recabando información sobre sus conocimientos y experiencia inversora, valorándolos e informando al cliente en el caso de que el producto no sea adecuado. La CAM también deberá informar a su clientela de los posibles conflictos de interés, al ser emisora y comercializadora de estos valores."

Pero para hacer el test de conveniencia y advertir a la clientela de los conflictos de interés se requiere una formación profesional en mercados financieros y regulación financiera. Lo cual nos lleva a hacernos algunas preguntas: ¿Tienen los empleados de las sucursales de la CAM esta formación? ¿Sabrán distinguir entre su actuación como comerciales de un producto emitido por la Caja y su labor, en interés del cliente, de advertirle de los riesgos y de la complejidad del producto y de la existencia de un claro conflicto de interés al ser la Caja, al mismo tiempo, emisora y colocadora del producto?

*Fernando Zunzunegui,*  
Universidad Carlos III de Madrid  
fernando@zunzunegui.net