



David Gassó.
Presidente. EAF Asesores Financieros-CGE

MiFID II

MiFID II desembarcará en 2018 con un refuerzo de los requisitos para garantizar al inversor español que recibe un asesoramiento financiero de la más alta calidad.

Las EAFIs se han preparado y seguirán haciéndolo para estar listas cuando entre en vigor la Directiva.

Dependerá de si, finalmente, las peticiones del sector son atendidas, por lo menos parcialmente, para que su consolidación como entidades de referencia en el panorama inversor español sea una realidad.

En el anteproyecto de la Ley del Mercado de Valores no se han atendido algunas de las sugerencias que EAF planteó en la Consulta previa del pasado mes de abril. Estas sugerencias, de tomarse en consideración, podrían ser un revulsivo para el sector de las EAFIs, que no acaba de consolidarse y, sobre todo, del asesoramiento en materia de inversión como un servicio exclusivo para el cliente.

Sin ánimo de ser repetitivo, porque ya se trató en el anterior número de la revista *EAFInforma*, nuestras peticiones pasan porque el asesoramiento sea un servicio prestado por entidades reguladas, que garanticen al inversor que el servicio que se está prestando está siendo supervisado y sometido a unas normas de conducta. Esta es la única forma de que el asesoramiento no sea considerado como un servicio menor.

Por otra parte, a pesar de ser un servicio que actualmente puede prestarse por cualquiera como un servicio accesorio, a quienes han decidido estar bajo la supervisión de la CNMV se les impone unas exigencias que, en mu-

chos casos, son desproporcionadas para su actividad, como:

- **Prohibición de tener agentes que puedan prestar o promover el servicio de asesoramiento financiero de la EAFI.** Esto, además de ser una discriminación con respecto a otras empresas de servicios de inversión, les impide darse a conocer a un mayor número de inversores. La necesidad de apoyarse sólo en empleados contratados por la EAFI implica que:
 - Se incrementen los costes fijos de unas entidades de un tamaño muy pequeño.
 - El número de empleados que, en su caso se pudieran contratar, sea muy limitado.
- **Separar la prestación del servicio por asesoramiento independiente y no independiente, cuando en la mayoría de los casos el servicio es el mismo** (razón de ser de las EAFIs). La única diferencia reside en si permite cobrar incentivos o no. Es decir, puede que no dependa de la calidad del servicio prestado, sino de si el cliente desea que el servicio le resulte más barato.
- **Prohibición de poder transmitir las órdenes de los clientes derivadas de sus recomendaciones, al contrario de lo que ocurre con el resto de las ESIs.** Supone trabajo adicional para el cliente y afecta al valor que éste le da al propio servicio de asesoramiento.
- **El hecho de que estén supervisadas no implica que tengan que tener un exceso de control para la actividad que realizan, fundamentalmente las entidades que son personas jurídicas.** El control que deben tener estas entidades ha de ser proporcional a la actividad que realizan, a los

instrumentos que asesoran, a su tamaño, al tipo de clientes y al personal interno y externo (en caso de que les permitieran tener agentes) que tienen. En relación a este exceso de control destacan, entre otras, las siguientes obligaciones:

- Necesidad de realizar auditoría de cuentas y auditoría interna.
- Auditoría de prevención de blanqueo de capitales, tratándose de entidades que no reciben dinero ni valores de los clientes.
- Trámites excesivos para adquirir acciones o participaciones de la entidad aún tratándose de volúmenes muy pequeños y generalmente con poca incidencia en el sector.

Estos hechos hacen que las Empresas de Asesoramiento Financiero no tengan el desarrollo deseado, como sí ha ocurrido en otros países de Europa. Que el inversor tenga una amplia oferta donde elegir, y no unas pocas entidades grandes y poco diferenciadas, como sucede con las entidades financieras, es algo que no puede ser más que una excelente noticia en un país necesitado de un asesoramiento financiero de calidad.

Las prácticas de mala o inadecuada comercialización de productos de inversión se concentran, por lo general, en el inversor minorista. Las EAFIs, principalmente, asesoran al inversor minorista y deben contribuir eficazmente a la limitación de estas malas prácticas por los comercializadores, reduciendo el número de conflictos y reclamaciones.

Si partimos del hecho de que normalmente el inversor minorista es reacio a asumir el coste directo del asesoramiento, tenemos un problema añadido ya que los servicios que se le prestan están gravados por el IVA, que no puede repercutir. Además, no puede deducir en IRPF el coste del asesoramiento, al contrario que las personas jurídicas que sí pueden deducir los gastos de asesoramiento financiero en el impuesto sobre sociedades al ser un gasto que cumple los requisitos de deducibilidad.

En las IIC (fondos de inversión, SICAV), el contribuyente, sea persona física o jurídica, tributa por la ganancia neta (deducidos todos los costes, entre ellos los de gestión y de asesoramiento). Sin embargo, en una cartera de valores directos (acciones, bonos, etc.), los costes de gestión y de asesoramiento no resultan deducibles por ahora en el IRPF, por lo que se tributa por el rendimiento o ganancia brutos.

MiFID II y nuevas reglas sobre gobernanza de productos



Gregorio Arranz.

Asesor Externo.
EAF Asesores Financieros
CGE

Una de las principales novedades de MiFID II es la nueva regulación que contiene de la llamada “gobernanza de productos” (“product governance”), que puede sintetizarse en que hay que buscar para cada valor o instrumento financiero el tipo de público (“target” u objetivo) idóneo para su adquisición, buscando siempre el mejor interés de los clientes.

Introducción

Esta obligación de gobernanza de los productos afecta, no sólo a los productores de los mismos (es decir, los que los diseñan), sino también a los distribuidores —entendidos estos en sentido amplio— ya que bajo esa rúbrica aparecerían tanto los comercializadores (prestan el servicio de inversión de recepción y transmisión de órdenes) como los asesores que se limitan a recomendarlos.

A nosotros nos interesa la gobernanza de los productos desde la perspectiva de los que asesoran, pues esta es la actividad que principalmente realizan las EAFIs y, por tanto, sólo nos referiremos a la normativa que incide en esta actividad.

A nivel europeo esta materia aparece regulada en la propia MiFID II, luego muy desarrollada por la Directiva de nivel 2, la 2014/65/UE. En los anteproyectos de LMV y del Real Decreto de desarrollo reglamentario de la misma, sometido a consulta pública por el Tesoro durante el pasado verano, se contiene también una regulación extensa pero que es poco más que una transposición literal de la normativa europea.

Las obligaciones que impone MiFID II a las ESIs en virtud de este capítulo, no implican ninguna disminución de las que ya tenían desde MiFID I, y muy en particular las que afectan a la práctica de los test de conveniencia/idoneidad, al suministro de información y a los conflictos de interés. La gobernanza de productos constituye una técnica tuitiva del consumidor de carácter más general y previa al contacto individualizado con un cliente concreto, mientras los test de conveniencia/idoneidad se proyectan ya de forma personalizada, en la relación con un cliente concreto. Ambas figuras de alguna forma se complementan.

Hay que destacar que, como ocurre con prácticamente todas las instituciones MiFID, el cumplimiento de las abundantes reglas que la normativa contempla y a las que a continuación nos referiremos, requiere también de la adopción y seguimiento de un procedimiento específico adaptado a las características concretas de cada entidad, que además deberán ser objeto de revisiones periódicas.

Finalmente, las obligaciones a las que a continuación nos referimos se aplican aunque se trate de productos originados por entidades no sujetas a la LMV, o elaborados por entidades no comunitarias.

Obligación previa de los productores de instrumentos financieros respecto a los asesores

Aunque aquí nos centramos en la gobernanza de productos desde la perspectiva de asesores de inversiones, los productores, no sólo deben buscar que cada producto se adapte al público objetivo que corresponda, sino que además deben transmitir información a los asesores que incluya al menos:

- a) Los canales apropiados de distribución.
- b) El proceso de aprobación del producto y determinación de su "target".
- c) La información necesaria para que los asesores comprendan bien el producto y lo puedan recomendar adecuadamente.

La obligación es recíproca porque también los distribuidores deben recabar de los productores la información para comprender adecuadamente los productos.

Identificación del mercado objetivo y la estrategia de distribución

La regulación de este punto reviste especial importancia.

Las ESIs determinarán el mercado objetivo para cada instrumento respectivo, aun cuando dicho mercado no haya sido definido por el productor. A estos efectos, las ESIs identificarán con el suficiente nivel de detalle el mercado objetivo potencial de cada instrumento financiero y especificarán el tipo de cliente cuyas necesidades, características y objetivos son compatibles con el instrumento financiero.

Las ESIs, a la hora de definir su estrategia de distribución, deberán tener

en cuenta la naturaleza del instrumento financiero, el tipo de clientes a los que van a prestar servicio y los servicios que prestan.

Cuando el distribuidor, por el tipo de servicio que va a prestar o por otra razón, no disponga de la información necesaria para determinar uno o varios aspectos del mercado objetivo, tendrá en cuenta la estrategia de distribución proporcionada por el productor del instrumento financiero.

El distribuidor/asesor podrá desviarse de las recomendaciones de distribución que emita la entidad que haya diseñado el producto si lo justifica convenientemente y, en todo caso, si ello implica proporcionar un servicio con una mayor protección para el cliente o se restringe más el mercado objetivo definido por el productor.

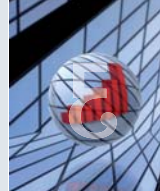
Revisión de los productos

Las ESIs revisarán periódicamente los productos de inversión que ofrecen o recomiendan y los servicios que prestan, teniendo en cuenta todo evento que pueda afectar sustancialmente al riesgo potencial asociado al mercado objetivo identificado. Las empresas evaluarán, al menos, si el producto o el servicio sigue siendo conforme con las necesidades, las características y los objetivos del mercado identificado y si la estrategia de distribución prevista sigue siendo apropiada.

Organización interna

Las ESIs se asegurarán de que:

- a) Su función de cumplimiento supervise el desarrollo y la revisión periódica de los mecanismos de gobernanza de los productos, con el fin de detectar cualquier riesgo de incumplimiento.



- b) El personal pertinente posea los conocimientos técnicos necesarios para comprender las características y los riesgos de los productos que se proponen recomendar y los servicios prestados, así como las necesidades, características y objetivos del mercado objetivo identificado.
- c) El órgano de dirección ejerza un control efectivo sobre el proceso de gobernanza de los productos, con el fin de determinar la gama de productos de inversión que van a recomendar y los servicios prestados a los respectivos mercados objetivo.

d) Los informes de cumplimiento destinados al órgano de dirección incluyan sistemáticamente información sobre los productos que recomiendan y los servicios prestados. Previa solicitud de la CNMV, los informes de cumplimiento se pondrán a su disposición.

Responsabilidad de los distribuidores

Finalmente la normativa prevé que cuando varias ESIs colaboren en la distribución de un producto o servicio, la empresa que mantenga la relación directa con el cliente será la última responsable de atender las obligaciones

de gobernanza de productos. No obstante, las ESIs intermedias en la cadena:

- a) Se asegurarán de que la información de los productos pertinente se traslade del productor al distribuidor/asesor final en la cadena.
- b) Si el productor requiere información sobre las ventas de productos para cumplir sus propias obligaciones de gobernanza de productos, le permitirán que la obtenga.
- c) Aplicarán las obligaciones de gobernanza de productos a los productores, en la medida que proceda, en relación con el servicio que presten.

Evaluación de la idoneidad del inversor vs psicología del inversor



Ana Fernández Sánchez de la Morena
Socia Fundadora. AFS Finance Advisors, EAFI

La evaluación de la idoneidad en la directiva MiFID define en su articulado todos y cada uno de los puntos que una entidad financiera debe llevar a cabo a fin de conocer a sus clientes, y la adecuación de los productos al riesgo de cada cliente. Sin embargo la evaluación de la idoneidad del inversor solo puede hacerse de forma completa si se introduce el análisis de las conductas de los clientes y los mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisión del inversor.

Hallazgos de las finanzas conductuales

Los modelos financieros tradicionales se basan en la suposición de que los agentes económicos son racionales. Esto significa que son capaces de pro-

cesar información relevante de manera eficiente e imparcial y que sus decisiones son consistentes. Sin embargo, recientes estudios basados en la psicología cognitiva, arrojan como conclusión que los inversores, o al menos un nú-

mero significativo de ellos, están sujetos a sesgos de comportamiento. Esto significa que los inversores son muy susceptibles a como se plantean las opciones y el que o quien está relacionado con las alternativas que se les

presentan. En muchas situaciones, sus decisiones financieras son, por lo tanto, parcialmente influenciadas por aspectos no relevantes del contexto de la decisión, lo que podría conducir a resultados poco convenientes para ellos.

Por ello se está poniendo en duda la eficacia de la herramienta utilizada por las empresas para evaluar la idoneidad de una inversión (el cuestionario para recopilar la información de los clientes), ya que la evaluación de la idoneidad puede ser ineficaz si no toma en cuenta los sesgos de comportamiento de los clientes: si la forma en que se formulan las preguntas no considera los sesgos cognitivos y conductuales (que podrían afectar preferencias y opciones), el cuestionario puede resultar poco fiable.

El proyecto de Directrices de ESMA (European Securities and Markets Authority) relativas a ciertos aspectos relativos a la evaluación de idoneidad en MiFID II, en consulta pública hasta el 12 de octubre, establecen que el cuestionario debe ser imparcial, y por ello, deben realizarse preguntas para evitar que cualquier distorsión perceptiva o cognitiva perjudique las respuestas y afecte su validez y fiabilidad.

Asimismo, y según estas directrices de ESMA, la evaluación del perfil de riesgo de los inversores es otro punto crítico para la evaluación final de la idoneidad. La teoría de las finanzas clásicas considera el riesgo de una inversión como una medida objetiva, que puede ser fácilmente cuantificada y resumida por un parámetro único (variación, riesgo a la baja, modelos de precios de activos de capital, etc.). Por el contrario, las teorías de las finanzas conductuales se centran en la percepción del riesgo del inversor individual (percepción que difiere claramente de

una persona a otra) que depende tanto de las características psicológicas específicas como de la esfera emocional del inversor y, por tanto, **realizar una medición estándar del perfil de riesgo puede provocar distorsiones en el resultado**, en tanto en cuanto, el inversor contesta lo que piensa en ese momento, en función de las circunstancias de dicho momento: situación de valoración del mercado, necesidades patrimoniales y financieras y momento emocional.

Para ayudar a comprender qué hay detrás de la psicología del inversor, la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) ha publicado una interesante guía en su página web que, a mi juicio, ayudará a los inversores a conocerse mejor, y que ayudará a los asesores a tener una herramienta de análisis psicológico del perfil de los inversores, en la que explica algunos de los sesgos de comportamiento de los inversores.

A lo largo de mi carrera profesional he encontrado algunos sesgos comunes en el comportamiento de los inversores, los cuales podemos ver publicados en la **guía de la CNMV sobre los mecanismos psicológicos que intervienen en la toma de decisiones de inversión** y que explican lo siguiente:

· **Sesgo de aversión a las pérdidas:** *Este sesgo es a la tendencia a considerar que las pérdidas pesan más que las ganancias. El cliente no percibe lo mismo si pierde un 5% que si gana un 5%. En la pérdida, el miedo se manifiesta de forma significativamente mayor que la posibilidad de ganar algo de valor semejante. Este sesgo es también denominado "Efecto de miopía", el cual hace que el inversor pierda la perspectiva del largo plazo y sobrereaccione a noticias o eventos que se producen en el corto plazo.*

· **Sesgo del exceso de confianza:** *Este sesgo hace referencia a la tendencia a sobreestimar los conocimientos y juicios subjetivos y considerarlos ciertos. A la hora de tomar decisiones y realizar pronósticos, se sobrevaloran los conocimientos y la experiencia personal, sin tener en cuenta la diferencia entre lo que se sabe realmente y lo que se cree saber.*

El exceso de confianza puede llevar al inversor a considerar que la probabilidad de que su inversión fracase es menor de lo que realmente es. El inversor sobreconfiado infravalora los riesgos de su inversión y sobreestima las ganancias esperadas de la misma.

· **Sesgo de la ilusión de control:** *Este sesgo hace referencia a la tendencia a sobreestimar que se dispone del control o de la posibilidad de influir en algo sobre lo que objetivamente no se tiene ningún control. Este sesgo puede llevar a que se asuma un nivel de riesgo superior al adecuado al confiar en que se controlan los vaivenes del mercado gracias a los análisis realizados y la información de la que se dispone.*

· **Sesgo de autoridad:** *Es la tendencia a sobreestimar las opiniones de determinadas personas por el mero hecho de ser quienes son y sin someterlas a un enjuiciamiento previo. Puede suceder que se realice una inversión únicamente porque la recomienda o la aconseja un familiar o un amigo sin realizar ningún análisis adicional y sin tener en cuenta las necesidades y el perfil de riesgos propios.*

Seguro que tras la lectura de estos sesgos, y algunos más que se pueden leer en la guía de la CNMV, hemos recordado y asociado alguna situación particular, y muchos serán los ejemplos que se

podrían comentar: Preferentes, Deuda subordinada, Afinsa, Banco Popular, Terra, Gowex, etc.

Por ello, es importante que tanto los asesores como los inversores tratemos de conocernos, de indagar en nosotros mismos para diferenciar las creencias personales, de las creencias colectivas, de saber que es difícil tomar decisiones sobre un futuro hipotético y por ello, es un arte de "adivinación" saber hoy cómo actuaremos ante una situación futura e imprevista.

Hasta que las emociones primarias vinculadas a las inversiones, como son el miedo y la ambición, no se manifiestan, creemos que actuaremos de una forma, pero cuando la emoción nos gobierna, nuestro cerebro deja de pensar con claridad y sobre todo con objetividad y las decisiones que se toman en esos momentos, pueden no ser las más convenientes.

Según palabras del pintor Vincent Van Gogh *"No olvidemos que las pequeñas emociones son los capitanes de nuestras vidas y las obedecemos sin siquiera darnos cuenta"*.

Por ello, como dice Daniel Kahneman (Premio Nobel de Economía en 2002, psicólogo y padre de la psicología conductual) *"Hagas lo que hagas, actúa siempre con calma y corrección"*.

Ana Fernández Sánchez de la Morena es pionera en aplicar herramientas de *coaching* y psicología a la hora de tomar decisiones de inversión, con el fin de conseguir un equilibrio entre las inversiones y las emociones que provoca la volatilidad de las mismas.



Repercusión de MiFID II en las EAFIs

¿Es momento de constituir una EAFI?

Jerónimo Moreno Horcada
Director General. Veritas Capital EAFI, S.L.

Después de muchos años en el sector financiero —algunos más que antigüedad tiene la CNMV, y tras ocupar diversos puestos en importantes entidades financieras— decidí junto con algunos profesionales constituir una EAFI, con la misión de facilitar un asesoramiento personalizado y de calidad, independientemente del volumen de sus ahorros y bajo los valores de independencia, transparencia, confianza y especialización.

Siempre hemos pensado que este es un negocio de personas y como tal siempre hemos tenido un grado de compromiso muy elevado con el cliente teniendo en cuenta su perfil de riesgo.

Una vez dicho esto, y tras una reunión que ayer tuve con dos compañeros que como yo han constituido una EAFI, quisiera comentar algunos de los aspectos de las disposiciones introducidas en la directiva MiFID II, que serán de obligado cumplimiento a partir del próximo año, y que nos impedirán poder crecer dentro de un mercado muy competitivo. Estos comentarios no son desde un punto de vista técnico sino teniendo en cuenta las dificultades que tenemos en nuestra actividad en el día a día.

Entendemos que es necesario regular algunos de los aspectos que hoy existen en el sector financiero, para evitar muchos de los abusos que han ocurrido durante la crisis con la colocación de productos a clientes cuyo perfil no era el apropiado, comprobando la correcta aplicación normativa y obteniendo una mayor transparencia. Sin embargo, con la trasposición de la directiva MiFID II, creo que los requerimientos que se nos van a hacer a las EAFIs nos van a colocar en una situación muy difícil cuya consecuencia final será dificultar nuestro crecimiento a pesar del buen servicio que estamos prestando.

Hay que tener en cuenta que las EAFIs somos, por lo general, entidades pequeñas, con una reducida estructura y con un balance muy simple sin riesgos con terceros.

Si a estas sociedades se les obliga a tener una auditoría externa de procedimientos, una auditoría de blanqueo de capitales, unas tasas elevadas, etc., una de dos o incorporas personal para poder cumplir con la normativa o externalizas estas funciones, con lo que en cualquiera de los dos casos los costes complican y mucho la viabilidad de la sociedad, ya que la cuenta de resultados necesitará un volumen crítico elevado para cubrir tanto gasto, impidiendo de alguna manera su crecimiento

para hacer entidades más fuertes y tecnificadas.

Actualmente la cuenta de resultados de una EAFI, se nutre fundamentalmente, por una parte, de los contratos de clientes que pagan por el asesoramiento y, por otra, mediante la retrocesión de comisiones que nos ceden los bancos. Si tenemos en cuenta que a partir de la implantación de la directiva, el tema de la retrocesión de comisiones tendrá su problemática, en base a la independencia o no de la sociedad, la cuenta de resultados puede complicarse mucho.

Las EAFIs en general estamos prestando un servicio a los clientes, con un grado de aceptación muy elevado.

Como ha dicho David Gassó, presidente de EAF Asesores Financieros CGE, *"Las EAFIs estamos llamadas a jugar un papel fundamental para mejorar la formación financiera de la sociedad española"*.

Por otra parte, no parece lógico que tras pasar todos los controles que exige la CNMV —de experiencia, formación, honorabilidad, etc.— para la autorización y registro de cualquier EAFI, luego no permitan la posibilidad de tener agentes con los controles que consideren necesarios, lo que dificulta enormemente el crecimiento e incluso la viabilidad de muchas de estas entidades y sobre todo cuando se está produciendo un agravio comparativo con otras entidades como son las sociedades de valores, etc.

Si esto se permitiese o se buscara un sistema de incentivos adecuado con los controles correspondientes, podríamos tener un crecimiento sostenible que ayudaría igualmente a eliminar el intrusismo, que lo único que hace es perjudicar a los que cumplimos con la normativa y, desde luego, se echan de menos medidas fuertes que eviten el intrusismo en el mercado del Asesoramiento Financiero.

También quisiera hacer mención al cambio de nombre a EAF que, aunque

no me parece demasiado relevante, teniendo en cuenta que hemos tardado tiempo en que el cliente se acostumbre a nuestro nombre, explicándole el significado de cada una de las letras EAFI, ahora nuevamente tendremos que explicar el por qué de la modificación.

Una vez dicho todo esto creo que ahora sí se puede contestar a la pregunta del principio.

¿Es momento de construir una EAFI?

Mi respuesta es Sí, a pesar de los rigurosos requisitos que exigirá la MiFID II el próximo año y que ocasionaran múltiples dificultades. Solo nos queda esperar que se consiga flexibilizar el tema de agentes o incentivos, lo que serviría para abrir interesantes oportunidades en el mercado para el sector, teniendo en cuenta que somos profesionales que aportamos al cliente transparencia y calidad basada en una sólida trayectoria profesional y todo esto bajo estrictos métodos de control, seguimiento y personalización.



¿Y los robo-advisors?

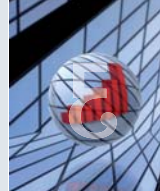
¿Cómo afecta la nueva normativa europea al boom del asesoramiento automatizado?

Miguel Camiña · Borja Nieto.
Socios Fundadores de Micappital 2017 EAFI S.L.

El objetivo principal de la nueva normativa MiFID II es poner en el centro de la ecuación al inversor, y esto se va a implementar a través de

medidas para mejorar la transparencia y la protección del mismo, entre otras cosas mediante tests de conveniencia o mercados objetivo de cada producto.

La creciente aparición en Europa de las plataformas de asesoramiento automatizado está generando dos vertientes en sus modelos de negocio: aque-



llos que se apoyan en bancos nodriza y captan el patrimonio de sus clientes frente a EAFIs o recomendadores de inversión.

Para entender cómo afecta la normativa europea a las nuevas plataformas es muy importante distinguir entre estos dos tipos de plataformas automatizadas de asesoramiento financiero.

· Robo-advisor depositarios

En primer lugar, aquellas que apuestan por captar el patrimonio financiero de sus clientes y llevarlo a sus bancos “nodriza” (un banco que les hace la función de depositaria).

Una vez que el cliente abre su cuenta y tiene el dinero depositado en el banco “nodriza”, comienza a funcionar la gestión automatizada. Suelen hacer una gestión discrecional de carteras, apoyándose en la tecnología.

Aplican la gestión robotizada para el rebalanceo de las carteras, y suelen utilizar ETFs o fondos indexados con bajas comisiones, con lo que reducen en gran medida el coste medio de una cartera de inversión.

· Robo-advisors EAFIs

La otra alternativa, son EAFIs o recomendadores que hacen asesoramiento financiero automatizado, pero sin tocar el dinero del cliente.

Es frecuente que trabajen con varias entidades financieras a la vez, por lo que si el cliente ya tiene cuenta abierta en esa entidad no haría falta mover el dinero.

Este tipo de plataformas utiliza la tecnología para la selección de productos financieros de las carteras, aunque al no tocar el dinero no pueden hacer movimientos automáticos

en las carteras. Se apalancan en las estructuras de los bancos.

Es muy importante entender esta distinción entre los dos tipos de robo-advisor que coexisten para ver las diferentes aplicaciones de MIFID II. Como toda la banca van a tener que desglosar los diferentes costes, así como detallar en mayor profundidad los riesgos de cada inversión, esto afecta de la misma manera a los dos tipos de robo-advisors.

Siguiendo con el hilo de la transparencia, todos aquellos robo-advisors que no se hayan declarado independientes deberán detallar las retrocesiones de comisiones que perciben. Por lo tanto, esto genera una escisión en el sector entre dependientes e independientes.

Primera conclusión, **los robo-advisors independientes no podrán percibir retrocesiones** por lo que cobrarán directamente del cliente, esto va a provocar un incremento de la calidad del asesoramiento al no existir conflictos de interés a la hora de seleccionar los productos recomendados.

Segunda conclusión, **los que se declaren dependientes van a tener que demostrar el valor añadido que generan al cliente** para poder repercutir un coste de asesoramiento más alto.

¿Cómo va a reaccionar el cliente?

El cliente se encuentra con diferentes alternativas a la hora de invertir, pudiendo recibir un asesoramiento automatizado en su propio banco, estar gestionado por un robot o acudir a su banquero privado o banco comercial.

Las principales diferencias son las que va a percibir el cliente por el lado de los costes, teniendo en cuenta que el **asesoramiento independiente roboti-**

zado tiene como ventaja un coste más bajo que una banca privada o comercial.

No parece descabellado pensar que este tipo de plataformas puedan jugar un papel complementario a la banca tradicional, buscando una inversión indexada a un precio muy ajustado, al que ni la banca tradicional ni los robo-advisors dependientes son capaces de ajustarse.

Es importante distinguir el comportamiento de los inversores en función de su patrimonio. Múltiples estudios coinciden en que patrimonios más bajos, sin acceso a banca privada, pueden encontrar en los robots el medio para canalizar su ahorro a un coste bajo. Sin embargo, los patrimonios más altos no van a dejar de lado a la figura del asesor humano, ya que les aporta un gran valor añadido a la hora de asesorar sus inversiones. Aunque esto no quita que una parte de su cartera la inviertan a través de estas plataformas automatizadas.

Conclusión

La nueva normativa va a suponer un cambio en cuanto a la calidad y cantidad de información que se le presenta al cliente, siempre buscando su protección y un mejor asesoramiento, pero estos nuevos procesos van a generar gran cantidad de documentación a parte de los test de idoneidad y conveniencia.

Los robo-advisors juegan un papel importante porque son capaces de validar todos esos flujos y presentar la información en tu móvil, poder así tenerla a mano y en una sola app toda la información. Proponen un acceso al mercado financiero de la forma más rápida y cómoda posible sin desestimar la regulación.

El formato y modelo de negocio de las EAFIs a examen con la MiFID II



Munesh Melwani. Socio-Director General.
CROSS CAPITAL EAFI, S.L.

A nadie en el sector financiero se le escapa la profunda transformación que ha experimentado el mismo desde el inicio de la última Crisis global en 2008, destacando la desaparición de las Cajas de Ahorros, el proceso de concentración del resto de entidades financieras, el cierre de sucursales y las reducciones de plantilla –todavía en curso– la proliferación de otras empresas de servicios de inversión (ESI) tales como las EAFIs, el aumento de la gestión independiente y más recientemente, la aparición de los robo-advisors. Todos estos cambios no podrían implementarse sin la oportuna regulación financiera, en beneficio del usuario final.

Partiendo de la base de que la introducción de la Directiva Europea MiFID II, traerá consigo una mejor protección para el inversor y una mayor profesionalización del sector financiero, su trasposición al ordenamiento español no debiera ser perjudicial para un segmento como las EAFIs vs otras figuras ya existentes, tales como los bancos, agentes bancarios y otras ESIs. Dado el nivel de exigencias y requisitos a nivel de autorización, organización, medios y control para las EAFIs –muy similares al de las demás ESIs– la nueva normativa no debería propiciar desventajas competitivas frente a las mismas, como por ejemplo, entre otras, la prohibición de contar con agentes vinculados para llevar a cabo la promoción y comercialización de sus servicios y actividades, y la política referida a la retención de incentivos.

Por otra parte, la posición dominante de la banca comercial en España y sus prácticas habituales de comercializa-

ción de productos de inversión, así como las limitaciones funcionales, operativas y de actividades de la EAFIs como figura vs otras ESIs, han traído consigo la migración por parte de varias EAFIs mercantiles, hacia otras fórmulas como las Agencias de Valores y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, movimiento que seguramente va a tener continuidad. Obviamente, estos movimientos de transformación, también tienen que ver mucho con la tipología de asesoramiento en materia de inversión –Independiente o No Independiente– y el tipo de cliente. Lo que asimismo se está evidenciando, es que las EAFIs aportan valor añadido a organizaciones mayores (tanto entidades financieras, como otras firmas) que no tienen implementado un asesoramiento financiero de vanguardia o alineado con los intereses de los clientes, o que quieren ejecutar un plan de crecimiento rápido, dado que ya se han producido adquisiciones tanto de EAFIs mer-

cantiles con equipo humano, así como unipersonales.

En cuanto a los formatos de EAFI –persona física o jurídica– en mi opinión, y así lo demuestra la evolución del sector, la tendencia apunta a que las personas físicas se asocien entre ellas para aprovechar economías de escala (por citar un símil, como lo hacen los despachos de abogados); se incorporen a EAFIs mercantiles; o bien, se transformen en agentes bancarios. Y es que los requisitos normativos, cada vez más extensos y laboriosos, hacen necesario disponer de un área de cumplimiento normativo en la EAFI que cuente con medios técnicos y humanos especializados, por lo que en mi opinión, resulta complicado externalizarlo del todo.

En este sentido, una EAFI persona física, aunque se establezca como autónomo y contrate personal de apoyo, difícilmente podrá soportar los costes derivados de dicho cumplimiento nor-

mativo, requisitos organizacionales, inversión en tecnología, formación acreditada, etc., para poder competir en su mercado. Aparte, está la propia labor de asesoramiento en materia de inversión, cada vez más exigente como consecuencia de la enorme oferta de productos e instrumentos existente, la creciente sofisticación de la clientela y el aumento de su cultura financiera, el control del riesgo de los instrumentos recomendados, las obligaciones de información, de seguimiento y reporting, etc.

A todo esto, se le une ahora que la MiFID II obliga a que las EAFIs personas físicas faculten a otras personas en calidad de sustitutos del administrador, en caso de que éste no pueda desempeñar todas sus funciones o no estuviera en condiciones de llevarlas a cabo, algo que resulta comprensible desde la óptica de protección al inversor.

Actualmente y según los registros oficiales de la CNMV, las EAFIs individuales suponen aproximadamente un 20 % del sector, con algo más de una treintena de nombres propios. Considero que el panorama que se les viene encima a las EAFIs, es complejo para todas y no solo por la MiFID II, lo que va a suponer más movimientos en el sector, por lo que no descarto que esta cifra se reduzca progresivamente y se tienda a la EAFI persona jurídica, que además transmite mayor solvencia y transparencia al cliente, en la medida en que están sometidas a mayores requisitos de recursos propios y cumplimiento de coeficientes, y a publicar las Cuentas Anuales auditadas, algo que no ocurre en el caso de las personas físicas.

Aparentemente, la normativa persigue erradicar con el tiempo el *one man show* y que las EAFIs se doten de medios y recursos que permitan elevar los estándares de la industria y en última instancia, la calidad percibida por los clientes.



¡El tren pasa de nuevo!

Alberto Ricart Masclans
Administrador de C&R
Investment Financial
Advisor EAFI, S.L.

¿Parará en la estación para el Asesoramiento Financiero y las EAFIs?

Dice el dicho que el tren sólo pasa una vez y hay que aprovechar su parada. Pues respecto al asesoramiento financiero va a pasar una segunda vez, aunque tengo mis dudas de que esta vez vaya a parar. El primer estacionamiento fue en 2008 con la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva MiFID que daba carta de nobleza al asesoramiento financiero, antes actividad de libre ejercicio, y la creación del nuevo actor entre las empresas de servicios financieros, las EAFIs. Ya es de sobras conocida mi opinión, la transposición se hizo tarde y mal. Han pasado ya más de ocho años desde que se inscribiera en el registro de la CNMV la primera EAFI y, a trancas y barrancas, hemos ido creciendo en número, clientes y patrimonio asesorado.

Me permitirá el lector que haga un poco de memoria y que rinda un homenaje a D. Antonio Moreno Espejo, gran conocedor de nuestra pequeña industria. En una larga y distendida conversación con él, hace un par de años, llegamos a la conclusión que la transposición de MiFID II era la gran oportunidad para que el asesoramiento financiero diese el gran salto adelante y, por ende, las EAFIs. Que sólo nos dedicamos exclusivamente a esta labor. La nueva norma podría arreglar las ineficiencias y lagunas de la anterior debido a las prisas para su transposición y a la falta de experiencia del regulador y del mercado español en cuanto a este tipo de empresas que sólo asesoran a sus clientes.

Viendo el proyecto de transposición me hace dudar de que esto vaya a ser así, aunque aún espero que el legislador haga caso a algunas de las peticiones que le hemos hecho. Me gustaría remarcar algunos temas muy importantes que me preocupan.

¿A qué viene esto de cambiarnos el apellido? ¡Con lo que nos ha costado hacernos un hueco en el mercado con el de EAFI! Me perdonarán pero no lo acabo de entender. Nos van a obligar a pequeñas empresas en un sector altamente regulado, a imprimir de nuevo tarjetas de visita, cambio de logos, papelería nueva, folletos nuevos, páginas web, escritura notarial, registro mercantil,...

Para mayor asombro vemos que respecto al ¡Intrusismo en el sector no se ha dispuesto absolutamente nada! Todo queda igual. Otros profesionales

que realizan esta actividad de forma accesorio (o, al menos, así lo indican), que prestan el servicio de asesoramiento a clientes sin ningún tipo de cortapisa, e incluso con más atribuciones que las propias EAFIs (por ejemplo, estando apoderados por los propios clientes, es decir realizan una gestión encubierta). Estos asesores que actúan al margen de la legalidad suponen una competencia desleal para las EAFIs, llegando en ocasiones a "robarnos" clientes (menor coste y mayores servicios al cliente, por ejemplo apertura de cuentas, tramitación de órdenes,...)

Otra esperanza depositada en la transposición de MiFID II era la de poder crecer gracias a la posibilidad de **incorporar en nuestras estructuras a Agentes**. Si una EAFI quiere crecer en volumen de clientes ha de buscar e incorporar un nuevo socio que aporte cartera y volumen de clientes o contratar a empleados que se dediquen a la captación de clientes con el consecuente coste para la empresa. Era de sentido común, ya que el resto de ESIs los tienen. Pues no. No sólo no los pueden tener, sino que el proyecto de ley los prohíbe expresamente a las EAFIs.

Espero y deseo que el tren pare en la estación y que no pase de largo para el asesoramiento financiero ni para las EAFIs. Se hace necesario, cada vez más, homologarnos con los países de nuestro entorno en los que esta figura goza de salud y prosperidad, dando seguridad al sistema y proporcionando un asesoramiento de calidad y sin conflictos de interés.

Por último, aún tengo fe en que el legislador haga caso a las alegaciones presentadas por los colectivos de EAFIs para que nuestra pequeña industria no salga perjudicada, sino ganando, con la transposición de MiFID II.

EAFI Informa

¡participa en tu revista!



Envíanos tus artículos para ayudarnos a consolidar la figura de las EAFIs a:
eaf-revista@economistas.es