

UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Trabajo de
fin de grado

**Evolución del
asesoramiento financiero
en España**

Pablo González Pita-Romero

Tutora: Begonia Álvarez García

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Año 2015

Trabajo de Fin de Grado presentado en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de La Coruña para la obtención del Grado en Administración y Dirección de Empresas

Índice

Introducción	8
1. Breve reseña histórica sobre el asesoramiento financiero.....	14
2. ¿Qué es el asesoramiento financiero?	16
2.1 Asesoramiento Financiero anterior y posterior a la crisis.....	17
2.2 Sujeto activo y sujeto pasivo del asesoramiento financiero.....	18
3. Marco regulatorio	22
3.1 Aparición normativa MIFID.....	22
3.2 Reforma normativa: MIFID II.....	31
4. Irregularidades en la práctica financiera y conflictos de interés	36
4.1 Conflictos de interés	38
4.2 Salida a bolsa de Bankia.....	39
5. Profesionales independientes EAFIS	42
5.1 Costes de creación de una EAFI.....	46
5.2 Patrimonio mínimo asesorado por las EAFI	47
6. EAFIS VS Asesor financiero tradicional	48
Conclusiones	53
Anexo 1 Test de Conveniencia	56
Anexo 2 Test Idoneidad.....	58
Anexo 3 Test Idoneidad Pharum Capital S.L.....	60
Anexo 4 Evolución EAFIS.....	65
Anexo 5 Propuestas de los bancos.....	67
Bibliografía	69

Resumen

Este proyecto tiene como cometido fundamental realizar un análisis exhaustivo del servicio de asesoramiento financiero prestado en España. Dicho servicio ha sufrido un cambio radical motivado por la grave crisis financiera iniciada en 2007 y por la aparición de un tsunami regulatorio sin precedentes a nivel nacional y europeo. Nos centraremos en el estudio de la normativa MIFID I (Markets in Financial Instruments Directive), responsable del reconocimiento del asesoramiento financiero como un servicio de inversión de primer nivel y de la creación de las EAFI (Entidades de Asesoramiento Financiero Independiente), llamadas a ser el futuro del sector financiero. A continuación nos detendremos en las principales modificaciones que traerá consigo MIFID II, cuya aplicación práctica en España se estima para enero de 2017. La principal novedad será la prohibición del cobro de incentivos a aquellas ESI (Entidades de Servicios de Inversión) que se califiquen de independientes, lo cual obligará a todas las entidades a enseñar sus cartas. Seguidamente nos centraremos en la figura de las EAFI, en sus principales características y en su evolución reciente, finalizando el trabajo con una comparativa entre el asesoramiento que prestan las entidades de crédito y el dispensado por las EAFI.

Palabras clave: asesoramiento financiero, MIFID, servicio de inversión, EAFI, prohibición de incentivos, independientes

Número de palabras: 20596

Abstract

This dissertation has a main objective to realize a deep analysis of the financial advice service offered in Spain. This service has suffered a radical change as consequence of the serious financial crisis started in 2007 because of the regulative tsunami without precedents in the national and European scene. We will focus on the investigation of the normative MIFID I (Markets In Financial Instruments Directive), responsible of the recognition of the Financial advice as invest service and the creation of the EAFI (Entities of Financial Independent Advice -EFIA), calls to being the future of the Financial sector. Then we will detain in the main modification that it will bring with it MIFID II, whose application in Spain is estimated for January, 2017. The principal innovation will be the prohibition to charge incentives to those entities of services of investment that are qualified of independent, that force to all entities to show their letters. Immediately after, we will centre on the EFIA figure, on their principal characteristics, and on their recent evolution, finishing the dissertation with the comparison between the advice given by the credit institution and the advice offered by EFIA)

Índice

Introducción	8
1. Breve reseña histórica sobre el asesoramiento financiero	14
2. ¿Qué es el asesoramiento financiero?	16
2.1 Asesoramiento Financiero anterior y posterior a la crisis.....	17
2.2 Sujeto activo y sujeto pasivo del asesoramiento financiero.....	18
3. Marco regulatorio	22
3.1 Aparición normativa MIFID.....	22
3.2 Reforma normativa: MIFID II.....	31
4. Irregularidades en la práctica financiera y conflictos de interés	36
4.1 Conflictos de interés	38
4.2 Salida a bolsa de Bankia.....	39
5. Profesionales independientes EAFIS	42
5.1 Costes de creación de una EAFI.....	46
5.2 Patrimonio mínimo asesorado por las EAFI	47
6. EAFIS VS Asesor financiero tradicional	48
Conclusiones	53
Anexo 1 Test de Conveniencia	56
Anexo 2 Test Idoneidad	58
Anexo 3 Test Idoneidad Pharum Capital S.L.	60
Anexo 4 Evolución EAFIS	65
Anexo 5 Propuestas de los bancos	67
Bibliografía	69

Índice de gráficos

Gráfico 1 Asesoramiento Financiero en Europa.....	16
Gráfico 2 Normativa MIFID.....	26
Gráfico 3 Agente Financiero.....	28
Gráfico 4 Asesor Financiero.....	29

Índice de tablas

Tabla 1 Clientes de entidades de servicios financieros.....	15
Tabla 2 Entidades de servicios de inversión.....	21
Tabla 3 Costes funcionamiento de una EAFI.....	46
Tabla 4 El mercado de las EAFI en España.....	48
Tabla 5 Evolución de las EAFI.....	65

Introducción

El estallido de la crisis financiera puso en tela de juicio la labor desempeñada por las entidades financieras a la hora de vender productos y/o servicios. En el año 2011, el defensor del pueblo, en su informe anual, notificaba a las Cortes Generales el notable incremento de malas prácticas bancarias. Dicho informe pone de manifiesto la insuficiente protección de los derechos de los clientes que dispensa el Banco de España y además realiza una crítica a las razones esgrimidas por el propio Banco de España, que se basan principalmente en la prioridad del objetivo de salvaguardar la solvencia de las entidades por encima de otras consideraciones. El defensor del pueblo reflejaba de esa manera el creciente malestar de los clientes de las entidades bancarias con la forma de proceder de las mismas. Según datos del Banco de España, las reclamaciones de clientes formuladas ante el propio Banco de España aumentaron un 100% entre el 2008 y el 2010. El mismo incremento tuvieron las reclamaciones ante la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en el mismo periodo de tiempo.

No obstante, la crisis financiera también ha puesto de manifiesto la escasez de cultura financiera en España. La importancia de la educación financiera ha sido reconocida por la UE (Unión Europea), en su Libro Blanco, sobre servicios financieros 2005-2010. También por la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos), que ya señalaba en el año 2005 que “la educación financiera debe comenzar en la escuela. Los ciudadanos deberían recibir instrucción sobre temas financieros lo más jóvenes posible”. La mejora de la cultura financiera es un reto ante un entorno cada vez más complejo. Los jóvenes de hoy serán los consumidores de productos y servicios financieros del mañana, por lo que es fundamental que reciban una atención preferente en las estrategias de alfabetización financiera.

El fomento de la cultura financiera en España, si lo comparamos con el existente en países como Reino Unido o Estados Unidos es escaso. Esta conclusión se desprende de las recomendaciones emitidas a nivel internacional por la OCDE, respecto a las estrategias de implementación de los programas de educación financiera en la escuela. Las recomendaciones de la OCDE, se fundamentan en los resultados obtenidos en el informe PISA (Programme for International Student Assessment) del año 2012, que ha sido el primer estudio internacional que ha valorado

la educación financiera entre los más jóvenes. No obstante, organismos reguladores e instituciones financieras han impulsado la educación financiera a través de los “Planes educación financiera”, cuyo objetivo es evitar el sobreendeudamiento de las familias y ayudarlas a obtener los conocimientos necesarios para comprender la naturaleza de los diferentes instrumentos financieros y contratar aquéllos que se adapten mejor a su perfil, atendiendo a su situación patrimonial y a los riesgos que quieren asumir. Entre las medidas tomadas por la CNMV y el Banco de España para poner en marcha el plan, destaca el lanzamiento de una web de educación financiera, organización de seminarios, emisión de folletos informativos y la puesta en marcha de un programa piloto de Educación Financiera en la Educación Secundaria Obligatoria. Sin embargo, como decíamos, el fomento de la cultura financiera en España no es ni mucho menos suficiente, y la mayor parte de la población no tiene tan siquiera unas nociones básicas sobre finanzas.

En muchos hogares españoles, no se habla de temas financieros con los hijos de forma natural, por lo que muchos terminan asociando los aspectos económicos con algo negativo y tedioso. Sin duda, es necesario un cambio de rumbo, que pasa por educar a los niños tanto en el hogar como en la escuela para que se conciencien de la importancia que tiene la utilización del dinero de forma óptima, el ahorro y la inversión. El papel de las instituciones educativas, asociaciones y la propia familia es fundamental. A partir de la mejora de la cultura financiera, mejorará la calidad de la oferta de productos financieros para satisfacer las necesidades y exigencias del cliente.

El déficit de cultura financiera añadido a la nefasta praxis bancaria anterior a la crisis ha desembocado en una enorme conflictividad social y jurídica. Son continuas las noticias en los medios de comunicación relacionadas con escándalos financieros: las preferentes, valores convertibles, cláusulas suelo en hipotecas, swaps etc. En este trabajo analizaremos uno de estos escándalos, la salida a bolsa de Bankia.

El problema del déficit de cultura financiera en España, se ha visto agravado más si cabe, por el desconocimiento del inversor particular de la existencia de la figura del asesor financiero, profesión que muchas personas asocian únicamente a grandes patrimonios. La asociación EFPA (European Financial Planning Association) ya trabaja en cambiar las cosas, fomentando y difundiendo la profesionalización del asesoramiento financiero, incentivando las certificaciones, que están reconocidas a nivel europeo.

La quiebra de entidades financieras históricas en Europa y EEUU, los múltiples escándalos financieros y la acuciante crisis financiera han generado una crisis de confianza en el sector, especialmente en el sector de la banca privada. El inversor y usuario de servicios financieros ha despertado de su histórico letargo. La confianza de los mismos en las entidades ha saltado por los aires, y se ha puesto de manifiesto el desconocimiento del inversor medio sobre la complejidad y riesgos de sus inversiones. Ahora, el cliente o usuario es consciente de que el desconocimiento se puede pagar muy caro, y esto está provocando cambios ostensibles en el sector. ¿Qué soluciones tiene este problema? La primera posible solución la hemos mencionado anteriormente, y es la mejora de la cultura financiera de los inversores o usuarios. La segunda solución, y más efectiva a corto y medio plazo es la búsqueda de un asesoramiento de

mayor calidad, es decir, de un profesional cualificado capaz de aconsejar de manera personalizada y de generar confianza. En este contexto, parece abrirse una oportunidad en el mercado para los asesores independientes, en los que centraremos nuestra atención en este trabajo. Estos profesionales son el futuro del sector financiero y significarán una importante competencia para los servicios de la banca privada tradicional.

En este trabajo dejaremos de lado la necesidad de una mejora en la cultura financiera de la sociedad española y nos centraremos en el análisis del asesoramiento financiero que dispensan diferentes entidades. En primer lugar presentaremos el concepto de asesoramiento financiero y trataremos de encontrar diferencias entre el asesoramiento financiero brindado antes del estallido de la crisis y el que se ofrece actualmente y analizaremos qué papel ha jugado la normativa MIFID en este cambio. También realizaremos un análisis de la reforma de la normativa MIFID que entrará en vigor en España en el 2016. A continuación nos centraremos en la figura del asesor financiero y hablaremos de la aparición de las EAFI (Entidad de Asesoramiento Financiero Independiente) y de sus características principales. Por último realizaremos una comparativa entre el asesoramiento financiero que prestan las EAFI respecto al que realizan diferentes entidades financieras.

1. Breve reseña histórica sobre el asesoramiento financiero

El nacimiento de la profesión de asesor financiero se sitúa en Estados Unidos, después del crack del 29, durante los difíciles años 30 y sobre todo a partir del final de la Segunda Guerra Mundial, durante la recuperación económica.

A nivel institucional, en el año 1970 nace en Estados Unidos, la Asociación Nacional para la Planificación Financiera (IAFP). En 1972 se crea el Colegio de Planificadores Financieros y en 1973, el Instituto de Planificadores Financieros Certificados (ICFP). En 1985 se constituye la Junta Internacional de Normas y Prácticas de Planificadores Financieros Certificados (IBCFP). La IAFP y el ICFP se fusionaron en el año 2000 para formar la Financial Planning Association (FPA).

A nivel europeo, en el año 2000 nace la European Financial Planning Association (EFPA), que acoge y representa a los asesores financieros europeos. Fue fundada en Rotterdam (Holanda), como iniciativa de la universidad Erasmus, para garantizar el adecuado desarrollo de la profesión, y en la actualidad cuenta con miembros en 16 países europeos.

EFPA España se constituye en el año 2000 y como delegación de la asociación europea, actúa como plataforma independiente que agrupa a los profesionales dedicados al asesoramiento y la planificación financiera en nuestro país. Puede pertenecer a EFPA España cualquier profesional dedicado a las actividades de Asesoría Financiera, independientemente del tipo de entidad en el que trabaje. El objetivo de EFPA España es promover el desarrollo de la profesión en nuestro país, y garantizar un nivel de conocimientos, capacidades y aptitudes de los profesionales que poseen certificaciones profesionales.

En cuanto a las características del asesoramiento financiero, es importante señalar que en España ha tenido lugar una importante evolución. Cuando la competencia era escasa en el escenario financiero y por ello el poder negociador del cliente escaso, la banca se orientaba más al producto que al cliente, conociéndose como "banca de productos". A medida que el negocio bancario se ha vuelto más complejo y se ha incrementado la competencia, la banca ha cambiado el rumbo orientándose al cliente, "banca de clientes". La principal diferencia entre ambas, es que la primera busca la rentabilidad de cada operación, mientras que la segunda busca la rentabilidad de cada cliente o grupo de clientes. La banca orientada al cliente se caracteriza por una competencia feroz, las entidades tratan de diferenciarse del resto para establecer relaciones rentables y de larga duración con sus clientes. Dicha rentabilidad no se busca a través de una sola operación, sino por un conjunto de ellas. El cambio de modelo de banca ha venido de la mano de un desarrollo de la red comercial y de las características del personal. Y es que para atender las necesidades y expectativas de los clientes, el profesional precisa una profunda formación financiera y no solo dotes comunicativas y capacidad comercial. Además, el cambio a la banca de clientes también ha supuesto modificaciones en la aplicación del Marketing y

sistemas de información. Es indudable que la concepción del negocio bancario ha cambiado, ejemplo de ello es la aparición de la banca online, que ha facilitado la comunicación y gestión entre las entidades y sus clientes e intermediarios. Fruto de esto, la forma de distribuir productos y servicios financieros ha cambiado radicalmente.

Por otra parte, uno de los principales problemas de España, especialmente si nos comparamos con países como Reino Unido o Estados Unidos, es la bancarización del ahorro. Las entidades financieras controlan casi todo el patrimonio de los inversores, destacando el papel de las entidades de crédito en la comercialización de fondos de inversión y administración y custodia de valores. Esto sin considerar que gran parte de las sociedades y agencias de valores están vinculadas a entidades de crédito.

En la tabla 1 podemos observar el número de clientes de asesoramiento financiero de las diferentes entidades que lo prestan, EAFI, Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras y entidades de crédito, con datos publicados por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en diciembre de 2011. Las entidades de crédito nacionales tienen más del 94% de los clientes.

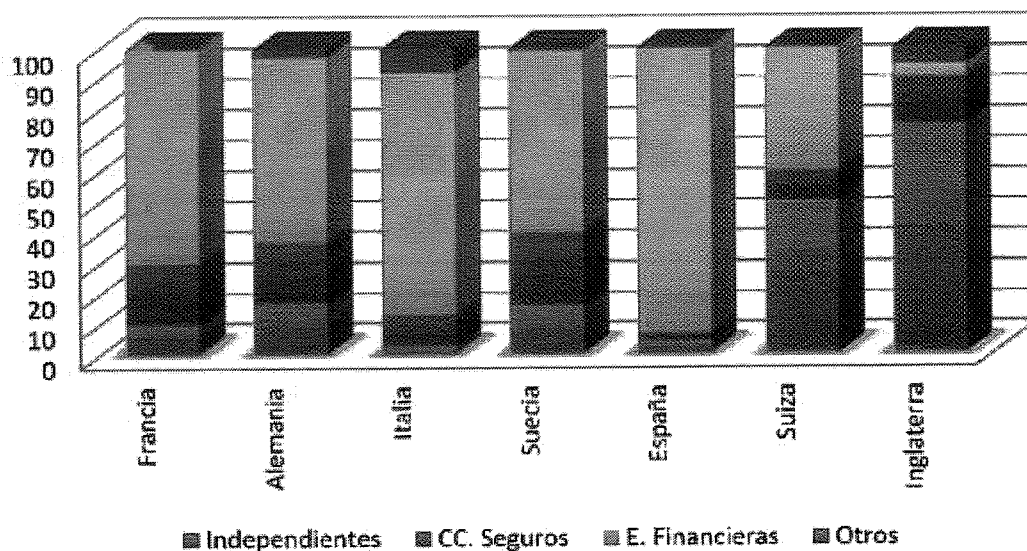
TABLA 1: CLIENTES DE ENTIDADES DE SERVICIOS FINANCIEROS.

TIPO DE ENTIDAD	Número	%	Minorista	Var. s/ 2010
			%	%
EAFI	3.798	1,0	93,3	48,4
SAV	10.640	2,8	97,5	-78,5
SGC	1.352	0,4	99,6	50,2
Total ESI	15.790	4,2	96,6	-70,1
Entidades de crédito nacionales	355.684	94,6	99,4	46,0
Resto	4.691	1,2	99,1	37,3
TOTAL	376.165	100	99,3	23,8

FUENTE: CNMV

Como consecuencia de la bancarización del ahorro, los inversores españoles históricamente han fundamentado sus decisiones de inversión en recomendaciones que recibían en sede de las entidades de crédito con las que operaban. De hecho el peso de las entidades de crédito en el asesoramiento financiero ha sido y es incuestionable, lo cual contrasta con el peso que tienen las mismas en otros países como Reino Unido o Suiza, donde la figura predominante en el asesoramiento financiero es el asesor financiero independiente, teniendo las entidades de crédito una importancia residual como podemos observar en el siguiente gráfico.

GRÁFICO 1: ASESORAMIENTO FINANCIERO EN EUROPA.



FUENTE: ABANTE

David Cano, economista de reconocido prestigio, doctor en economía financiera, banca y bolsa, socio de Analistas Financieros Internacionales y autor de múltiples publicaciones en el ámbito económico, asegura que la comercialización de productos de ahorro está dominada por la banca. “Una parte importante se destina a depósitos bancarios, unos 800.000 millones, otros 100.000 millones a fondos de inversión que, en el 90% de los casos son bancarios y otra parte de invierte directamente en empresas cotizadas” afirma David Cano. (David Cano, 2014). Dicha afirmación está respaldada por los datos publicados por la CNMV y el Banco de España.

2. ¿Qué es el asesoramiento financiero?

A priori el concepto de asesoramiento financiero es sencillo. Si buscamos en el diccionario de la RAE (Real Academia Española), por separado los términos “asesoramiento” y “financiero”, se puede extraer una primera definición: Acción y efecto de asesorar o asesorarse en materia perteneciente o relativa a la Hacienda Pública, a las cuestiones bancarias y bursátiles o a los grandes negocios mercantiles. Pero, ¿qué es en realidad?, ¿quién lo puede prestar?, ¿a qué clientes está destinado?, ¿es posible la independencia en la prestación de dicho servicio?, ¿prima el cliente o prima la comercialización de productos? A todas estas preguntas trataremos de dar respuestas a lo largo de este trabajo.

Según establece la directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de Abril de 2004, más conocida como directiva MIFID, relativa a los mercados de instrumentos financieros, el asesoramiento financiero debe entenderse como la prestación de un servicio personalizado a un cliente, a iniciativa del propio

cliente o del prestador del servicio, consistente en recomendaciones personalizadas relativas a una o más operaciones relacionadas con instrumentos financieros.

El concepto de recomendación personalizada fue desarrollado por la Directiva 2006/73/CE, que disponía que era aquella realizada a una persona en su calidad de inversor o potencial inversor, que se presenta como conveniente para esa persona y que se fundamenta en la evaluación de sus circunstancias personales. De la misma manera, la Directiva 2006/73/CE establece una doble delimitación negativa del concepto de asesoramiento financiero, excluyendo de forma expresa, por un lado, las recomendaciones generales difundidas exclusivamente a través de canales de distribución al público y por otro lado, ciertas recomendaciones, que aun presentándose como convenientes para un cliente basándose en sus circunstancias personales, recaen sobre tipos de instrumentos financieros, como cierta clase de acciones o bonos, pero no sobre instrumentos financieros concretos. Es importante añadir, que aunque las campañas comerciales y de publicidad son un ejemplo de recomendación no personalizada y no son, por tanto, un servicio de inversión en sí mismo, se regula la calidad de su contenido en la medida en que suponen una recomendación a los inversores. El número 4 del artículo 63 de la LMV (Ley del Mercado de Valores) indica que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión. Posteriormente, en el apartado dedicado al análisis de la normativa MIFID, analizaremos más a fondo las diferencias entre el asesoramiento financiero y la mera comercialización.

Por tanto, el papel que debe jugar el asesoramiento financiero es el de servir de soporte o ayuda al cliente para la toma de decisiones, atendiendo, como hemos mencionado anteriormente, a las circunstancias específicas de cada cliente.

Es importante diferenciar el asesoramiento financiero, cuyo principal rasgo diferenciador es el carácter personal e individual de las recomendaciones, del análisis financiero, considerado una recomendación no personalizada. Este último es un servicio auxiliar realizado por empresas de servicios de inversión, que emiten informes con recomendaciones generales relativas a operaciones con instrumentos financieros o empresas cotizadas. Como veremos más adelante, la normativa que marca las pautas de conducta y lealtad es más estricta en el ámbito del asesoramiento financiero.

2.1 Asesoramiento financiero anterior y posterior a la crisis

El asesoramiento financiero existente hasta la transposición de la normativa MIFID al ordenamiento jurídico español en 2007, coincidiendo con el inicio de la crisis en nuestro país, es el servicio que han recibido los grandes patrimonios dentro de la banca privada, y lo podemos calificar como un servicio adicional o auxiliar de otros servicios de inversión, como la intermediación o ejecución de órdenes o la gestión de carteras. Por ser considerado un servicio auxiliar, carecía de regulación específica y su prestación no estaba sujeta a la necesidad de obtener una licencia o autorización. Por

este motivo, cualquier persona o entidad podía desarrollar dicha actividad, con independencia de su experiencia profesional, sus conocimientos y su solvencia.

A partir del año 2007, la prestación de dicho servicio se ha restringido a determinadas entidades autorizadas y sujetas al cumplimiento de unos requisitos y controles muy estrictos. Cualquier sociedad o persona física que quiera desarrollar habitual y profesionalmente la actividad de asesoramiento, debe solicitar la preceptiva autorización a la CNMV.

MIFID elevó el asesoramiento financiero a la categoría de servicio de inversión autónomo y estableció la necesidad de autorización administrativa y regulación propia. Estas medidas estaban justificadas por el hecho de que los inversores dependían cada vez más de las recomendaciones personalizadas que recibían.

Antes del estallido de la crisis financiera y de la aprobación de la normativa MIFID, el asesoramiento financiero no era una actividad profesionalizada y la línea que lo distinguía de la comercialización de productos financieros era muy fina. Pero parece que el cambio ha comenzado y es imparable. La normativa MIFID ha profesionalizado la figura del asesor financiero, respondiendo así a las nuevas exigencias de inversores y clientes. Esto supone una nueva configuración de la oficina bancaria, que evoluciona hacia el asesoramiento profesional. Además, este nuevo concepto de banca, en el que la calidad del servicio es pieza fundamental, exige a las entidades financieras y a cualquier entidad que preste servicios financieros, a un mayor nivel de exigencia en la preparación y formación de sus empleados. De esta manera, podrán dar el paso de la comercialización al asesoramiento. Es la única manera de responder a la demanda de calidad de los clientes, desconfiados y cansados de la praxis bancaria existente hasta la crisis. Los gestores comerciales deben conocer a fondo los productos y servicios de la entidad para poder prestar atención y asesoramiento personalizado a los clientes, y así mejorar la relación con ellos. En definitiva, orientarse al cliente y exigir mayor formación a los empleados serán la base del futuro de la banca.

2.2 Sujeto activo y sujeto pasivo del asesoramiento financiero

Cuando hablamos de cliente, además de hacer referencia a las personas físicas, también se incluyen las empresas a las cuales se permite asesorar sobre su estructura de capital, estrategia y fusiones y adquisiciones. Según la directiva 2004/39/CE, en su artículo 4, el cliente es toda persona física o jurídica a quien una empresa de inversión presta servicios de inversión o servicios auxiliares.

De acuerdo con la ley 47/2007 o LMV, solo pueden prestar asesoramiento financiero las entidades que estén expresamente autorizadas para realizar actividades relacionadas con los mercados de valores, que deben cumplir con determinadas obligaciones de carácter prudencial y otras relativas a requisitos organizativos y normas de conducta.

Según establece el art 62 de la LMV, ley que transpone la normativa MIFID a la legislación española, son empresas de servicios de inversión aquéllas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en el art 2 de la propia ley. En el artículo 63 se establecen los diferentes servicios que pueden prestar estas entidades, diferenciándose los servicios de inversión de los servicios auxiliares.

Según establece la propia ley 47/2007 en su artículo 64 y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, en su artículo 4, las figuras que pueden realizar esta labor son:

- Sociedades de valores: Pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia y realizar todos los servicios de inversión y auxiliares contemplados en el art 63.
- Agencias de valores: Profesionalmente solo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella. Pueden realizar todos los servicios de inversión y servicios auxiliares salvo la negociación por cuenta propia, el aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros y la concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar operaciones sobre uno o más instrumentos financieros.
- Sociedades gestoras: De los considerados servicios de inversión, exclusivamente pueden gestionar de forma discrecional e individualizada carteras de inversión atendiendo a las órdenes de los clientes y colocar instrumentos financieros. De los servicios auxiliares podrán asesorar a empresas sobre estructuras de capital, estrategia industrial y operaciones relacionadas con otras empresas como la fusión. Además podrán elaborar informes de inversiones y análisis financieros o cualquier otra forma de recomendación general relacionada con operaciones sobre instrumentos financieros.
- Empresas de Asesoramiento Financiero: Personas físicas o jurídicas, que exclusivamente pueden prestar determinados servicios de inversión y servicios auxiliares. En esta figura profundizaremos posteriormente.

Tal como dispone el art 64. 6 las denominaciones de "Sociedades de Valores", "Agencia de valores", "Sociedad Gestora de Carteras " y "Empresas de Asesoramiento Financiero", únicamente podrán ser utilizadas por las entidades inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las cuales tienen la obligación de incluirlas en su denominación. Ninguna persona o entidad puede desarrollar con carácter profesional las actividades previstas en el art 63 sin tener la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos de la CNMV.

No podemos obviar la importancia del art 65 de la ley anteriormente citada. Según establece este artículo existe un tipo de empresa, que pese a no estar considerada como empresa de servicios de inversión, puede realizar todos los servicios establecidos en el art 63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica le habiliten para ello. Estamos hablando de las entidades de

crédito, las cuales necesitarán un informe de la CNMV para obtener la autorización necesaria para la prestación de servicios de inversión. Consecuentemente, las entidades de crédito están sujetas a la ley 47/2007 del mercado de valores y a sus normas de desarrollo en lo relativo a la realización y disciplina de los servicios previstos en el art 63.

Las entidades de crédito pueden prestar asesoramiento financiero a través de diferentes formatos:

- Entidades específicas e independientes dentro de un gran grupo financiero. Tienen un negocio independiente de su matriz, de hecho, es habitual que tengan un nombre diferente al de la matriz.
- Unidades internas especializadas en banca privada, como es BBVA Patrimonios.
- Bancos que centran su negocio en este tipo de servicios, lo cual suelen realizar entidades extranjeras como JP Morgan o Morgan Stanley.
- Banca tradicional.

En cualquier caso, sea en la entidad que sea, para convertirse en asesor financiero, los solicitantes tienen que demostrar como mínimo tres años de experiencia en el asesoramiento financiero, trabajando en puestos de alta administración, dirección y control de entidades financieras públicas o privadas. Este requisito establecido por la normativa que regula las empresas de servicios de inversión es muy discutido, ya que la normativa otorga mayor importancia a la experiencia profesional que a la formación académica. Respecto a la última, únicamente dispone que “se podrá considerar la posesión de títulos y certificaciones acreditativas de conocimientos en la materia”. Esto provoca que profesionales que han estudiado su carrera universitaria e incluso posean alguno de los certificados homologados dentro de Europa, no puedan prestar asesoramiento financiero si no han ejercido previamente en una entidad o firma independiente. Es importante que la normativa cambie a este respecto, que la formación tenga al menos, el mismo peso que la experiencia y que el legislador establezca qué títulos serán mejor valorados.

En la tabla 2 podemos observar, según datos publicados por el Banco de España, el número de entidades que prestan servicios de asesoramiento en nuestro país, con los datos disponibles hasta febrero de 2015 y en el anexo se analiza la evolución reciente de los beneficios de las empresas de servicios de inversión.

TABLA 2: ENTIDADES DE SERVICIOS DE INVERSIÓN.

	2013	2014	2014			2015	
			I	II	III	IV	I
SOCIEDAD DE VALORES							
Entidades nacionales	41	40	41	40	41	40	39
Sucursales	20	22	20	20	22	22	22
Representantes	6269	6321	6297	6292	6298	6321	6328
AGENCIAS DE VALORES							
Entidades nacionales	41	38	40	40	40	38	37
Sucursales	11	21	18	16	16	21	21
Representantes	520	454	464	481	483	454	486
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA							
Entidades nacionales	5	5	5	5	5	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	1	1	1	1	1	1	1
EAFI							
Entidades nacionales	126	143	130	134	138	143	144
Sucursales	9	11	9	10	10	11	11
ENTIDADES DE CRÉDITO							
Entidades nacionales	141	137	143	141	139	137	136

FUENTE: CNMV

3. Marco regulatorio

3.1 Aparición normativa MIFID

Se conoce como normativa MIFID a la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y desarrollada por la Directiva 2006/73/CE, de la Comisión Europea, que nace con el objetivo de armonizar la normativa de todos los Estados Miembros relativa a la prestación de los servicios e instrumentos financieros, cada vez más complejos. En este apartado realizaremos un análisis de esta normativa, ya que es considerada la más relevante en la materia.

Como mencionamos ya anteriormente, esta normativa reguló por primera vez a nivel europeo el asesoramiento en materia de inversión al incluirlo en la lista de servicios de inversión sujetos a su ámbito de aplicación y reservando su prestación a determinadas entidades financieras, fundamentalmente, empresas de servicios de inversión y entidades de crédito. Además, impuso a estas entidades normas de conducta, tendentes a proteger al inversor. La normativa MIFID se transpone y entra en vigor en la normativa española a finales de 2007, por la Ley 47/2007, por la que se modificaba la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, y por el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y demás entidades que prestan servicios de inversión.

MIFID es aplicable en todos los Estados Miembros y afecta a todos los agentes intervinientes en el mercado financiero, ya sea vendiendo o comprando instrumentos financieros, prestando servicios de gestión de activos y asesoramiento en materia de inversión etc.

Dicha normativa nace con el objetivo de proteger a un mercado único de servicios financieros, garantizar el buen funcionamiento del mercado, promover el entendimiento y la cooperación entre las autoridades competentes de los distintos estados miembros, fomentar la competencia y proteger la transparencia y sobre todo ampliar la protección del inversor. En este trabajo nos centraremos principalmente en este último objetivo.

En la última década, las entidades de crédito han cambiado su estructura de negocio, cobrando mayor peso los ingresos derivados de la prestación de servicios de inversión. Ésta ha sido su forma de adaptarse a la integración de los mercados y al aumento de la competencia. La intermediación bancaria tradicional se ha desplazado hacia la intermediación a través de los mercados de valores ya sea de forma directa o a través de la inversión en fondos. Por todo esto, las entidades de crédito han incrementado la oferta de instrumentos financieros. Como consecuencia del creciente papel de las entidades de crédito, bancos y hasta hace también poco cajas de ahorro, en los mercados de valores y en la prestación de servicios de inversión, son muchos los aspectos en que quedan reguladas por la Directiva MIFID, la cual normaliza a las entidades de crédito en la medida en que presten servicios de inversión.

Uno de los aspectos más importantes que introduce la normativa europea es la homogeneización de las normas de juego entre todos los países de la UE. Para llevar esto a cabo, la MIFID refuerza el concepto de “pasaporte único”, que permite a las empresas de inversión ofrecer sus servicios en el resto de estados miembros de la UE, mediante la licencia otorgada por el Estado Miembro de origen de la entidad.

La normativa obliga a las entidades a desempeñar sus funciones con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, velando en todo momento por el interés de sus clientes. Los eventuales conflictos de interés que se puedan suscitar deben resolverse atendiendo a estándares justos y equitativos, tratando de evitar en todo momento perjudicar a los clientes. La entidad debe formular y poner a disposición de los clientes, su política de detección y gestión de conflictos de interés.

La calidad de la información que se facilita al inversor es fundamental, por lo que debe ser imparcial, clara y no engañosa, de forma que garantice que el inversor dispone de la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión y conocer la verdadera situación de sus operaciones y cartera, sin elementos engañosos. Por ello, es necesario que la documentación que las entidades utilicen para informar a los clientes de las características y riesgos de los instrumentos financieros esté redactada de forma clara y breve, en lenguaje llano, de forma que sea comprensible para el tipo de inversor al que se dirige.

Además, las entidades están obligadas a ser transparentes con sus clientes, aportándoles información relacionada con los honorarios, comisiones y beneficios que cobran al cliente o reciben de terceros por la prestación de sus servicios. Es importante añadir que, la protección no solo se extiende al cliente como tal, sino que alcanza al cliente potencial, frente a la información que se entrega antes de la prestación del servicio, como las comunicaciones comerciales o campañas publicitarias. De esta manera, se regula la información pre-contractual, contractual y postcontractual.

Por otra parte, MIFID supone un cambio en muchos aspectos de las relaciones existentes entre diferentes entidades y sus clientes. Establece una categorización de los diferentes clientes, otorgando diferentes grados de protección en función de la experiencia, los conocimientos y las circunstancias financieras del mismo. Se clasifican los clientes en tres grupos: minorista, profesional y contraparte elegible. Debemos añadir que la MIFID contempla la posibilidad de cambiar de categoría si el cliente lo solicita, la entidad acepta y se cumple una serie de requisitos en los que no vamos a pararnos porque nos alejaríamos de los objetivos perseguidos en este trabajo. En cualquier caso, para asegurar si es un cliente profesional o minorista, la empresa de inversión debe realizar una evaluación de las características del cliente.

El cliente minorista es principalmente un particular, ya sea persona física o jurídica, a la cual se dispensará la máxima protección e información teniendo en cuenta las circunstancias antes mencionadas. Además, en función del producto o servicio que desee contratar, se le solicitará información adicional antes de perfeccionar el contrato.

El cliente profesional suele ser un inversor institucional o grandes empresas, entendiéndose por grandes aquellas que cumplan al menos dos requisitos de los tres

siguientes: total balance de 20 millones €; volumen negocio 40 millones €; fondos propios 2 millones €.

A este cliente, se le ofrece menor protección e información en comparación con el cliente minorista, ya que se entiende que posee los conocimientos y la experiencia adecuada para evaluar los riesgos y naturaleza de las inversiones. No obstante, la normativa también obliga a someter a este cliente al "Test de idoneidad parcial". Existe un determinado grupo de clientes que por sus características se clasificarían como clientes profesionales de forma automática (entidades financieras reguladas, inversores institucionales cuya actividad principal consista en invertir en instrumentos financieros, gobiernos y organizaciones internacionales y las grandes empresas.)

La distinción entre cliente minorista y cliente profesional es de vital importancia, ya que para el último se establece un grado de protección menor en materias como la información, la documentación contractual o la aplicación del Test de Idoneidad.

En tercer lugar tenemos la contraparte, que básicamente son las entidades autorizadas para operar en los mercados financieros (empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, bancos centrales etc.) y los gobiernos. No se establece protección sobre los mismos ya que se considera que son profesionales con el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera en los mercados de valores. De la misma forma que en los clientes profesionales, la consideración de contraparte elegible puede ser automática o voluntaria. Las entidades de crédito son un ejemplo de catalogación automática de contraparte elegible.

El siguiente cambio que trae consigo la normativa MIFID es la evaluación de la conveniencia e idoneidad del cliente. El objetivo es obtener información del conocimiento y la experiencia de los inversores, para determinar qué inversiones se adaptan mejor al perfil del cliente. Por este motivo, la normativa crea el Test de Conveniencia y el Test de Idoneidad, para evaluar la idoneidad de los servicios de inversión e instrumentos financieros recomendados a un cliente. Debe precisarse que, en el caso de clientes profesionales y contrapartes elegibles, la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente.

Cuando la entidad, en base a la información recabada, considere que el producto o servicio de inversión no es adecuado para el cliente, debe advertírselo. Además, si el cliente no proporciona la información adecuada o la misma es insuficiente, la entidad debe advertirle de que no puede realizar la evaluación. Si el producto que la entidad recomienda es complejo, y no dispone de la información necesaria, la entidad debe recabar una manifestación manuscrita del cliente en la que declare tener conocimiento de que el producto es complejo y que, debido a la falta de información, no se ha realizado la evaluación de la idoneidad o conveniencia de la operación.

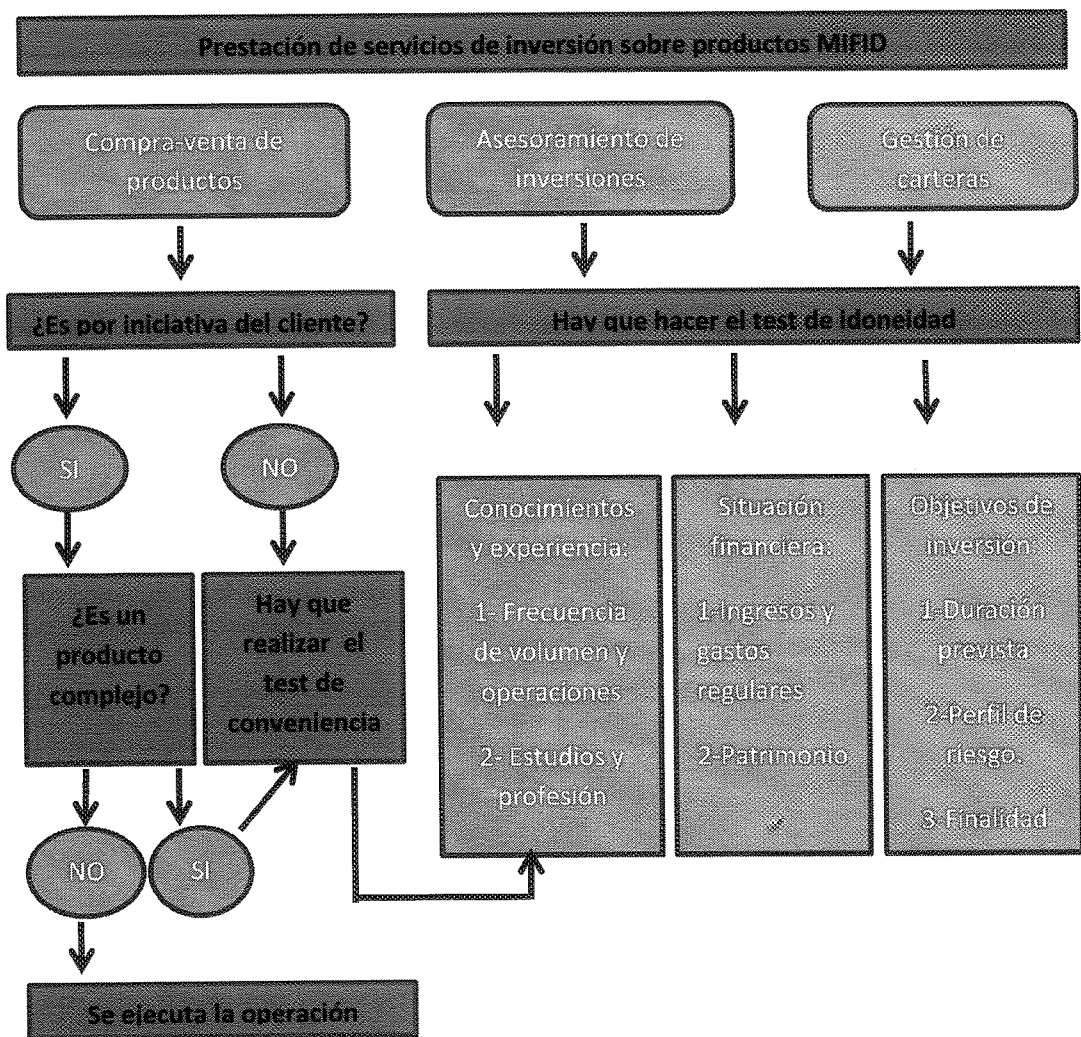
El Test de Conveniencia, es un cuestionario cuyo objetivo es acreditar que el cliente posee los conocimientos y experiencia adecuada para contratar productos. Este Test se diseñó, fundamentalmente, para servicios de mera intermediación, es decir, recepción y transmisión de órdenes de clientes y ejecución de las mismas. El cliente contestará a preguntas relativas al tipo de productos y servicios con los que

está familiarizado, la frecuencia y volumen de sus operaciones anteriores o el nivel de estudios y profesión. Este Test es procedente cuando el producto o servicio es simplemente ofrecido o comercializado por la entidad, sin mediar asesoramiento, o cuando la operación se debe en exclusiva a la iniciativa del cliente y se refiere a un producto financiero complejo. No será necesario que el cliente repita dicho Test cada vez que contrate un producto, siempre y cuando pertenezca a la misma familia, atendiendo al riesgo, que un producto que hubiese contratado previamente. En el Anexo 1 de este trabajo se presenta un Test de Conveniencia de una entidad de crédito.

La normativa insiste en la importancia del cumplimiento riguroso de sus disposiciones relativas a la evaluación de la conveniencia, especialmente, si el resultado de la misma es que el producto no es conveniente para el cliente. Como mencionamos anteriormente, debe ponerse en conocimiento del cliente y reforzar la información sobre las características del producto financiero y sus riesgos, con carácter previo a la suscripción. No obstante, el cliente podrá, previa advertencia escrita de que el producto no es adecuado, formalizar la contratación.

En cuanto al Test de Idoneidad, permite evaluar los productos y riesgos que se adaptan al perfil del cliente. Está pensado para servicios de asesoramiento y de gestión discrecional de carteras, tratando de certificar que las recomendaciones prestadas por la entidad se adaptan a las circunstancias y necesidades del cliente. Para ello, cuestiona al cliente sobre sus conocimientos, experiencia, riesgos que quiere asumir, datos financieros, objetivos etc. El objetivo del Test de Idoneidad es evaluar que las operaciones concretas que se recomiendan a clientes cumplan una serie de criterios: 1/ responda a los objetivos de inversión del cliente, 2/ el riesgo de inversión sea asumible para el cliente y coherente con sus objetivos de inversión, 3/ la naturaleza de la operación se adapte a la experiencia y a los conocimientos del cliente, de forma que comprenda los riesgos asociados a la operación. En caso de que la información sea incompleta o el resultado de los test no sea el adecuado, la entidad no debe prestar el servicio o vender el producto. Es importante añadir que la vigencia del test no es ilimitada, por lo que los clientes deben ratificar la vigencia del mismo periódicamente. En el Anexo 2 de este trabajo se presenta un test de Idoneidad de una entidad de crédito.

GRÁFICO 2: NORMATIVA MIFID.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA.

La relación entre la entidad y el cliente no debe presentar confusiones ni ambigüedades, de forma que el cliente debe tener claro el servicio que se le está prestando y la posición de la entidad que se lo presta, bien como asesor o como mero intermediario. El objetivo es permitir que todos los inversores que reciben una recomendación personalizada puedan beneficiarse del procedimiento de evaluación de la idoneidad que les otorga la Ley. De la misma forma, aquellos inversores que no reciban asesoramiento en materia de inversiones podrán reconocer sin ningún tipo de dudas, la parte de responsabilidad que asumen al tomar ellos mismos las decisiones de inversión sin mediar una recomendación personalizada con las garantías que eso supone.

La Directiva también trajo consigo la exigencia de constancia documental de la recomendación, ya fuera por escrito u otro medio fehaciente. Posteriormente, en 2009, la CNMV creó un registro específico que debían mantener (Resolución 7 de octubre de 2009) las empresas que presten servicios de inversión. En dicho registro debe anotarse la constancia escrita o fehaciente de la recomendación, en la que se recoja: el cliente minorista al que se presta el servicio, la propia recomendación y el instrumento financiero o cartera recomendado

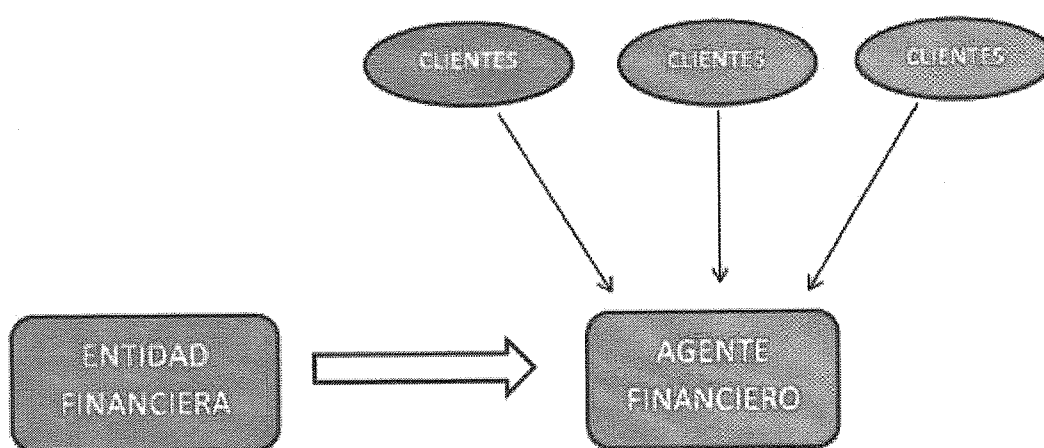
Como hemos mencionado anteriormente, la normativa da una mayor protección al inversor cuando el servicio que recibe es el asesoramiento. Por este motivo es tan importante una clara delimitación entre el asesoramiento financiero y la mera comercialización y oferta de productos. Dicha distinción resulta de gran relevancia, teniendo en cuenta que determina si es necesario realizar el test de idoneidad o no. El CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores), publicó en el año 2010, un documento denominado "Question and answers, understanding the definition of Advice under MIFID", en el que se recogían una serie de preguntas y respuestas que delimitaban el alcance del concepto de asesoramiento de inversiones. La CNMV, partiendo de dicho documento, elaboró en el mismo año, una Guía sobre la Prestación del Servicio de Asesoramiento en materia de inversión, en la cual se recogen diferencias entre comercialización y asesoramiento en materia de inversión. La Guía de la CNMV (2011) establece que para que concurra asesoramiento financiero en materia de inversión deben cumplirse una serie de requisitos:

- 1/ La recomendación debe incluir un componente de opinión y no limitarse únicamente a dar una información o explicación de las características y riesgos de una operación o servicio.
- 2/ Debe realizarse en relación con uno o más instrumentos financieros concretos y no de forma genérica respecto a un tipo de productos financieros.
- 3/ Debe ser personalizada, atendiendo a las diferentes circunstancias de cada cliente, de manera que sea idónea para el perfil de cada inversor.
- 4/ No se prestará a través de medios que consistan exclusivamente en canales de distribución dirigidos al público en general como por ejemplo anuncios en prensa.

El documento publicado por el CESR y la posterior Guía de la CNMV no han sido los únicos responsables del fin de la pretérita confusión existente entre el concepto de vender o comercializar un producto y el concepto de aconsejar o asesorar. Anteriormente, en 2007, la normativa MIFID I ya diferenciaba dos figuras, por un lado la del comercial o agente financiero y por otro la del asesor financiero. La principal diferencia entre ambas es que el agente financiero está vinculado a una empresa de servicios de inversión. Dicho vínculo no existe entre el asesor y dichas empresas. La directiva 2004/39/CE, en su artículo cuatro define al agente vinculado como la persona física o jurídica que, bajo la responsabilidad plena e incondicional de una sola empresa de inversión por cuya cuenta actúa, promueve la inversión o servicios auxiliares ante clientes o posible clientes, recibe y transmite las instrucciones u órdenes de los clientes sobre instrumentos financieros o servicios inversión, coloca instrumentos financieros, presta asesoramiento a clientes o posibles clientes con respecto a esos instrumentos financieros o servicios. Podemos extraer de la definición

que la figura del agente financiero nace al amparo de una empresa de servicios de inversión, a la cual está vinculado mediante una relación laboral, que le encomienda tareas de promoción y comercialización de los servicios que ofrece. Desarrollarán su trabajo en exclusiva para una empresa o para varias del mismo grupo, y en ningún caso adquirirán la representación del inversor o cliente ni desarrollarán actividades que puedan generar conflictos de interés. Los agentes financieros no pueden recibir dinero, honorarios, comisiones o cualquier otro tipo de pago del cliente, de manera que sus ingresos únicamente podrán provenir de la entidad a la cual está vinculado, que está obligada a inscribirlo en el registro de la CNMV.

GRÁFICO 3: AGENTE FINANCIERO.

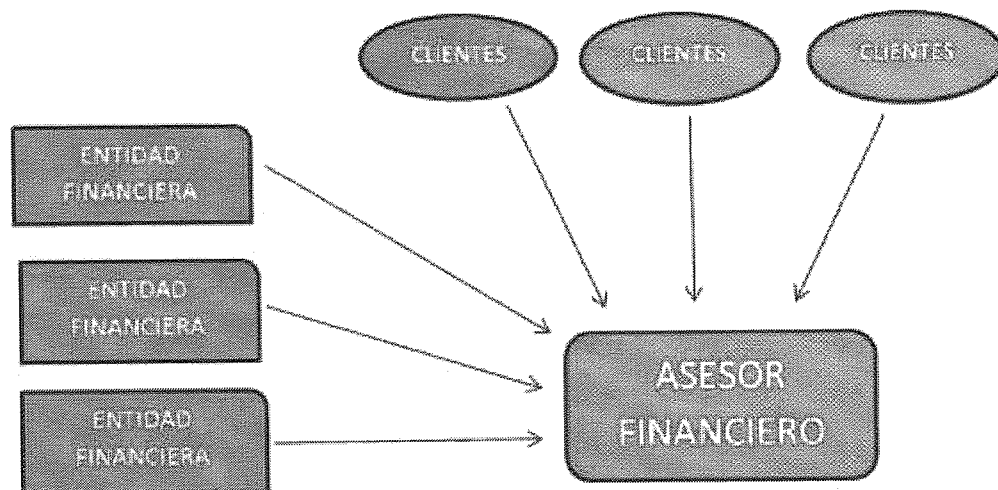


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Es importante añadir en relación con la figura del agente financiero, que su vinculación con una empresa de inversión no le exime de los requisitos de honorabilidad, conocimientos y experiencias adecuadas para el desarrollo profesional, que como veremos a continuación, le son exigidos a la figura del asesor financiero.

El asesor financiero, al contrario que el agente, tiene la obligación de revelar sus emolumentos y debe tener pactos de colaboración con más de una firma al mismo tiempo. Por tanto, para garantizar su independencia, no podrá alcanzar acuerdos de exclusividad con una sola entidad o estar vinculado a un producto de inversión.

GRÁFICO 4: ASESOR FINANCIERO.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Con respecto a la diferenciación entre la figura del asesor y del agente, nos gustaría señalar que, en la conferencia organizada por EFPA en Santiago de Compostela, denominada “IV Encuentro EFPA de Asesores Financieros”, los días 9 y 10 de octubre de 2014, se hizo referencia a la distinción que establece la normativa MIFID entre el agente y el asesor financiero; sin embargo, no siempre parece que se lleve a cabo ya que, en la propia conferencia, muchos agentes financieros, citándonos a la definición de esta figura que nos aportó la normativa, se autodenominaban asesores financieros, lo cual puede causar confusión y engaño a los clientes de los servicios financieros. Sin duda, el asesor financiero tiene un valor añadido con respecto al agente, y muchas entidades financieras y agentes que trabajan para ellas tratan de aprovecharse de esta circunstancia.

Como hemos señalado, la normativa MIFID ha conseguido finalizar con la confusión entre las figuras del asesor financiero y el agente financiero, aunque esto no se refleje adecuadamente en la realidad. Pero no ha conseguido aplacar otro conflicto de intereses. Y es que en la mayoría de casos, los que prestan asesoramiento son los mismos que crean el producto y lo comercializan, por lo que su recomendación es cuanto menos sesgada. ¿Recomiendan el producto más rentable para la entidad o el que mejor se adapta al perfil e intereses del cliente? A esta pregunta trataremos de darle respuesta en el apartado 7.

Según Víctor Alvargonzález, director de Inversiones de TRESSIS Sociedad de Valores y uno de los pioneros en la creación de EAFI en nuestro país, hay un monopolio de la oferta, motivo por el que el asesoramiento sigue consistiendo en la mera colocación de productos por parte de las entidades. Según Alvargonzález, “si no se apoya el desarrollo de una alternativa al sistema de distribución bancario de

productos, este país se encamina a una esclerosis financiera". (Victor Alvargonzález, 2012)

Con respecto a los incentivos, MIFID I permite que el asesor financiero pueda cobrar incentivos de terceros únicamente cuando:

- Aumenten la calidad del servicio
- El cobro de esos incentivos no suponga ir en contra del interés óptimo del cliente.
- Se comunique al cliente la existencia de esos incentivos de forma clara, exacta y comprensible.

Los requisitos que legitiman los incentivos, parecen cuanto menos, difíciles de cumplir. Y es que, es inevitable que generen conflictos de intereses, resultando casi imposible el cumplimiento de la obligación de actuar en el mejor interés del cliente. ¿Cómo pueden unos incentivos mejorar la calidad del servicio prestado?

Por tanto, MIFID I permite que nos encontremos con asesores financieros que únicamente cobran del cliente por la prestación del servicio de asesoramiento y otros asesores financieros que cobran incentivos de terceros por vender sus productos o aportarles clientes. Existe mucha conflictividad en torno a este tema, pues diversos expertos consideran que los incentivos de terceros restan independencia a la labor del asesor. La corriente contraria afirma que la figura del asesor financiero no es viable si sus ingresos derivan únicamente del cliente, ya que en España no existe la cultura de pagar por el asesoramiento financiero como sí existe a la hora de pagar por asesoramiento médico. Esto contrasta con la cultura de otros países como el Reino Unido, donde la mayoría de las familias cuenta con los servicios de un asesor financiero. Actualmente, la ley permite el cobro de incentivos de terceros o retrocesiones con los requisitos que vimos anteriormente, pero la polémica envuelve este tema. En Marzo de 2007, el Comité of European Securities Regulators (CESR) estableció que se pueden cobrar retrocesiones si el asesoramiento no es sesgado y el cliente es informado de forma adecuada, lo cual puede parecer una contradicción.

La normativa MIFID obliga al cumplimiento por parte de las entidades que presten asesoramiento financiero de una serie de requisitos legales, organizativos y tecnológicos. Estos requisitos se traducen en la necesidad de inversión en capital humano, formación y nuevas tecnologías entre otros, que no todas las entidades están en disposición de cumplir.

Finalmente, entre los grandes retos que establece la MIFID, también se disponen obligaciones a las autoridades competentes de los distintos Estados Miembros. Con el fin de que el proceso de integración y armonización sea un éxito, las autoridades competentes deben cooperar e intercambiar la información necesaria para realizar las funciones que le encomienda la normativa de forma eficaz.

En definitiva, la nueva directiva de mercados y servicios de inversión, supone cambios fundamentales para los asesores financieros y para las entidades de crédito. La normativa MIFID debe utilizarse y cumplirse para proteger al cliente, no como escudo frente a las quejas de los mismos.

3.2 Reforma normativa europea, MIFID II

Desde la entrada en vigor de MIFID I a finales de 2007, el escenario del sector financiero ha cambiado. Se ha incrementado la competencia, ha evolucionado la tecnología, ha irrumpido la crisis financiera y se ha producido un incremento de la complejidad de los productos financieros. Muchos de estos productos se han vendido de forma controvertida, aprovechándose del desconocimiento de los inversores y de la manipulación de información. El incremento de la complejidad de los productos y servicios financieros y el hecho de que las recomendaciones personalizadas tengan cada vez mayor peso en las decisiones de los clientes, exigen un reforzamiento de las normas de conducta, especialmente en materia de transparencia de las condiciones en que se preste asesoramiento financiero, con requisitos de información mayores.

Cuando había transcurrido poco tiempo desde la entrada en vigor de MIFID I, la Comisión Europea planteó la necesidad de revisarla. La reforma se justifica en las deficiencias detectadas en algunas de las disposiciones, las cuales, no han sido eficaces y no han proporcionado los niveles de protección adecuados a los inversores ni han evitado la comercialización de productos inadecuados, lo cual ha generado importantes pérdidas de capital. MIFID II intenta corregirlo reforzando las normas de conducta entre otras medidas.

La Comisión Europea publicó su propuesta de modificación de la Directiva MIFID en octubre de 2011. No obstante, el proceso legislativo europeo exige la aprobación conjunta del nuevo texto por parte del Parlamento Europeo y el Consejo. Ambas instancias, han ido realizando enmiendas al texto original, motivo por el cual se ha retrasado la entrada en vigor de MIFID II. En abril de 2014 el Parlamento Europeo aprobó la nueva Directiva 2014/65/EU y fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea en junio de ese mismo año. A partir de ese momento, los Estados Miembros tienen un plazo de treinta meses para incorporar la directiva a los ordenamientos nacionales. La aplicación práctica de MIFID II en España no tendrá lugar hasta 2016.

¿Qué novedades se incorporan en MIFID II?

Se aumentan los requisitos de información previa sobre el servicio de asesoramiento de inversión, de tal manera que, las entidades deben proporcionar a sus clientes y potenciales clientes un amplio abanico de información: si el asesoramiento es totalmente independiente, la existencia o no de honorarios por el servicio, si se basa en un análisis global del mercado o específico, la gama de productos de inversión e instrumentos financieros en los que se basará la recomendación etc. Dicha información deberá presentarse al cliente con la suficiente antelación.

Con respecto a la actual normativa, se mantiene la necesidad de que el asesoramiento de inversión se preste en condiciones de idoneidad, realizando a tal efecto, una evaluación completa del cliente. Se refuerza la información a recabar del cliente sobre su situación financiera, exigiendo que incluya referencias a la capacidad del cliente a soportar eventuales pérdidas y a su tolerancia al riesgo.

En materia de obligaciones postcontractuales, es novedad de MIFID II el deber de proporcionar a los clientes no profesionales una explicación o justificación de las recomendaciones realizadas, exponiendo de qué forma el asesoramiento prestado se ajusta a las características personales de cada cliente. No obstante, esta novedad de la normativa europea, ya se lleva a la práctica en España desde mediados de 2012, cuando entró en vigor el Real Decreto Ley 24/2012 de reestructuración y resolución bancaria, el cual introduce modificaciones a la Ley del Mercado de Valores que afectan a la comercialización de productos financieros y servicios en materia de inversión.

En paralelo con la exigencia de la MIFID II de entregar al cliente una justificación de la idoneidad de cada recomendación, el ordenamiento interno, específicamente, la Ley 9/2012 establece la obligación de entregar al inversor una copia del documento que recoja la evaluación de la conveniencia realizada. La CNMV también requiere que la entidad recabe copia firmada por el cliente del documento acreditativo de la conveniencia, en el que debe figurar la fecha.

Además, la citada ley 9/2012, crea un registro de productos cuya conveniencia haya sido evaluada negativamente, exigiendo a las entidades a mantener en todo momento el registro actualizado de sus clientes y los productos no adecuados para ellos. El objetivo de dicha medida es impedir que pueda ofrecérsele a un cliente un producto que previamente haya sido considerado no conveniente para el mismo.

En la revisión de MIFID, debido al incremento de la complejidad de los productos financieros, se ha remarcado la necesidad de que las personas que presten asesoramiento financiero o comercialicen productos financieros, cuenten con un nivel suficiente de conocimientos y experiencia. Si la persona que presta el asesoramiento no comprende un determinado producto, difícilmente podrá recomendarlo o informar sobre él a los clientes. Por ello la normativa exige a las entidades que verifiquen que los empleados que presten asesoramiento cuenten con los conocimientos suficientes para cumplir con las garantías y los principios legalmente establecidos. Además, las autoridades competentes, podrán instar a las entidades a demostrar que cumplen con este requisito.

En lo relativo a la relación entre las entidades y los clientes, la incorrecta definición de las retribuciones que deben percibir los responsables de la comercialización de productos financieros, ha contribuido a generar incentivos inadecuados en la venta de productos financieros que no se ajustaban a las necesidades de los clientes. Por este motivo, para aumentar la protección del cliente, MIFID II establece la necesidad de que las entidades que presten servicios de inversión no remuneren ni evalúen el rendimiento de sus empleados de manera que entorpezca la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes. De forma que, no deben establecerse remuneraciones ni objetivos de venta que puedan incentivar a los empleados a recomendar un instrumento financiero cuando exista otro diferente que satisfaga mejor las necesidades del cliente. Particularmente, está medida nos parece ineficaz, ya que si una entidad incentiva a sus empleados a vender un determinado producto y no otro, es altamente probable que su propósito no sea satisfacer las necesidades de los clientes y sí, la búsqueda de mayores beneficios.

Frente a la posición de la normativa actual, que se centra en la conducta de las entidades en el momento de la comercialización de productos, MIFID II mejora la regulación preventiva, introduciendo el principio de gobernanza de productos, estableciéndose de forma novedosa, diferentes requisitos aplicables a las fases de desarrollo y lanzamiento de productos. El propósito de esta medida es que los productos financieros se adecuen a las necesidades de los clientes y que las entidades utilicen estrategias de distribución coherentes. Las entidades que decidan emitir un producto, deberán contar con un procedimiento de aprobación de productos, que debe incluir la necesidad de definir un público objetivo para el producto, evaluándose los riesgos para esa categoría de clientes. Esta medida tiene carácter periódico, debiendo las entidades, revisar que el producto sigue respondiendo a las necesidades del público objetivo. Es importante señalar que, la definición del público objetivo no sustituye en ningún caso a la obligación de evaluar la idoneidad o la conveniencia del producto que deben realizar las entidades al prestar servicios de inversión.

Otras medidas importantes que afectan al citado proceso de aprobación son:

- Realizar un estudio del comportamiento del producto en distintos escenarios, valorando los riesgos de resultados negativos y las circunstancias en que dichos resultados podrían presentarse.
- Comprobar que la estructura de costes sea transparente y comprensible para el producto.
- Proporcionar las entidades emisoras, toda la información necesaria a los distribuidores para que puedan comprender y vender de forma adecuada el producto.

La normativa otorga a los principios de gobernanza de productos una importancia capital, habilitando a las autoridades correspondientes a suspender la comercialización de productos financieros cuando una entidad no haya cumplido los requisitos anteriormente expuestos.

La siguiente novedad, relacionada con los incentivos, es de importancia capital. Y es que MIFID II incorpora el concepto de Asesoramiento Independiente, como una nueva categoría de asesoramiento cuya característica principal es realizar el análisis de un gran número de instrumentos financieros, antes de prestar el consejo de inversión al cliente. Se resalta además, que dichos instrumentos financieros no podrán pertenecer a unas pocas entidades con las que el asesor tenga algún tipo de vínculo estrecho¹ o haber sido todos emitidos o distribuidos por la propia entidad que asesora, de manera que deben estar diversificados.

¹ El concepto de "vínculo estrecho" está definido en la MIFID II e incluye cualquier tipo de relación jurídica o económica, como por ejemplo una relación contractual tan estrecha que pueda poner en riesgo la independencia del asesoramiento prestado

De esta forma, los asesores financieros independientes tienen un valor añadido, que será muy atractivo para los inversores o usuarios, pero como contrapartida, la norma prohíbe a los profesionales que se cataloguen o presenten como independientes, el cobro de incentivos de terceros, y en particular de emisores o proveedores de productos financieros. El objetivo de la medida es eliminar conflictos de interés potenciales. Para las entidades que no se cataloguen como independientes, se mantiene el régimen de MIFID I. El objetivo último es que el asesor independiente actúe exclusivamente en pro de los intereses del cliente y no esté contaminado por otros intereses. Aquí reside una de las principales diferencias de MIFID II respecto a su predecesora. De esta forma, MIFID II seguiría parcialmente el modelo anglosajón en el cual, los asesores financieros únicamente pueden recibir remuneraciones de sus clientes y no de terceros. Esto supondrá un enorme cambio, ya que los clientes españoles están acostumbrados a pagar comisiones bajas, en relación a las que se cobran en otros países por la gestión discrecional de carteras, y a no pagar por el asesoramiento financiero.

En cualquier caso, la nueva directiva recoge la facultad de los Estados Miembros para, en circunstancias excepcionales y de forma proporcionada y justificada, imponer a las entidades requisitos adicionales a los contemplados en la propia directiva. Cabe por tanto, la posibilidad de que los Estados Miembros prohibieran la percepción de incentivos en ámbitos distintos al del asesoramiento independiente, como ya han hecho Reino Unido y Holanda por ejemplo.

MIFID II recoge de forma más detallada que su predecesora, la obligación de informar al cliente sobre los costes y gastos asociados a los servicios de inversión y servicios auxiliares, así como los propios de los productos financieros. El objetivo es mejorar la transparencia y comparabilidad de los productos financieros y de los servicios de asesoramiento. La información sobre costes y gastos debe recoger todos aquéllos que generen el servicio prestado y el instrumento financiero, siempre que no se deban a un riesgo del mercado subyacente. Las comisiones que la entidad reciba de terceros deberán constar en la información de costes destinada al inversor. Los distintos conceptos de coste deben ser agregados, de manera que se muestre el efecto acumulado sobre el rendimiento de la inversión, aunque los clientes podrán solicitar un desglose por conceptos.

La nueva normativa trata de asegurarse que todos los inversores reciban asesoramiento antes de realizar operaciones de determinada complejidad. MIFID II restringe la operativa conocida como "solo ejecución", consistente en la recepción de la orden del cliente y su mera ejecución. Dicha operativa ha generado la adquisición, por parte de muchos inversores, de productos que a la postre se han manifestado inapropiados para el perfil del cliente que los contrató. Incluso en muchas ocasiones, es muy poco creíble que los clientes hayan contratado determinados productos sin una intervención previa de la entidad. Por este motivo, con la nueva legislación, el mecanismo de "solo ejecución" prácticamente solo será adecuado en operaciones sobre productos no complejos adquiridos al contado. Por este motivo, es de vital importancia la distinción entre productos complejos y no complejos.

Es importante señalar que no complejo no es sinónimo de no arriesgado. MIFID I no aporta una definición de producto complejo, sino que se limita, en su

artículo 19.6, a enumerar una lista de productos que se consideran no complejos como las acciones negociadas en mercados regulados y a proporcionar ciertos criterios para la consideración de un producto como no complejo. Este déficit de MIFID, trató de subsanarlo CESR mediante la publicación a finales de 2009 del documento “Q*A MIFID complex and non complex financial instruments for the purposes at the Directive’s appropriateness requirements”, y la CNMV con la “Guía sobre la catalogación de instrumentos financieros como complejos o no complejos”.

MIFID II se decanta por una creciente regulación e importancia del asesoramiento como forma de relacionarse las entidades con los inversores. Frente a esto, la ejecución a iniciativa de los clientes pierde peso y deja de considerar una operación normal o habitual.

Para frenar la comercialización indiscriminada de productos complejos a inversores minoristas, MIFID II refuerza las atribuciones de las entidades supervisoras competentes, permitiéndoles prohibir o restringir la comercialización, distribución y venta de cualquier instrumento financiero si se suscita una preocupación significativa sobre la protección del inversor, o una amenaza al correcto funcionamiento y a la integridad de los mercados financieros. Es importante señalar que, esta potestad no implica que deba producirse una autorización o aprobación previa por parte de las entidades competentes de los productos que se vayan a comercializar. Las medidas que adopten las entidades supervisoras deben ser proporcionadas, atendiendo al riesgo identificado y a las diferentes circunstancias. Además, para evitar daños a terceros, las autoridades nacionales competentes tendrán que consultar a las autoridades de los otros Estados Miembros que puedan verse afectados y comprobar que su actuación no tenga efectos discriminatorios sobre los servicios de otro Estado Miembro. Las competencias de las autoridades nacionales se han complementado con el establecimiento de un mecanismo a nivel europeo que actúe en el caso de que alguna autoridad nacional no lo hubiera hecho. Este papel le corresponde a ESMA (European Securities and Markets Authority) cuando se trate de instrumentos financieros y a EBA (European Banking Authority) para los depósitos estructurados.

Otra de las novedades de MIFID II es que considera sujetos a sus disposiciones a instrumentos financieros que la predecesora no contempla. Y es que MIFID I no regula los conocidos como productos bancarios, quedando fuera de su ámbito los depósitos, fueran estructurados o no. De esta manera, los inversores que contratan estos productos quedan al margen de la protección que la directiva europea otorga a los instrumentos del mercado de valores. Y esto, sin duda, ha sido una de las lagunas más importantes de MIFID I, la cual, bajo la influencia del sector, ha considerado como depósitos, y por tanto, productos bancarios, a los productos estructurados con garantía de capital. La garantía del 100% del capital, hacía que un producto se considerase seguro y apto para clientes conservadores sin experiencia ni conocimientos en materia de inversión. El “riesgo emisor” o la probabilidad de que el emisor de los productos financieros o el garante del capital quebrase fue durante muchos años casi inexistente por lo que los comercializadores de estos productos se olvidaron del mismo. La quiebra de Lehmann Brothers en el año 2008 hizo que la industria y especialmente los inversores abrieran los ojos. Sin embargo, los productos estructurados sin garantía de capital, si están regulados por MIFID I. La nueva

normativa, incluye a todos los depósitos estructurados aunque garanticen el 100% del capital.

Por otro lado, para la prestación de servicios a clientes minoristas, MIFID II exige a las entidades financieras residentes fuera del espacio de la Unión Europea, tener una sucursal radicada en un país de la Unión. Estas sucursales deberán cumplir con las mismas normas de organización, transparencia y conducta, que las entidades locales. El objetivo de esta medida es homogeneizar la normativa de los diferentes países de la Unión y someter a un mayor grado de control a las entidades, ya que hasta ahora, las entidades financieras residentes fuera del territorio comunitario, podían prestar sus servicios a clientes en régimen de libre prestación de servicios, sin necesidad de un establecimiento permanente.

4. Irregularidades en la práctica financiera y conflictos de interés

Antes de nada, es importante señalar, que pese a que son el objeto principal de este trabajo, no son solo las irregularidades en el asesoramiento prestado por muchas entidades, las políticas de incentivos de los asesores financieros, o la búsqueda de buenos resultados de las entidades financieras, las que han generado inversiones inadecuadas. Son muchos los factores coyunturales que han confluído para generar la crisis en el sector.

Conocer el porcentaje de culpa que han tenido las irregularidades en la prestación del asesoramiento o el bajo nivel del mismo en la crisis del sector se antoja muy complicado. En un intento de conseguir un mayor control y seguridad, la CNMV ha introducido en sus guías y aclaraciones, el concepto de trazabilidad, disponiendo que las recomendaciones prestadas por las entidades a sus clientes y las operaciones que efectivamente realizan éstos, deben ser trazables. Pero, sin duda, se trata de una tarea muy compleja, ya que la libertad de elección de los clientes y la necesidad de procesos definidos y registrados lo dificultan. En muchas ocasiones, los clientes deciden variar, unilateralmente, factores como el importe, los valores o el tiempo que le han recomendado. En definitiva, la trazabilidad todavía tiene mucho camino por delante, ya que es muy compleja su puesta en práctica.

Desde el año 2007 en España, las relaciones entre los ahorradores e inversores y las entidades financieras no pasan por su mejor momento. Gran parte de culpa la tienen los escándalos financieros causados por las malas prácticas bancarias y el incremento de la complejidad del entorno financiero en los últimos años.

Son muchos los clientes afectados por la venta de diferentes productos financieros en diversas entidades financieras, que han denunciado esas malas prácticas. En muchos casos, se acusa a las entidades financieras de haber vendido productos muy complejos a clientes con un patrimonio relativamente pequeño y cuyos conocimientos y experiencia en materia de inversión son escasos. Dichos productos

fueron vendidos con altas expectativas de rentabilidad, pero omitiendo información sobre la alta volatilidad de los mismos, dejando al cliente desprotegido. El proceso de venta de muchos productos fue opaco y las entidades financieras se apoyaban en ocasiones, en un lenguaje poco comprensible para el cliente, para que el mismo accediera a efectuar la operación.

En España, una parte importante de las denuncias tienen como objeto la falta de transparencia en el proceso de venta de productos financieros como los swaps y las preferentes. Muchos clientes y posteriormente la justicia, han considerado que dichos productos, por su complejidad, solo deberían haberse comercializado a otras entidades o clientes con altos niveles de experiencia y conocimientos, y no a cualquier cliente o inversor. Por este motivo, son muchas las sentencias existentes en España, que fallan a favor del cliente fundamentándose en un error de consentimiento, motivado por la existencia de información incompleta y poco transparente. Diferentes sentencias califican, en muchos casos, la información prestada por las entidades financieras como incomprensible, cargada de excesivo argot financiero y legal, insuficiente, engañosa e incluso disponen que el cliente no contó con el suficiente tiempo para examinar dicha información, encontrándose en el momento de la firma con cláusulas que no habían leído anteriormente.

Debe señalarse que uno de los principios fundamentales que garantiza el correcto funcionamiento del mercado en general y del financiero en particular, es la libertad contractual. No obstante, la defensa de dicha libertad no es incompatible con la defensa de la parte más desprotegida, el cliente o inversor. Es fundamental evitar el abuso de poder por parte de las entidades financieras, para imponer condiciones injustas. Al respecto, se manifiesta el Tribunal Supremo en su sentencia del 16 de Diciembre de 2009, en la cual, califica como "abusivas" unas cláusulas establecidas en un contrato por parte de una entidad financiera. También se manifestó al respecto la Comisión Europea, estableciendo la obligación de que las cláusulas y condiciones del contrato deben ser claras y entendibles, evitando la complejidad y la letra pequeña.

El deterioro de la relación entre los bancos y los clientes también se ha traducido en el incremento de quejas, reclamaciones y sugerencias por parte de los clientes ante los Servicios de Reclamaciones de los organismos que supervisan el sistema financiera español, que son el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

A la espera de evaluar la mejora en la protección de los clientes que supondrá la transposición al ordenamiento interno de la normativa MIFID II, una cosa está clara, MIFID I no ha funcionado como se esperaba y como afirma Antonio Moreno, Director General del Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV, "se ha constatado que la MIFID fue diseñada antes de la crisis financiera" (Moreno, 2011, p.4.).

Pero la ineficacia de la normativa actual no se debe únicamente a los déficits y lagunas de la misma, sino también al reiterado incumplimiento de sus disposiciones, por parte de los agentes intervinientes en el mercado financiero, especialmente las entidades de crédito. Las mismas, han convertido la normativa MIFID I en papel mojado.

En nuestro afán de verificar dicha realidad y tener pruebas objetivas que pudieran acompañar a este trabajo, nos pusimos en contacto con diferentes despachos de abogados que defienden los derechos de muchos clientes en el ámbito de la contratación de productos bancarios. De esta forma obtuvimos testimonios de diferentes afectados por la venta de productos financieros que aseguraban no saber de la existencia del Test de Conveniencia o Test de Idoneidad. Alguno de estos afectados se acercó por su sucursal bancaria a preguntar por qué no se les había realizado ningún Test. La respuesta de la entidad bancaria fue sorprendente, ya que afirmaban haber realizado dichos Test. A petición de sus clientes, se los entregaron y estos, nos los han cedido desinteresadamente. Por este motivo, con su permiso y respetando su derecho a permanecer en el anonimato, incorporamos uno de estos Test como Anexo 1. En el mismo, podemos observar como las respuestas se rellenan de manera unilateral por parte de la entidad, sin requerir tan siquiera la firma del cliente.

En definitiva, por muy completa y protectora del cliente que sea la normativa, si se incumple de forma flagrante sin consecuencias, no sirve de nada. Los Test de Conveniencia e Idoneidad no deben hacerse de forma automática, no deben quedarse en un simple formulismo.

Vamos a centrarnos a continuación en los potenciales conflictos de interés que pueden surgir en la prestación del servicio de asesoramiento.

4.1 Conflictos de interés

El RD 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, establece una serie de supuestos de hecho en los que es previsible que se manifiesten conflictos de interés:

- 1/ La entidad o persona que presta asesoramiento financiero puede obtener un beneficio financiero o evitar una pérdida financiera a costa del cliente.
- 2/ La entidad o persona que presta el servicio, tiene un interés en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente.
- 3/ Cuando la entidad o persona que presta asesoramiento financiero, tiene incentivos financieros o de cualquier otro tipo para favorecer los intereses de terceros clientes.
- 4/ La actividad profesional es idéntica a la del cliente.

Los prestigiosos académicos, Sendhil Mullainathan (Harvard University), Markus Noth (University of Hamburg) y Antoinette Schoar (MIT) realizaron un trabajo de investigación titulado "The Market for Financial Advice : An audit study", cuyas conclusiones son muy clarificadoras. Dicho estudio fue publicado en 2011 por la NBER (National Bureau of Economic Research), organización americana sin ánimo de lucro. En el mismo trataban de detectar y medir los sesgos e interferencias en el asesoramiento financiero de forma empírica. Para ello, contrataron y entrenaron a un grupo de auditores cuyo objetivo era visitar a asesores financieros. Los auditores fingían ser clientes que buscaban un producto de inversión para sus ahorros, teniendo

cada auditor diferentes características demográficas, personales y financieras. Dicho estudio llegó a unas conclusiones poco alentadoras: Los asesores financieros tenían un sesgo excesivo hacia productos de gestión activa, productos estructurados y en general, aquéllos con mayores comisiones. Tendían a no recomendar productos de inversión pasiva, que suponen menores comisiones. En definitiva, del estudio se desprende que los asesores financieros recomendaban aquellos productos que les suponían mayores ingresos aunque no fueran idóneos para los clientes, de forma que reaccionaban en exceso a sus propios incentivos.

El riesgo de que se pongan de manifiesto conflictos de interés entre las entidades que prestan asesoramiento financiero y sus clientes se ha incrementado debido a la creciente gama de productos y servicios que ofrecen las propias entidades de crédito. La existencia de asimetrías de información han generado y continúan haciéndolo, desequilibrios sustanciales que terminan perjudicando al inversor minorista, que suele ser el que dispone de un menor acceso a la información. Con la aprobación de MIFID I se trató de frenar este problema, exigiendo a las entidades que dispongan de una estructura organizativa y unas políticas y procedimientos adecuados para identificar, prevenir, gestionar e informar de los conflictos de interés. Así, por ejemplo, una entidad financiera que ofrece a su clientela como producto de inversión sus propios valores, es decir valores emitidos por la misma, debe identificar el conflicto y tomar las medidas oportunas que eviten perjudicar al inversor final. ¿Cumplen las entidades con la normativa vigente? ¿Velan por los intereses de sus clientes? Todo parece indicar que no. Y lo que es peor, según ponen de manifiesto en sus sentencias muchos Tribunales españoles, no se han limitado únicamente a ocultar información o saltarse medidas de protección del cliente, sino que han engañado al inversor. Vamos a analizar uno de los múltiples casos que han golpeado al inversor en nuestro país, la salida a Bolsa de Bankia.

4.2 La salida a bolsa de Bankia

El 20 de julio de 2011 salió a bolsa el 55% de Bankia, a un precio de 3.75 € por acción. La salida a bolsa de la entidad estuvo apoyada por una enorme campaña publicitaria en los medios de comunicación en la que Bankia animaba a sus propios clientes minoristas a comprar acciones desde 1.000€. La campaña informativa fue fraudulenta pues prometían un dividendo estable y reflejaban unos beneficios irreales.

La entidad captó 3.092 millones de euros. Menos de un año después, el 25 de mayo, a petición de Bankia, la CNMV suspendió la cotización de las acciones, que el día anterior habían cerrado a 1.57, menos de la mitad del precio de salida. El valor de las acciones se desplomó, situándose en 1.36€ el 28 de mayo. Ese mismo día, el consejo de administración de BFA (Banco Financiero y de Ahorros), matriz de Bankia, anunció que tras reformular las cuentas de 2011, que en el día de su publicación reflejaban cuantiosos beneficios, el banco tuvo unas pérdidas que superaban los 3.000 millones de euros. Como consecuencia de esto, el FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) nacionalizó el 100% de BFA y se quedó como el único propietario de la entidad, e indirectamente del 45% de Bankia. El 55% restante era de los

inversores que aportaron capital en el momento de la salida a bolsa. Por entonces, 27 de junio, las acciones de Bankia cotizaban a 0.90€. El 2 de Enero de 2013, Bankia fue excluida del IBEX. Durante el primer semestre de 2013, Bankia efectuó un proceso de recapitalización, con medidas como una reducción del valor nominal de los títulos y un contrasplit mediante el cual se produjo la agrupación de acciones en una proporción de 100 a 1, lo que terminó por confirmar las cuantiosas pérdidas de los inversores, superiores al 99% de lo invertido.

El proceso de salida a bolsa de la entidad Bankia está en entredicho, ya que gran parte de los inversores que adquirieron sus acciones fueron pequeños ahorradores poco informados y carentes de los conocimientos necesarios para valorar los riesgos a los que se enfrentaban. Los empleados de Bankia recibieron directrices de sugerir de forma insistente, la compra de acciones, a todos los ahorradores con depósitos en la entidad.

La oferta pública de venta se les presentó a los clientes como una gran oportunidad, aportándoles como documentación explicativa de esos títulos, un Tríptico Informativo y el Folleto de Emisión, según los cuales la entidad había obtenido grandes beneficios. Muchos clientes confiaron en la bondad de la información que les aportaban los empleados de la entidad, que hablaban de un producto totalmente fiable y de rentabilidad asegurada. Los mismos documentos fueron entregados a los organismos reguladores, y en base a ellos se fijó el precio de la emisión. Pero la realidad era otra, y poco tiempo después salieron a luz las millonarias pérdidas de la entidad. Se ocultó la grave situación de insolvencia de la entidad, que hacía peligrar los fondos aportados por los accionistas, a quienes no se les facilitó ninguna información segura o fiable sobre la situación contable de la entidad. En todo momento, los clientes catalogados como minoristas, atendiendo a la normativa MIFID, carecían por completo de medios a su alcance o conocimientos que les pudiera permitir el poner en duda la veracidad de la información facilitada por la entidad. Y ello, máxime, si tenemos en cuenta que ni los propios organismos reguladores (Banco de España y CNMV), dotados de muchos medios a su alcance, pudieron caer en la cuenta de que la información no se ajustaba a la realidad.

Obviamente, todo inversor es consciente de que una inversión en acciones conlleva un riesgo, siendo posible un descenso de la cotización por las razones que fueran. Pero lo que sucedió en este caso, nada tiene que ver con un riesgo normal como el reflejado en el Folleto y Tríptico, habida cuenta que la situación patrimonial reflejada en estos, nada tenía que ver con la real, puesta de manifiesto poco tiempo después.

En definitiva, los accionistas de Bankia han perdido su dinero como consecuencia de la Oferta Pública de Venta de sus acciones, ofreciendo un producto de mucho riesgo, incluso "basura" a inversores particulares y en muchos casos, adversos a todo tipo de riesgo. Un producto que los clientes compraron más por confianza en el gestor comercial de la sucursal, que porque supiesen donde estaban metiendo sus ahorros. Algo parecido a lo sucedido con las participaciones preferentes, pero más grave si cabe porque había un folleto firmado por los responsables de la entidad y los auditores que sacaron Bankia a bolsa, y este folleto nada tenía que ver con la realidad, como se ha demostrado.

Actualmente están pendientes de resolución miles de demandas en los juzgados de primera instancia españoles, que alegan la nulidad del contrato de las acciones de Bankia por error en el consentimiento, ya que si los clientes hubiesen conocido la situación real de la entidad, en ningún caso habrían adquirido sus acciones, o al menos, no al precio propuesto. Es evidente que si a un ciudadano medio se le indica que una entidad que va a salir a bolsa es solvente y además constituye uno de los principales grupos económicos y financieros del país, trasladándole información contable de solvencia y con importantes beneficios, se está afectando a la esencia de la causa por la que se adquiere el producto, en este caso, la solvencia de la entidad en que se confía, toda vez que una acción es una parte alícuota de la sociedad, y como tal, a mayor solvencia de la misma, mayor capacidad de influir en la voluntad de los suscriptores para su adquisición en tanto mayores dividendos se espera de la misma.

Pese a que quedan pendientes miles de casos por resolver, la nefasta praxis bancaria respecto a esta concreta operación de suscripción de acciones de Bankia, ya ha sido reconocida por algunos Tribunales españoles. Por ejemplo, el Juzgado de Primera Instancia número uno de Mataró en su sentencia 99/2014, considera que la entidad faltó a la verdad en la publicidad que realizó para la comercialización de las acciones en relación a su situación patrimonial, aparentando una gran solvencia cuando en realidad estaba en una situación de quiebra técnica. Asimismo, en la citada sentencia se exime de culpa a los empleados de la entidad, al considerarse que los mismos actuaron conforme a las directrices de sus superiores. Hay que tener en cuenta también que el volumen de la emisión fue muy elevado, por lo que los objetivos impuestos a los comerciales fueron muy exigentes. Debían convencer a todo tipo de clientes, por muy conservadores que fuesen para que comprasen acciones, por lo que debían asegurarles que no existía riesgo y que se trataba de una inversión segura.

El caso de la salida a bolsa de Bankia tan solo es uno más de los muchos escándalos financieros que han salido a la luz en los últimos años. Como hemos visto, en la venta de acciones de Bankia se han vulnerado de forma flagrante muchas de las normas de conducta que establecen tanto el ordenamiento interno como la normativa europea, especialmente, la directiva MIFID.

En conclusión, en la salida a bolsa de Bankia tienen lugar una concatenación de hechos que ponen de manifiesto la mala praxis y la falta de transparencia de la entidad:

a/ Ocultación de pérdidas por parte de la entidad y de los verdaderos resultados económicos de la misma en las cuentas que presentan con el Folleto y el Tríptico de la Emisión.

b/ Ocultación de dicha información a los organismos reguladores.

c/ La entidad es la que propone la contratación del producto por medio de una Oferta Pública de Venta a sabiendas de que la información que se acompaña a la misma no se ajusta a la realidad y que ello influye decisivamente en la voluntad de comprar el producto.

d/ La ocultación de dichos datos es de tal relevancia que es totalmente imposible que un inversor minorista pueda de una manera racional, llegar a conocer el engaño o sospechar del mismo.

e/ Los inversores nunca podrían haber sido conscientes del enorme riesgo que suponía la operación y contrataron confiados en la información pública que se da del producto, pues había pasado todos los filtros previstos legalmente para su evaluación por los organismos reguladores.

f/ Los riesgos genéricos de evolución de la cotización o de las circunstancias del emisor consignados en el Folleto Informativo y en el Tríptico no pueden excusar una ocultación de datos tan relevantes por parte de la entidad.

g/ Si los inversores hubiesen conocido la situación real de la empresa, probablemente no hubiesen contratado el producto, o al menos, no en las condiciones en que lo hicieron.

5. Profesionales independientes EAFI

En este apartado vamos a centrarnos en las EAFI, con el objetivo de exponer sus principales características, describir su evolución reciente y reflexionar sobre el impacto potencial de las mismas en el sector financiero, así como de los cambios que sufrirán con la transposición al ordenamiento interno de la reforma de la normativa MIFID. Y es que, como mencionamos en el apartado del análisis de dicha normativa, la prohibición de los incentivos procedentes de terceros afectará en gran medida a las EAFI.

Las EAFI, figura creada recientemente por la Ley 47/2007, que transpone la normativa MIFID al ordenamiento español, son una de las entidades autorizadas por la propia LMV para prestar asesoramiento financiero, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello. En el ejercicio de sus actividades, las EAFI están sujetas a la aplicación del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV.

La regulación, requisitos de acceso y desarrollo de la actividad de las EAFI se recoge en la ley 47/2007, Real Decreto 217/2008 sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y la Circular 10/2008 de la Comisión Nacional Mercado de Valores, sobre las empresas de asesoramiento financiero.

El número 5 del artículo 64 de la LMV define a las EAFI como las personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar los servicios de asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento a empresas y la elaboración de informes y análisis financieros. Para desarrollar su actividad, deben estar autorizadas por la CNMV y además, deben estar inscritas en el registro correspondiente. Su actividad principal consistirá en realizar recomendaciones personalizadas, de forma puntual o recurrente a sus clientes. Los ingresos de las EAFI, por tanto, proceden del asesoramiento en materia de inversión, de incentivos recibidos de terceros en forma de retrocesiones, de comisiones de sus clientes, y del asesoramiento a empresas

sobre estructuras de capital, fusiones, elaboración de informes de inversión y análisis financiero.

Por tanto, la LMV permite que, tanto personas físicas como jurídicas, puedan constituirse como EAFI. Las personas jurídicas deben revestir la forma de sociedad anónima o de responsabilidad limitada constituida por tiempo indefinido, debiendo en el caso de sociedades anónimas tener todas sus acciones el carácter de nominativas. Además, las personas jurídicas deben tener el capital social totalmente desembolsado en efectivo.

Las EAFI deben tener su domicilio social y su administración central en territorio nacional. En el caso de personas físicas, deberán tener su residencia en España. Además, para que la CNMV acepte su constitución, deben presentar una serie de documentos que no detallaremos, pero entre los que cabe destacar la presentación de un plan de negocios que acredite la viabilidad de la entidad.

Las EAFI deben cumplir con determinados requisitos financieros, de organización y de control interno, junto con las normas de conducta previstas en la normativa. Para desempeñar su actividad, los profesionales que las integren, deben contar con los conocimientos y experiencia adecuados en el ámbito del mercado de valores

En cuanto a los requisitos financieros que deben cumplir estas entidades, el objetivo es garantizar su solvencia. Las EAFI se consideran entidades de interés público con arreglo al RD 1517/2011, por lo que las personas jurídicas tienen la obligación de someter a una auditoría sus cuentas anuales y remitirla junto con las cuentas anuales y el correspondiente informe de gestión a la CNMV. El artículo 22 del RD 217/2008, exige a las personas jurídicas registradas como EAFI que cuenten con un capital inicial de 50.000€, o un seguro de responsabilidad civil, o un aval, para hacer frente a eventuales negligencias profesionales, con una cobertura total de 1.500.000€ anuales para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos mecanismos que proporcione una cobertura similar.

Por su parte, las personas físicas registradas bajo el régimen de las EAFI están obligadas a remitir con carácter anual a la CNMV, un informe realizado por un experto independiente, que recogerá su juicio sobre la veracidad y fiabilidad de la información relativa a desarrollo de la actividad de la entidad. Además, deberán suscribir un seguro de la misma forma que las personas jurídicas.

Las EAFI, en ningún caso pueden mantener fondos o valores de clientes ni efectuar operaciones en nombre propio o ajeno, salvo aquellas referidas a la administración de su propio patrimonio. Además, al contrario que otras entidades que prestan servicios financieros, sus actividades no están cubiertas, en ningún caso, por el Fondo de Garantía de Inversiones. Tampoco podrán actuar como agentes de otra ESI o entidad de crédito, ni contratar agentes.

Deben contar con los medios técnicos y humanos necesarios, proporcionados a la escala de su actividad y a la complejidad de los instrumentos sobre los que asesoren. Además, deben tener en su estructura un departamento o

servicio de atención al cliente para la resolución de quejas y reclamaciones de sus clientes.

Por otra parte, las EAFI deben llevar un registro de sus clientes, en el que conste documentación acreditativa de que han obtenido información suficiente sobre los conocimientos y experiencia, así como situación financiera y objetivos de los mismos. También deben llevar un registro de contratos u otros documentos que acrediten de forma fehaciente la recomendación personalizada realizada, registro de los conflictos de interés que hayan surgido, operaciones personales de los administradores, empleados y apoderados o del empresario individual etc.

Al igual que las entidades de crédito, deben evaluar la idoneidad en la prestación del servicio y establecer los mecanismos y previsiones necesarios para evitar los conflictos de interés que en su actuación pudiera generar. Con el fin de evaluar la idoneidad, deben elaborar un Test de Idoneidad, que les permita obtener toda la información necesaria, relativa a los conocimientos y experiencia de los clientes, sus objetivos de inversión y sus circunstancias financieras y personales. Pharum Capital Asesores Financieros S.L, primera EAFI de la provincia de Las Palmas de Gran Canaria, nos ha cedido el Test de Idoneidad que elaboraron para el desempeño de su actividad, que se adjunta en el Anexo 3 del presente trabajo.

La información obtenida a través del Test será utilizada con el fin de recomendarles los productos y servicios financieros más adecuados. Las recomendaciones deben ser personalizadas, de forma que el producto se ajuste al perfil del cliente. Asimismo, las recomendaciones deben ser concretas y comprensibles. Las EAFI deben justificar por escrito como se ajustan las recomendaciones que emitan a las características y objetivos del cliente. Otra cualidad que debe caracterizar el asesoramiento prestado por las EAFI es la transparencia, es decir, que el cliente disponga de toda la información necesaria.

Actualmente, hasta que la reforma de la normativa MIFID sea aplicable en España, las EAFI pueden cobrar del cliente y también pueden recibir retrocesiones o incentivos de terceros, siempre que no suponga un menoscabo de su obligación de desarrollar su actividad con la debida diligencia en interés del cliente e informen al mismo de tal circunstancia antes de prestar el servicio. Por tanto, nos encontramos con tres modelos de cobro. El modelo de cobro exclusivo al cliente, que despeja cualquier duda respecto a la imparcialidad del asesor, pero en la práctica dificulta la captación de clientes no acostumbrados a pagar por el asesoramiento financiero. El modelo en el que se factura un pequeño importe al cliente, proviniendo la mayor parte de los ingresos de las entidades financieras, que facilita el acceso de los inversores al asesoramiento, pero inevitablemente baja el nivel e imparcialidad del servicio. La tercera opción es un modelo híbrido, consistente en el cobro de comisiones a clientes, minoradas por el importe de las retrocesiones recibidas de las entidades, o bien, el cobro del 100% de las comisiones a los clientes y la negociación a la baja de las comisiones que éstos pagan a las entidades, si bien, esto último no es aplicable a las comisiones implícitas, por ejemplo las de los fondos de inversión.

Como vimos en el apartado 4, los incentivos deben ser gestionados adecuadamente para evitar la aparición de conflictos de interés que puedan afectar a

la independencia de la entidad. En este punto, parece muy difícil, por no decir imposible, que la existencia de incentivos no menoscabe la independencia de cualquier entidad que preste asesoramiento financiero, sea una entidad de crédito o una EAFI.

La aparición de las EAFI no ayudará a mejorar el servicio de asesoramiento que reciben los clientes ni la salud del sector financiero en general, si su existencia o modo de vida se basa en el cobro de incentivos de terceros por la colocación de sus productos. Ese no fue el espíritu con el que el legislador creó dichas entidades. De hecho, consideramos que no debería haberse dejado la puerta abierta en MIFID I a que dichas entidades pudieran cobrar incentivos. Dicha puerta se ha cerrado parcialmente con la reforma de MIFID I, lo cual parece una decisión muy acertada aunque incompleta. No obstante, según afirman algunos expertos, la solución no es tan fácil como prohibir los incentivos, pues consideran que si se prohíben los incentivos se podría llevar a la muerte del sector, ya que en España no existe la cultura de pagar por el asesoramiento y sin los incentivos, sería difícil la supervivencia. En este sentido se manifiesta Oriol Amat, consejero de la CNMV y Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad, que considera que las EAFI tienen un mercado muy reducido y el establecimiento de la prohibición de percibir incentivos, no parece que vaya a favorecer su desarrollo. (Amat,2012, p.4)

La legislación obliga a las EAFI a publicar sus folletos informativos de tarifas máximas y a publicarlas en su página web. La CNMV, en la Circular 7/2011 dispone que las EAFI pueden fijar un mínimo anual y que las comisiones que van a cobrar pueden establecerse en función del importe del patrimonio asesorado y/o de la revalorización del mismo. Otra opción que tienen es aplicar una tarifa según el tiempo empleado para el análisis de la cartera.

Parece que las EAFI han llegado a España para ser el motor del cambio de modelo de asesoramiento financiero. Si cumplen el propósito con el que nacieron, prestarán un servicio de calidad e independencia. Como se puede observar en el Anexo 4 del presente trabajo, las EAFI mantienen una tendencia de crecimiento en los últimos años. Pero a pesar de este crecimiento, como afirma Oriol Amat, "la actividad desarrollada por las EAFI hasta el momento no ha resultado ser muy significativa (...). Ni las gestoras de cartera ni las EAFI han conseguido ocupar una parte significativa del mercado español en sus respectivos ámbitos." (Amat, 2012, p.3).

El crecimiento de las EAFI en España tiene en su camino muchos obstáculos. El más importante es la excesiva bancarización existente, que genera que las mismas entidades que crean los productos, las entidades de crédito, sean las que presten mayoritariamente asesoramiento financiero. En un sistema tan bancarizado como el español, no es fácil encontrar una entidad financiera que tenga una arquitectura abierta y que no se limite a colocar exclusivamente sus productos. Esto supone sin duda un problema para los asesores independientes, que no pueden trabajar únicamente con algunas entidades, ya que eso pondría en entredicho su independencia. Esto dificulta notablemente su labor, ya que se complica la operativa de poder ejecutar o suscribir sus recomendaciones. Y es que el inversor, no solo busca consejo del asesor, sino facilidades para comprar o suscribir los productos que le recomiende sin tener que acudir a diferentes entidades. Por este motivo, es labor de

los asesores independientes, buscar diferentes alternativas de entidades financieras, es decir, negociar con los proveedores para que le ofrezcan los productos y servicios que su cliente requiere.

5.1 Costes de creación de una EAFI

Obviamente, los costes dependen de su dimensión, los medios de los que se dote, el tipo de servicio que quiera prestar y de las expectativas de ingresos que tengan sus socios trabajadores. Partiendo de esta base, y sin entrar a detallar cada partida, con la colaboración de Andrés Cabello Rey, economista de reconocido prestigio, auditor de cuentas, acreditado por EFPA como European Financial Advisor nº 10.281 y uno de los socios-directores de Pharum Capital Asesores Financieros S.L, hemos elaborado la siguiente tabla orientativa de los costes de funcionamiento de una EAFI.

TABLA 3: COSTES DE FUNCIONAMIENTO DE UNA EAFI.

CONCEPTO	MÍNIMO	MÁXIMO
Alquiler de oficina	500	2.500
Suministros	100	500
Sueldos y salarios no socios	0	6.000
Sistemas de información	0	3.000
Gestoría legal, normativa, auditoría	350	500
Publicidad	0	¿
Seguro	250	400
Otros gastos	300	2.500
Gastos mensuales	1.500	15.400
Gastos anuales	18.000	184.000

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

Con respecto a los gastos, debe aclararse que es posible externalizar ciertas funciones como la contabilidad o la gestión de impuestos, pero otros gastos vendrán impuestos en función del tipo de servicio que presta la EAFI. Otra serie de gastos serán discrecionales y dependen de decisiones estratégicas como el ámbito geográfico de actuación, número de empleados, inversión en publicidad, sistemas de gestión de carteras y acceso a datos de mercados etc.

Cada EAFI decide en qué invertir su presupuesto, dependiendo de su estrategia, del modelo de negocio elegido y de la dimensión de la que se quiera dotar a la EAFI. Así, nos podemos encontrar con el desarrollo de empresas de asesoramiento financiero de mayor dimensión, con un número amplio de asesores y oficinas, que realicen sus propios programas informáticos, mayor facturación etc; coexistiendo con otras EAFI en las que el número de asesores y oficinas sea más reducido y en las que se subcontraten determinados recursos, como aplicaciones informáticas, asesoría legal etc.

Una vez establecidos los gastos corrientes, a partir de una comisión de asesoramiento media, se podría estimar que volumen de activos asesorados son necesarios para equilibrar ingresos y gastos. Este es el punto de partida del análisis de viabilidad de una EAFI.

5.2 Patrimonio mínimo asesorado por las EAFI

Según declaró Ana Fernández , socia de AFS Finance Advisors EAFI, en AFS piensan que a partir del millón de euros, el cliente percibe el valor añadido que pueden aportar y por ello, es el patrimonio mínimo que solicitan para ofrecer sus servicios de asesoramiento completos. No obstante, para clientes con patrimonio inferior realizan estudios de su patrimonio global y emiten recomendaciones, no exigiendo para este servicio un capital mínimo y facturando por hora trabajada. (Fernández, 2011, p.11).

Por su parte, Don Andrés Cabello nos cuenta que en Pharum Capital Asesores Financieros S.L no hacen distinción a la hora de asesorar. Adecúan la minuta al patrimonio del cliente, con una minuta mínima. Entienden que el asesoramiento financiero no debe estar solo al alcance de unos pocos afortunados, sino también para el ahorrador medio.

Con los dos ejemplos anteriores queda patente que cada EAFI puede tener una dimensión y un modelo de negocio muy diferente, estableciendo requerimientos de capital para asesorar muy distintos.

Intelect Search, firma especializada en búsqueda de agentes y banqueros de banca privada ha realizado recientemente un estudio sobre la dimensión y modelos de negocio de las EAFI. La conclusión principal de dicho estudio es que desde marzo de 2009 que nació la primera EAFI, hasta mayo de 2015, la CNMV autorizó un total de 172 EAFI, las cuales agrupan en cuatro categorías, que podemos observar en la siguiente tabla.

TABLA 4: EL MERCADO DE LAS EAFIS EN ESPAÑA.

EAFIS TOP	9
EAFIS con más de 150M bajo asesoramiento	36
EAFIS con menos de 150M bajo asesoramiento	71
EAFIS con futuro incierto	31
EAFIS dadas de baja	25
TOTAL	172

FUENTE: ESTUDIO INTELECT SEARCH

Resaltan en el estudio que de las 25 EAFI dadas de baja hay cuatro motivos diferentes: por modificación societaria (pasar de persona física a jurídica, por unión de proyectos de varias EAFI, proyecto inviable y un caso de cierre por decisión de la CNMV.)

6. EAFI vs Asesor financiero tradicional

Cuando hablamos del asesor financiero tradicional en España, hacemos referencia a las entidades de crédito, las cuales, como hemos mencionado anteriormente, según establece el ordenamiento español, no son empresas de servicios de inversión propiamente dichas, pero pueden recibir autorización para prestar la totalidad de servicios de inversión y actividades complementarias, tal como recoge la Ley del Mercado de Valores.

¿Son los bancos y cajas competencia del asesor financiero independiente o son un complemento? Las entidades de créditos desarrollan nuevos productos, son depositarios, ofrecen acceso al mercado y comercializan, labores que no son competencia del asesor. En base a esto podemos decir que deberían ser un complemento, pero la realidad, como hemos explicado, es bien distinta.

¿Cuán buenos son los consejos emitidos en sede de las entidades de crédito?, ¿se trata de consejos interesados?, ¿reaccionan los asesores de forma excesiva a sus propios incentivos?

Con la intención de dar respuestas objetivas a estas preguntas, nos propusimos ir más allá de los numerosos artículos de prensa, publicaciones de expertos en la materia y de la jurisprudencia de nuestros Tribunales, por lo que consideramos adecuado realizar una visita a cinco entidades de crédito, en las que nos presentamos como un cliente minorista, que dispone de 15.000 euros y solicita asesoramiento financiero que le ayude a decidir dónde invertir el dinero. Las entidades de crédito seleccionadas fueron Bankia, Santander, BBVA, Banco Popular y La Caixa.

Tras presentarnos como un cliente minorista conservador que dispone de 15.000 euros, las cinco entidades de crédito nos proponen diferentes opciones de inversión. En todas las entidades se limitan a ofrecernos una serie de fondos de inversión “conservadores” con diferentes características, sin tan siquiera hablarnos de la posibilidad de otro tipo de instrumento financiero. Durante la media hora que duró cada una de las visitas, parecía que la única opción existente eran los fondos de inversión. Las fichas comerciales de dos de los fondos ofrecidos se adjuntan en el Anexo 5 del presente trabajo.

El asesoramiento que recibimos en las cinco entidades de crédito, atendiendo a la normativa europea MIFID y al ordenamiento interno, lo podemos calificar como muy deficiente, si es que consideramos que se llevó a cabo asesoramiento. Y es que, pese a solicitar de forma expresa asesoramiento financiero y resaltar que nuestros conocimientos en la materia son escasos, la labor desempeñada por los diferentes empleados de las entidades se asemejó más a las características de la mera comercialización de productos. En ningún momento se interesaron por nuestros conocimientos ni experiencia en materia de inversión ni nos explicaron las características del único instrumento financiero que nos ofrecían, el fondo de inversión. Tampoco hicieron referencia a las volatilidades ni al tipo de inversiones que realizaba el fondo que nos proponían. Nos remitían a la información contenida en la ficha comercial, dando por hecho que la entenderíamos. Además, las referencias a la existencia de comisiones y las implicaciones que las mismas tendrían en la rentabilidad del fondo fueron prácticamente inexistentes, centrándose las explicaciones en las rentabilidades de los fondos en los últimos años.

Es importante señalar que en las cinco entidades de crédito nos ofrecen fondos de inversión propios. Y es que, tal como afirma Ana Fernández, “muchas entidades recomiendan productos de su marca para generar comisiones adicionales, sin importar o valorar, que en muchos casos, hay alternativas mucho más interesantes en el mercado”. (Fernández, 2011, p.10).

Resulta sorprendente, o no tanto, que ninguna entidad nos haya realizado el Test de Idoneidad ni el de Conveniencia, ni tan siquiera nos hayan mencionado su existencia.

La principal conclusión que podemos extraer de la investigación es que todas las entidades de crédito incumplieron de forma flagrante la normativa MIFID, al no recabar la información necesaria del cliente, no interesarse por su situación patrimonial ni circunstancias personales. Únicamente se interesaron por la cuantía de la que disponíamos para invertir, sin importarles aspectos como la situación laboral del cliente, sus circunstancias personales, las expectativas de futuro, el horizonte temporal

de la inversión etc. Parece que las entidades de crédito entienden la normativa destinada a la protección del cliente como un trámite, mero papeleo que deben cumplir para evitar sanciones.

La siguiente conclusión es que las entidades de crédito están muy interesadas en vender fondos de inversión ¿Por qué? ¿Quizá porque es el producto donde mayores márgenes obtienen? ¿Por qué ninguna entidad nos ofreció fondos de inversión ajenos? Con el objeto de dar respuesta a estas preguntas, nos ponemos en contacto con Pharum Capital Asesores Financieros S.L.

Según Andrés Cabello Rey, las entidades de crédito nos encaminan hacia fondos de inversión porque se trata de los productos donde mayor margen obtienen y están buscando mejorar la cuenta de resultados, con el objetivo de mejorar su imagen de cara al accionista. En su opinión, tras examinar las propuestas que nos hicieron las diferentes entidades de crédito, las ofertas que nos hacen están muy influenciadas por la cuantía de la que disponemos para invertir. Al tratarse de un pequeño inversor, su prioridad está lejos de ser el beneficio del cliente. Afirma Andrés Cabello, que si nos presentáramos con un capital superior a los 500.000€, las propuestas serían muy diferentes y aparecerían en escena fondos internacionales.

Esto demuestra que las entidades financieras no quieren competir en términos de profesionalidad y personalización del servicio, exceptuando los clientes con grandes patrimonios. Si nos referimos a segmentos de clientes con patrimonios más reducidos, el beneficio de las entidades financieras se basa en las economías de escala y el ahorro de costes, de forma que no pueden prestar asesoramiento personalizado ni cuentan con asesores financieros con la formación adecuada. Lo que hacen realmente es utilizar prescriptores de productos seleccionados por las entidades y empujados por campañas de Marketing. Esto genera un vacío en el mercado que supone una gran oportunidad para las EAFI.

Una vez recabada la información en las visitas a las entidades de crédito, nos propusimos comprobar si los fondos de inversión que nos habían recomendado eran los mejores posibles. Para ello, utilizamos una herramienta muy útil disponible en la página web de Inversis Banco, un optimizador de fondos. Esta herramienta permite conocer la posición que ocupa un fondo dentro de su sector específico², atendiendo a la evolución que han tenido los mismos en los últimos tres años. El ranking se puede elaborar atendiendo a tres variables: mayor rentabilidad, menor riesgo y mejor relación rentabilidad-riesgo. Esta última será la que utilicemos nosotros. Introduciendo en dicha herramienta el código ISIN³ (International Securities Identification Numbering System) del fondo de inversión recomendado por La Caixa, observamos que el fondo está posicionado en el cuartil 1 dentro de su sector específico, "Mixtos EUR Defensivos a un periodo de 1 año".

² Fondos que invierten en activos y/o mercados similares.

³ Código alfanumérico cuya finalidad es identificar de forma unívoca un valor mobiliario a nivel internacional.

A priori parece bien situado, ya que como hemos dicho se sitúa en el primer cuartil. No obstante, en el ranking ocupa la posición 40º, es decir, existen 39 fondos de inversión que tienen una mejor relación rentabilidad riesgo en los últimos tres años. De la misma forma procedimos con el resto de los fondos de inversión. Resulta sorprendente comprobar como todos los fondos de inversión que nos propusieron ocupan posiciones muy retrasadas en los respectivos rankings. Pero especialmente sangrante es el caso del fondo de inversión recomendado por el BBVA, "BBVA Multiactivo Conservador FI", que está posicionado en el cuartil 4 dentro de su sector específico, "EUR Cautious Allocation", ocupando la posición 83º, último del ranking.

Si bien es cierto que por motivos fiscales, la banca en España limita su oferta al universo de fondos registrados en la CNMV, según Andrés Cabello, las entidades de crédito utilizan excusas de plataformas⁴ habilitadas o clases de fondos presuntamente inaccesibles para reducir la lista de fondos a aquéllos que les generan mayores comisiones. Como mencionamos anteriormente, dichas excusas no son utilizadas con clientes cuyo patrimonio sea superior al medio millón de euros, a los cuales ofrecen mayor libertad para invertir en los mejores fondos del mundo.

Como hemos visto, son muchos los puntos débiles del asesoramiento financiero prestado por las entidades de crédito en España. Estas debilidades e irregularidades, como ya hemos mencionado, han conllevado la pérdida de confianza de los inversores en el asesoramiento prestado en sede de dichas entidades. Se abre de esta manera una oportunidad de desarrollo de la figura del asesor financiero independiente en España, EAFI.

Como contrapartida al asesoramiento recibido en las entidades de crédito visitadas, decidimos solicitar el servicio a Pharum Capital Asesores Financieros S.L. Al contrario que cualquiera de las entidades de crédito, lo primero que hacen es remitirnos un Test de Idoneidad, que se adjunta como Anexo 3 del presente trabajo. Nos indican que debemos contestarlo para que puedan emitir una recomendación. Además, según Andrés Cabello, normalmente además del Test mantienen una reunión con el cliente donde además de informar sobre los servicios del despacho, tratan de conocer más a fondo los objetivos a medio y largo plazo del cliente, sus circunstancias familiares etc.

Una vez les remitimos el Test con las respuestas, nos informan de que nuestro perfil es conservador. En base a ello, nos realizan una propuesta. Nos dejan claro que el horizonte temporal que nos proponen es a 24 o 36 meses, con el objetivo de conseguir una rentabilidad media anual en torno al 2.5%. "Hablar de retornos a un año superiores al 1% en la coyuntura socioeconómica actual sería muy pretencioso" afirma Andrés Cabello.

⁴ Conducto o vía para la contratación de fondos de inversión. En España se utilizan principalmente dos: Inversis y All Funds.

A continuación nos aclara la composición de la cartera de fondos recomendada, que incluye fondos de renta fija monetaria, algunos de gestión alternativa, retornos absoluto y algo de peso en fondos variables. Nos explica que en su recomendación evitan los fondos de duraciones superiores a los dos años, ya que entienden que dicho tipo de fondos tienen mucha sensibilidad a la subida de tipos. También huyen de fondos que invierten en deuda gubernamental porque consideran que el riesgo en este tipo de activos no está pagado.

Según Andrés Cabello, en muchas ocasiones se ven obligados a modificar la propuesta inicial porque el banco con el que el cliente quiere trabajar no le deja contratar determinados fondos. "En muchas ocasiones el banco pone falsas excusas. Otras ocasiones comunican al cliente que para determinado importe no ponen a disposición fondos de terceros" finaliza Andrés Cabello.

La conclusión es clara, para obtener un asesoramiento de calidad, el asesor financiero debe disponer de una arquitectura abierta en sus consejos que le permita aconsejar sobre cualquier activo, sin importar la entidad a la que pertenezca. El inversor debe percatarse de que si los que le aconsejan son los mismos que crean los productos, el asesoramiento que recibirá será, cuanto menos, sesgado. Si la gente enferma acude a solicitar asesoramiento médico a los laboratorios Bayern, es altamente probable que le recomienden un producto Bayern. Los inversores deben concienciarse de que, de la misma manera que son necesarios y beneficiosos los médicos, lo son los asesores financieros independientes.

Las EAFI pueden ser un soplo de aire fresco que permita recuperar la honorabilidad y respeto de la profesión. Recuperar la confianza del público es vital y la arquitectura abierta de las EAFI, puede favorecer a dicha recuperación. Las EAFI deben prestar recomendaciones financieras que se fundamenten en el perfil y las necesidades del sujeto pasivo del asesoramiento y no permitir que estén influenciadas por eventuales primas o comisiones vinculadas a un instrumento financiero.

Conclusiones

En los últimos años, en un contexto económico de crisis, han tenido lugar diversos problemas relacionados con el asesoramiento a los inversores y la comercialización de determinados productos de inversión, que ponen de manifiesto la conveniencia de impulsar diferentes medidas.

Una de ellas, el desarrollo de programas de educación financiera, que constituye una prioridad para el Banco de España y la CNMV, puede ayudar a fomentar el uso informado y prudente de los diferentes servicios financieros.

Queda claro que la escasez de cultura financiera en un país donde más del 80% de los productos financieros se venden en las entidades de crédito es una combinación explosiva. Las acciones preferentes o la salida a bolsa de Bankia son solo dos de los muchos ejemplos de que los ciudadanos, en muchas ocasiones, no saben ni qué producto financiero están comprando.

El inversor tiende a recibir buenas recomendaciones si expresa o demuestra que tiene unos conocimientos financieros básicos. El objetivo no debe ser conocer absolutamente todos los beneficios potenciales y riesgos asociados a una inversión, sino tener los suficientes conocimientos financieros para entender los pros y contras de cada decisión financiera y para inducir a que nos ofrezcan los productos adecuados. Ser capaz de aprovechar la información que nos ofrece un asesor financiero complementada con la dosis necesaria de escepticismo y formación.

En España, además de la escasez de cultura financiera, han confluído múltiples factores que afectan negativamente al sector financiero: asesores con una formación deficiente, desarraigo cultural e histórico de la profesión de asesor financiero, un sistema bancarizado con contratos de agencia, que funciona con productos dirigidos y objetivos de comisiones, escasez alarmante de asesores financieros independientes y la progresiva complejidad de los productos son solo algunos ejemplos.

Al mismo tiempo que la cultura financiera quedaba en un segundo plano en nuestro país, la globalización junto con los avances tecnológicos ha aumentado el número y la complejidad de los instrumentos financieros. Así, han aparecido, productos de seguros, productos estructurados e hipotecas inversas, por poner algunos ejemplos, todos ellos con diversidad de comisiones, gastos, plazos de vencimiento...que suponen notables dificultades de comprensión.

Dejando a un lado la mejora de la cultura financiera, la solución a los problemas pasa por una mayor separación entre el asesoramiento y la venta de productos, o lo que es lo mismo, que los asesores financieros independientes capten una mayor cuota de mercado de las entidades de crédito, destruyendo la actual situación de monopolio. Las EAFI han ayudado a dar el primer paso en España, pero el camino es muy largo.

La figura de las EAFI nace con la normativa MIFID en 2007. En un contexto de fuerte crisis financiera, el número de EAFI registradas en la CNMV ha crecido exponencialmente en los últimos años, pasando de 16 EAFI en 2009, a más de 160 actualmente. No obstante, la existencia de las mismas y del asesoramiento es desconocido por muchos inversores en España. Pese al aumento del número de entidades, la cuota de mercado de las EAFI es todavía muy reducido, en un país caracterizado por el predominio de los bancos. Además, como mencionamos en la introducción, las EAFI se enfrentan a un gran reto en nuestro país, que es su cultura. Un país en el que la gente no ve normal ni está habituado a pagar por el servicio de asesoramiento financiero.

Pero la labor de las EAFI no es únicamente captar mayor cuota de mercado, sino prestar a su clientela un asesoramiento diferente y de mayor calidad al que se lleva a cabo en las entidades de crédito. Un asesoramiento diferente que se puede resumir en una palabra, independiente. MIFID II comienza el camino hacia dicha independencia. De no ser así, las EAFI pasarían a ser un actor más en un sector enfermo.

No obstante, la independencia es una condición necesaria pero no suficiente, ya que debe combinarse con la capacidad del empresario EAFI para definir el modelo de negocio que mejor desarrolle sus capacidades, su preparación y experiencia y de sus dotes de organización y planificación.

Pero la pelota no está solo en el tejado de las EAFI y de los asesores financieros independientes. Ésa es solo una parte. El cambio no será posible si no caminan de la mano con los clientes o inversores, que deben concienciarse de que al igual que ocurre con el asesoramiento legal o el asesoramiento médico, el asesoramiento financiero debe tener una contrapartida, un precio. Deben entender que en última instancia, los beneficiados de ese cambio de mentalidad son ellos mismos. Deben valorar si prefieren un asesoramiento sesgado, incompleto e influenciado por múltiples intereses sin "coste alguno", o un servicio de calidad con su respectivo coste. Las entidades de crédito deben perder peso en el sector financiero, el cambio pasa por la unión de fuerzas. Difícil, pero posible.

La aparición de las EAFI ha sido una buena noticia en un escenario desconcertante y caracterizado por la desconfianza de los clientes en las entidades financieras. Dichas entidades deben colaborar en la recuperación del sector y de la confianza de los clientes. La banca debe acercarse al cliente, garantizar información transparente y completa, incrementar la fiabilidad del asesoramiento y comprometerse a proteger los intereses de los clientes por encima de los de la propia entidad. Deben abrirse a nuevas formas de comunicación, fomentar la educación financiera e implantar códigos éticos. Es necesario que se instalen en las entidades

financieras valores sociales y éticos, que prevalezcan sobre la maximización de beneficios. Para ello, es fundamental la labor de los diferentes organismos reguladores, que deben velar por el cumplimiento de la normativa comunitaria y nacional, por la solidez de las entidades financieras y supervisar que los productos financieros que se comercializan son comprensibles para los clientes y que estos no son objeto de engaño o abusos.

Las instituciones reguladoras, en su afán por proteger a ahorradores e inversores han reaccionado en los últimos años. Dicha reacción se ha producido a través del endurecimiento del marco regulatorio, mediante la nueva Directiva europea, MIFID II.

No obstante, el camino de MIFID II no acaba con la transposición de dicha normativa a todos los ordenamientos internos, por lo que debemos estar pendientes del desarrollo de la normativa MIFID II que tendrá lugar en los próximos años.



**TEST DE CONVENIENCIA
RENTA VARIABLE COTIZADA EN MERCADOS ORGANIZADOS**

Cliente:
Oficina: 1752

Test de Conveniencia para el producto AC BANKIA MINORIST

1. Es importante tener una idea de sus conocimientos sobre la variedad de productos y funcionamiento de los mercados financieros. ¿Podría indicarnos qué grado de conocimientos posee en base a su nivel de estudios y experiencia?

- a) Escasos
- b) Entiendo la terminología
- c) Conozco el funcionamiento general de los mercados financieros
- d) Soy un experto en finanzas

2. ¿Conoce Ud. la naturaleza y las características operativas de los activos de renta variable?

- a) No
- b) Conozco sólo algunos aspectos
- c) Conozco los aspectos necesarios
- d) Sí, conozco todos los aspectos

3. ¿Conoce y entiende Ud. las variables que intervienen en la evolución de este producto, como son:
- El comportamiento de la renta variable del entorno Euro?

- a) No
- b) No, sólo entiendo la terminología
- c) Conozco el funcionamiento general de estas variables
- d) Sí, conozco el funcionamiento detallado de estas variables

4. ¿Ha realizado inversiones en los dos últimos años en acciones de renta variable o derivados negociables?

- a) No he realizado inversiones
- b) Sí
- c) Sí, en los últimos 12 meses
- d) Sí, las hago de manera habitual

El resultado del test es **CONVENIENTE**: esto significa que conforme a la información que usted ha facilitado, el



producto para el que se ha realizado el test se considera conveniente para su contratación en este momento o en el futuro.

Además, conforme a la información facilitada, usted dispone de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender y, en consecuencia, contratar en este momento o en el futuro, las siguientes familias de productos:

- Renta variable cotizada en mercados organizados

El cliente garantiza y asume toda la responsabilidad por la veracidad y exactitud de la información proporcionada para la elaboración del presente test, quedando obligado a comunicar a CAJA MADRID cualquier circunstancia que pueda modificar el resultado del mismo. CAJA MADRID no será responsable de las consecuencias que puedan derivarse para el cliente en caso de falsedad, inexactitud o falta de actualización por su parte de la información facilitada.

La realización del presente test no supone asesoramiento personalizado al cliente, sino una evaluación de su experiencia y conocimientos, para valorar si son suficientes para comprender los riesgos del producto sobre el que el test se realiza.

Fecha: 01 de JULIO de 2011

Firma del cliente

Oficina: 1078

Fecha: 30-06-2011

OBJETIVOS DE INVERSIÓN**1ª ¿Cuál es el tiempo que piensa mantener su inversión, teniendo en cuenta sus previsiones de pagos?**

- Hasta 6 meses
- Entre 6 meses y 18 meses
- Entre 18 meses y 3 años
- Más de 3 años

2ª Independientemente de la situación de los mercados financieros, ¿cómo se definiría usted?

- Nada arriesgado
- Algo arriesgado
- Bastante arriesgado
- Muy arriesgado

3ª ¿Con cuál de las siguientes frases se ve más identificado en relación a su tolerancia al riesgo?

- No puedo aceptar una rentabilidad negativa
- Ganancia potencial entre el 5 y el 10%, con pérdida potencial del 2%
- Ganancia potencial entre el 11 y el 30%, con pérdida potencial del 10%
- Ganancias máximas sin limitar las pérdidas potenciales

4ª ¿Cuál es la finalidad de la inversión que va a acometer?

- Obtener unos rendimientos a corto plazo
- Obtener una renta futura para la jubilación
- Realizar inversiones futuras sin determinar a día de hoy
- Incrementar mi patrimonio a largo plazo

5ª ¿Si el valor de su inversión baja más de un 3%?

- Vendería inmediatamente la totalidad de la inversión
- Vendería una parte
- No vendería, pero consultaría con mi Asesor para replantear la inversión
- No vendería, asumiendo pérdidas a corto plazo, sabiendo que puedo ganar a más largo plazo

CONOCIMIENTOS Y EXPERIENCIA INVERSORA**6ª Especifique su nivel de estudios**

- No tengo estudios
- Estudios básicos
- Estudios superiores
- Estudios de post-grado

7ª ¿En su actividad laboral tiene relación con asuntos o temas financieros?

- No ninguna
- A veces
- Con frecuencia
- Sí, trabajo en una institución financiera

8ª ¿Cuál es su experiencia en inversiones financieras?

- Plazos fijos, Letras del Tesoro o Deuda Pública
- Además de algunas de las anteriores, en los últimos 2 años he invertido en fondos de inversión de renta fija
- Además de algunas de las anteriores, en los últimos 2 años he invertido en fondos de inversión de renta variable
- Además de algunas de las anteriores, en los últimos 2 años he realizado operaciones en bolsa de forma significativa respecto al resto de inversiones

9ª ¿Cuál es la periodicidad de sus inversiones financieras?

- No realizo
- Con poca frecuencia, una vez al año
- Con una frecuencia media, una vez al trimestre
- Frecuentemente, al menos una vez al mes

10ª ¿Sobre qué productos bancarios entiende usted que tiene los conocimientos financieros suficientes para poder realizar inversiones en los mismos?

- Plazos fijos, Letras del Tesoro o Deuda Pública
- Además de algunas de las anteriores, fondos de inversión de renta fija
- Además de algunas de las anteriores, fondos de inversión de renta variable
- Además de algunas de las anteriores, renta variable y/o productos derivados

SITUACIÓN Y CAPACIDAD FINANCIERA DEL CLIENTE

11ª Especifique el nivel de sus ingresos actuales

- Menos de 20.000 euros al año
- Entre 20.000 y 50.000 euros al año
- Entre 50.000 y 200.000 euros al año
- Más de 200.000 euros al año

12ª Indique respecto a sus ingresos actuales, ¿qué porcentaje representa su salario o actividad profesional o empresarial?

- Más del 90%
- Entre el 90 y el 75%
- Entre el 75 y el 50%
- Menos del 50%

13ª ¿Qué % suponen sus compromisos habituales de pagos respecto del total de sus ingresos mensuales?

- Más del 50%
- Entre el 35 y el 50%
- Entre el 15 y el 35%
- Menos del 15%

14ª ¿Cuánto representan, en porcentaje, sus activos líquidos (efectivo, depósitos a corto plazo y fondos monetarios) con respecto a su patrimonio total (excluyendo el valor de su vivienda habitual)?

- Menos del 10%
- Entre el 10 y el 25%
- Entre el 25 y el 50%
- Más del 50%

15ª Especifique el plazo temporal en el que va a necesitar de liquidez para poder afrontar sus compromisos de pagos

- Menos de 6 meses
- Entre 6 meses y 2 años
- A más de 2 años
- No preveo requerir de liquidez

Perfil del inversor

Como resultado de las respuestas al cuestionario su perfil inversor es **No desea realizar el test**

Este perfil lo utilizaremos para adecuar nuestras recomendaciones en materia de inversiones a sus necesidades financieras. El resultado de este test tendrá una validez máxima de un año, si bien, si sus circunstancias personales han variado, usted puede cumplimentarlo de nuevo cuando estime oportuno. El asesoramiento en materia de inversión que le prestamos se ajusta al resultado del test de idoneidad que usted ha cumplimentado. En todo caso, Bankia no garantiza rentabilidad positiva, ni ausencia de pérdidas, en las inversiones que usted efectúe en base al asesoramiento que le damos.

Bankia le informa que los datos personales recogidos en este documento serán incorporados a las bases de datos de Bankia, responsable del fichero, y serán tratados con la finalidad de la prestación y comercialización de servicios de inversión para los que la normativa del mercado de valores o Bankia requiera la cumplimentación del test de idoneidad o de conveniencia. El/los firmante/s se compromete/n a comunicar a Bankia cualquier modificación que se produzca en los datos aportados. El/los interviniente/s autoriza/n expresamente a Bankia para tratar la información existente en las bases de datos de Bankia y aplicar estadísticas sobre la misma, con la finalidad de dirigirle/s campañas publicitarias sobre productos y servicios comercializados por la entidad que puedan resultar de su interés. Todos los datos de carácter personal facilitados se han proporcionado con carácter obligatorio; de no haberse facilitado, no se podrá prestar de forma adecuada el servicio de inversión solicitado u ofrecido. De acuerdo con la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, tiene derecho a ejercer, en cualquier momento, los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición que le asisten, mediante escrito dirigido al Servicio de Atención al Cliente de Bankia en la siguiente dirección: C/Pintor Sorolla nº 8, planta 3ª, 46002 Valencia, o al apartado de correos habilitado al efecto: 114 F.D. 46080. Valencia.

Firma del cliente

TEST DE IDONEIDAD

Documento preparado para:

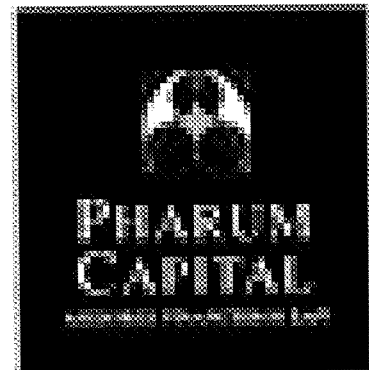
PABLO GONZALEZ PITA-ROMERO - 0000005

Fecha de elaboración:

25/05/2015

Resultado del test:

Perfil Conservador



Objetivo de Inversión Cliente

1. Especifique el horizonte temporal de su inversión, considerando posibles compromisos de pago que tenga previstos.

- Menos de 3 meses
- Entre 3 meses y 1 año
- Entre 1 y 5 años
- Más de 5 años

2. PF: Especifique el intervalo de edad en el que se encuentra / PJ: Especifique el intervalo de antigüedad de su empresa

- PF: Más de 75 años / PJ: Menos de 1 año
- PF: Entre 56 y 75 años / PJ: Entre 1 y 5 años
- PF: Entre 35 y 55 años / PJ: Entre 5 y 10 años
- PF: Menos de 35 años / PJ: Más de 10 años

3. Especifique con cuál de las siguientes posibilidades de inversión se identifica.

- Ganancia potencial del 5% sin pérdida alguna.
- Ganancia potencial del 10% con pérdida potencial del 2%
- Ganancia potencial del 30% con pérdida del 10%
- Ganancias máximas sin limitar las pérdidas potenciales.

4. Especifique la finalidad de su inversión.

- Renta a corto plazo
- Jubilación (renta futura)
- Inversiones futuras no definidas
- Inversiones futuras en patrimonio

5. Si el valor de su inversión baja...

- Vendería inmediatamente la totalidad de la inversión.
- Vendería sólo parte de mi inversión
- Consultaría que decisión tomar
- No vendería sabiendo que a largo plazo puedo ganar más

Conocimientos y Experiencia Inversora

1. Especifique su nivel de estudios.

- No tengo estudios
- Estudios básicos
- Estudios superiores
- Estudios de Post-grado

2. Conocimientos Financieros.

- Ninguno
- Básicos
- Medio alto
- Altos

3. Especifique la naturaleza de las inversiones realizadas durante los dos últimos años.

- No he realizado inversiones
- Fondos de inversión monetarios, de renta fija o de renta variable
- Otros fondos de inversión, participaciones preferentes
- Derivados y otros productos estructurados

4. Especifique la periodicidad de sus inversiones.

- No he realizado inversiones
- Anual o más
- Semestral
- Trimestral

5. Especifique los productos bancarios o de inversión con los que está familiarizado.

- Cuentas, depósitos, deuda pública, planes de pensiones
- Fondos de inversión monetarios, de renta fija o de renta variable
- Otros fondos de inversión, participaciones preferentes
- Derivados y otro productos estructurados

Situación/Capacidad Financiera Cliente

1. PF: Especifique el tramo de nivel de ingresos en el que se encuentra. / PJ: Especifique el tramo de nivel de facturación de su compañía.

- PF: Menos de 20.000 euros/año / PJ: Menos de 500.000 euros/año
- PF: Entre 20.000 y 60.000 euros/año / PJ: Entre 500.000 y 3 millones de euros/año
- PF: Entre 60.000 y 300.000 euros/año / PJ: Entre 3 y 30 millones de euros/año
- PF: Más de 300.000 euros/año / PJ: Más de 30 millones

2. Especifique respecto a sus ingresos totales: % que representa su sueldo (PF) o la actividad económica de la empresa (PJ) en sus ingresos mensuales totales.

- Más del 75%
- Entre el 50% y 75%
- Entre 25% y 50%
- Menos del 25%

3. Especifique el % que suponen sus compromisos recurrentes de pago en función de su renta mensual.

- Más del 50%
- Entre 35% y 50%
- Entre 10% y 35%
- Menos del 10%

4. Especifique el plazo temporal en el que va a necesitar de liquidez como respuesta a sus compromisos financieros.

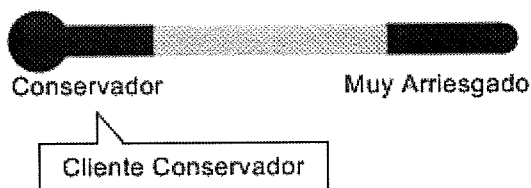
- Menos de 6 meses
- Entre 6 meses y 2 años
- Entre 2 y 5 años
- No preveo necesitar liquidez

5. ¿Cuánto suponen, en %, sus activos líquidos en cartera -repos, depósitos a corto plazo y efectivo- respecto a esta inversión y el resto de inversiones?

- Menos del 20%
- Entre 20% y 50%
- Entre 50% y 100%
- Más del 100%



Resultado del test de idoneidad



PABLO GONZALEZ PITA-ROMERO no quiere correr ningún riesgo con su capital ni tampoco asumir resultados negativos aunque sólo sea a corto plazo. Rendimientos a la altura de los ofrecidos por los depósitos en efectivo son aceptables.

Clasificación: Minorista

Horizonte temporal: Medio plazo

Productos complejos: No apto para productos complejos

Riesgo de liquidez: No asume riesgo de liquidez

Riesgo de crédito: No asume riesgo de crédito

Conformidad del cliente

Firma del cliente:

PABLO GONZALEZ PITA-ROMERO - 0000005

Anexo 4

Datos estadísticos sobre las EAFI

El negocio de las EAFI continuó su tendencia de crecimiento en el año 2014. El volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó un 21,3%, hasta los 21,4 mil millones de euros según datos publicados por la CNMV en su Boletín del primer trimestre de 2015. El patrimonio asesorado de clientes minoristas y profesionales creció un 14,6% y un 22,3% respectivamente en relación con 2013, mientras que el correspondiente a contrapartes elegibles lo hizo un 24,8%. Los ingresos por comisiones crecieron un 43,6% hasta los 47,8 millones de euros. Otro dato significativo, es que el número de contratos de clientes minoristas, siguiendo con la tónica de años anteriores, fue mayoritario respecto a profesionales y contrapartes, superando el 90% de los contratos. A pesar de ello, podemos observar que el patrimonio asesorado pertenece, la mayor parte, a inversores institucionales y en menor medida a clientes minoristas y profesionales. El perfil minorista es ampliamente dominante entre la clientela de los distintos tipos de entidades, pero se observa un número de inversores institucionales y profesionales considerablemente mayor, en términos relativos, en las EAFI.

En cuanto al número de EAFI, en el año 2014, se incrementó en 17 entidades, llegando hasta las 143. Es sorprendente, al visitar el registro oficial de la CNMV, comprobar que en los tres primeros meses de 2015, el número de EAFI se ha disparado hasta las 170. Cabe destacar que, el registro de las EAFI se inició en 2009 y a finales de dicho ejercicio estaban registradas un total de 16 entidades, dos de ellas personas físicas. Pese a este fuerte crecimiento, sigue siendo muy desconocido entre los inversores de nuestro país la existencia de las mismas. Sin embargo, este servicio está especialmente extendido en países anglosajones. Por ejemplo, en Reino Unido, existe la figura del Independent Financial Advisor (IFA) y la del Registered Investment Adviser (RIA) en Estados Unidos.

Las perspectivas para el conjunto de empresas de servicios de inversión son muy favorables, pero su crecimiento sigue condicionado por la actividad de sus principales competidores: las entidades de crédito nacionales y extranjeras.

En el siguiente cuadro podemos observar las principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero. En general, queda reflejada de forma clara, en todas las magnitudes, la tendencia de crecimiento de dichas entidades desde su nacimiento en el año 2007.

TABLA 5: EVOLUCIÓN DE LAS EAFIS.

Importes en millones de euros	2013	2014	% var.año
NÚMERO DE ENTIDADES	12	143	15,5
PATRIMONIOS ASESORADOS	17.630.08	21.391.417	21,3
Clientes minoristas	4.991.653	5.719.199	14,6
Clientes profesionales	3.947.782	4.828.459	22,3
Otros	8.690.646	10.843.759	24,8
NÚMERO DE CONTRATOS	4.002	4.629	15,9
Clientes minoristas	3.738	4.313	15,7
Clientes profesionales	235	276	17,4
Otros	29	40	37,9
INGRESOS POR COMISIONES	33.273	47.746	43,6
Comisiones percibidas	33.066	47.167	42,7
De clientes	26.530	37.930	43,0
De otras entidades	6.537	9.236	41,4
Otros ingresos	206	579	181,1
PATRIMONIO NETO	21.498	26.529	23,4
Capital social	5.156	5.579	8,1
Reservas y remanentes	9.453	8.993	- 4,9
Resultado del ejercicio	6.890	11.956	73,7

FUENTE: CNMV

BBVA

BBVA Multiactivo Conservador, FI



Fondo de Renta Fija Mixta Euro - 30/04/2015

Objetivo de Inversión

BBVA Multiactivo Conservador es un fondo de asignación de activos global. El fondo diversificará sus activos en cartera en tres motores principales de rentabilidad: renta fija internacional, renta variable internacional y divisas. La inversión en Renta Variable se moverá en un rango entre el 0% y el 30% del patrimonio de la cartera según las expectativas del equipo gestor. Las inversiones en renta fija serán de alta calidad con un límite del 5% con un rating inferior. El fondo implementará sus estrategias de la forma más eficiente, bien mediante inversión directa o a través de inversión en otros IICs, fundamentalmente en ETFs españoles o extranjeras, pertenecientes o no al Grupo BBVA, pudiendo invertir hasta un 15% del patrimonio en mercados emergentes y sin que exista predeterminación en cuanto a la rating y capitalización de estos activos). La exposición a divisa podrá superar el 6%.

Valor Liquidativo

10,6363 euros

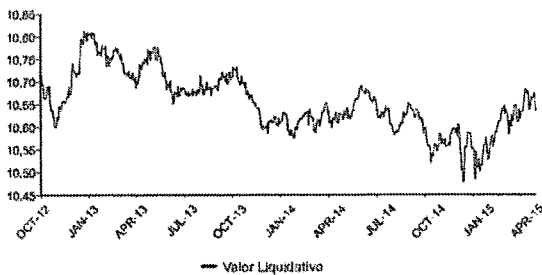
Escala de Riesgo



Horizonte Temporal de Inversión

Recomendado para posiciones entre 1 y 2 años

Evolución del Fondo

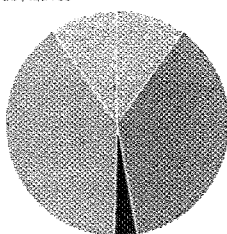


Performance / Datos estadísticos

	Fondo
Rentabilidad mensual	0,16%
Rentabilidad trimestral	1,02%
Rentabilidad acumulada 2015	0,81%
Rentabilidad interanual	0,08%
Rentabilidad 3 años T.A.E	-0,01%
Volatilidad anualizada 1 año	1,97%
Meses en positivo	14
Meses en negativo	18

Composición Cartera

Tipo de Activos



Renta Variable*	10,1%
Renta Fija	97,0%
Reserva Activo	3,4%
Monetarios**	30,0%
Líquida	5,8%
Total	100,0%

*La inversión en Fondos de Renta Variable es de 10,08%, la exposición total de la Cartera a Renta Variable aumenta hasta el 15,90% a través de derivados.

** Monetarios incluye fondos monetarios y letras.

Comportamiento Esperado

La evolución del fondo dependerá de:

- Riesgo de mercado: principalmente por la variación de precios de los activos de renta variable en los que invierte y de los tipos de interés.
- Riesgo de crédito: en caso de deteriorarse la calidad crediticia de los activos en los que invierte.
- Riesgo de divisa: debido a la variación de los tipos de cambio en la inversión en divisas distintas al euro.

Principales inversiones (% sobre patrimonio)

Derivados RV USA	7,29%
Amundi 6 M	6,12%
DWS Floating Rate Notes	6,12%
M&G Optimal Income	5,28%
Schroder ISF EM DBT A R-CAC	4,23%
AXA WORLD FD-GL INFLAT I-ACC	3,26%
Lyxor UCITS EuroStoxx 50	2,77%
DB X-Trackers Euro Stoxx 50 UCITS ETF-1C	2,77%
PIMCO GBL INV GR-I HD ACC	2,71%
Fidelity Funds - US High Yield	2,65%

Datos Generales del Fondo

Fecha Creación	17/06/2005
Denominación Anterior	BBVA Gestión Corto Plazo, FI
Cambio Política Inversión	14/09/2012
Patrimonio	820 millones
Participes	35.700
Gestor	BBVA ASSET MANAGEMENT, S.A. S.G.I.I.C.
Depositario	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
ISIN	ES0114207030
Nº Registro CNMV	3223

Comisiones

Gestión	1,35%
Depósito	0,10%
Suscripción	No tiene
Reembolso	No tiene
Inversión mínima	600 euros

Riesgo Divisa

El riesgo divisa del fondo será el de la divisa en la que están denominados los fondos en los que invierte, y adicionalmente el de la divisa de sus activos subyacentes.

Este documento tiene carácter informativo y no constituye una oferta de inversión. El contenido no puede interpretarse como una oferta, invitación o recomendación para la venta, compra o suscripción de valores, ni su contenido constituye una oferta de compra o suscripción de valores de cualquier tipo. Este documento no constituye la información legal necesaria que deba ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión. La información legal prevista en caso de cualquier suscripción de valores de cualquier tipo se publica en la página www.bbvaassetmanagement.com y en el CNMV. La información contenida en este documento se refiere a la fecha que aparece en el mismo, por lo que podría haber cambiado como consecuencia de la fluctuación de los mercados. Los datos y estadísticas pasadas no representan resultados futuros.

BBVA Asset Management SGIIC, S.A. es una entidad legalmente registrada en España y forma parte de BBVA Asset Management, la división mundial de gestión de activos del Grupo BBVA.

Datos Fondo

Categoría CNMV: **RF Mixta Internacional**
 Nº registro CNMV: **2505**
 Fecha registro CNMV: **23/11/2001**
 Domicilio: **España**
 Depositario: **CECABANK, S.A.**
 Frecuencia de Valoración: **Diaria**

Datos Clase

Fecha registro CNMV: **24/05/2011**
 VLP a 30/04/2015: **16,2932 EUR**
 ISIN: **ES0164539001**
 Código Bloomberg: **MSEURES SM**
 Comisión de gestión: **1,375%**
 Comisión de depósito: **0,125%**
 Mínimo de entrada: **600 EUR**
 Mínimo a mantener: **6 EUR**

	IIC	Clase
Patrimonio (M.Eur)	8.336,66	4.066,05
Participes:	228.200	186.663

Riesgo y Rendimiento

Fondo no complejo.
 Riesgos principales: mercado, tipos de interés, crédito, divisas, por la inversión en instrumentos financieros derivados y por la inversión en países emergentes

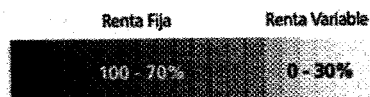
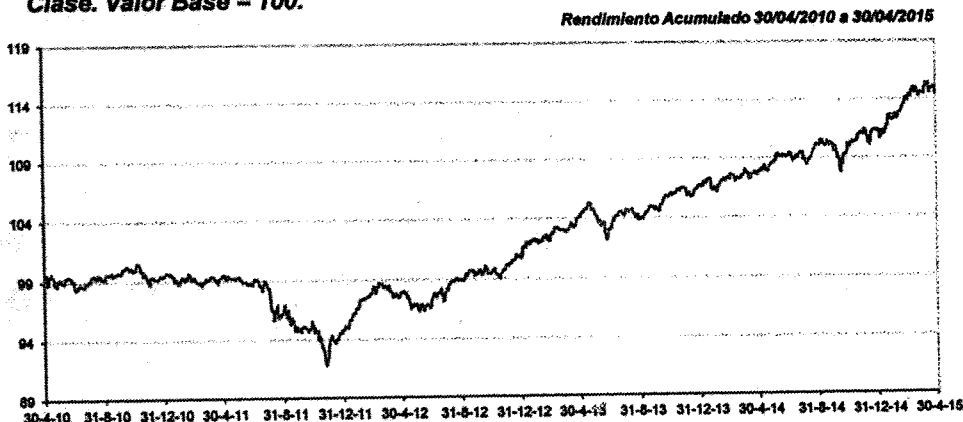
Datos Riesgo Histórico

Periodo 1 año	Clase
Volatilidad	2,91%

Premios

Política de Inversión

InverCaixa seleccionará la combinación de activos y fondos óptimos para cada momento de mercado. Invertirá tanto en activos directos como en fondos de las más prestigiosas gestoras internacionales. Este fondo podrá invertir un máximo de 10% en mercados emergentes de RV y RF. En Renta Fija podrá tener un máximo del 10% en rating inferior a BBB-. Sin límite divisa.


Rentabilidad Histórica
Clase. Valor Base = 100.

Rentabilidad Acumulada %

	1m	3m	6m	1A	3A	5A
Clase	-0,12%	1,99%	4,39%	6,09%	16,76%	14,90%

Rentabilidad Anual %

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Clase	2,80%	4,26%	5,78%	6,41%	-4,69%	1,97%

Estadísticas de Rentabilidad y Riesgos a 5 años

TAE	Mejor Mes	Peor Mes	Nº Meses Positivos	Nº Meses Negativos	Máxima Caída	Días Recuperación
2,80%	1,98%	-2,02%	42	18	-8,70%	775

(*) En el folleto del fondo se detallan las comisiones indirectas que puede soportar. La rentabilidad histórica anterior a la fecha de registro de esta clase es simulada y se ha obtenido con las comisiones vigentes. La rentabilidad registrada en el pasado no es ninguna garantía para el futuro.

Bibliografía

Alvargonzalez, V. (6 de Mayo 2012). *Un País de analfabetos Financieros* [Artículo de El País el periódico] Recuperado de [/economía.elpais.com/economía/2012/05/04/actualidad/1336131931_321779_hhtml](http://economía.elpais.com/economía/2012/05/04/actualidad/1336131931_321779_hhtml).

Amat, O (2012). *Entrevista a Oriol Amat*, EAFInforma 2,3.

Amat, O (2012). *Entrevista a Oriol Amat*. EAFInforma, 2,4.

Cano, D (2014). *La inversión en el Ibex 35 ¿lastrada por la bancarización de España?* Recuperado de http://www.economiadigital.es/es/notices/2014/06/la_inversion_en_el_ibex_35_lastrada_por_la_bancarizacion_de_espana_55870.php

Circular 10/2008. BOE núm 12, de la CNMV. 14 de enero de 2009.

CNMV (2011) *Guía sobre la Prestación del Servicio de Asesoramiento en materia de inversión*
Recuperado de <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>

Defensor del Pueblo (2011) *Informe Anual* Recuperado de http://www.defensordelpueblo.es/es/Documentacion/Publicaciones/anual/Documentos/Informe_2011.pdf

Directiva 2004/39/CE. DOUE núm. 145, del Parlamento Europeo y del Consejo. 21 de abril de 2004.

Directiva 2006/73/CE. DOUE núm 241, de la Comisión Europea. 2 de septiembre de 2006.

Directiva 2014/65/EU. DOUE núm 173, del Parlamento Europeo y del Consejo. 12 de junio de 2014.

Fernandez, A (2011). *Empresas de Asesoramiento Independiente*, EAFInforma,1, 10-11.

Fernandez, A (2011). *Empresas de Asesoramiento Independiente*.EAFInforma,1, 10-11.

Ley 24/1988 del Mercado de Valores. BOE núm 181. 29 de julio de 1988.

Moreno, A (2011). La revisión de la MIFID: El Asesoramiento Financiero, Revista EAFInforma, 1, 2-3.

Mullainathan, S, Noeth, M, Schoar, A (2011) "*The Market for Financial Advice: And audit study*"
Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w17929>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2012) *Informe PISA*
Recuperado de <http://www.mecd.gob.es/dctm/inee/internacional/pisa2012/pisa2012lineavolumeni.pdf?documentId=0901e72b81786310>

"Question and answers, understanding the definition of Advice under MIFID"
Recuperado de <http://www.esma.europa.eu/content/Question-and-Answers-Understanding-definition-advice-under-MiFID>

Real Decreto 217/2008. BOE núm 41. 16 de febrero de 2008.

Real Decreto Ley 24/2012. BOE de reestructuración y resolución bancaria

Sentencia del Tribunal Supremo de 16 de Diciembre de 2009
Recuperado de Westlaw Aranzadi

