

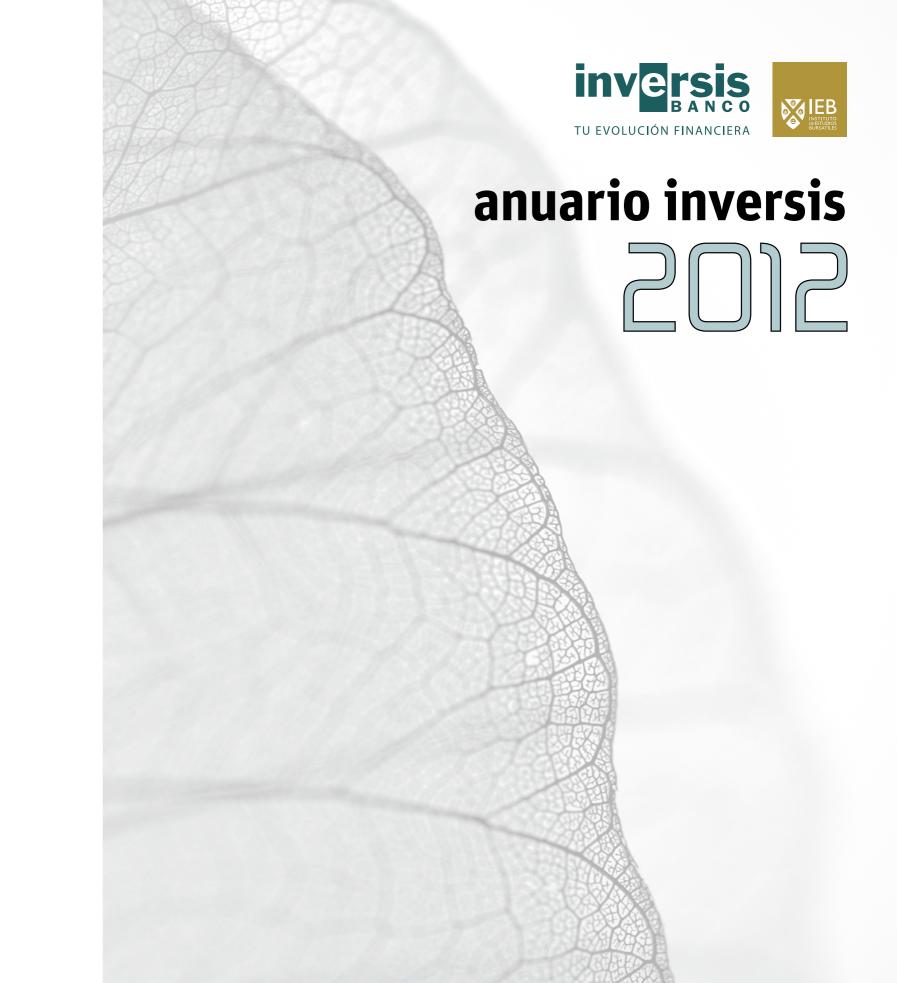
TU EVOLUCIÓN FINANCIERA

Inversis Banco
Edificio Plaza Aeropuerto
Avenida de la Hispanidad 6. 28042 Madrid
Tel: 914 001 508



Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid Tel. 91 524 06 15 Fax 902 190 200 / 91 521 04 52 investigacion@ieb.es www.ieb.es







# ÍNDICE DE CONTENIDOS

Cartas de presentación 6

Estudio de Investigación 12

Estudio demoscópico 98

Entrevistas 170

Anexo 184

ANUARIO Inversis 2012 ►

# ÁLVARO MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS



**DIRECTOR DEL IEB** (Instituto de Estudios Bursátiles)

El IEB (Instituto de Estudios Bursátiles) es un centro adscrito a la Universidad Complutense y patrocinado por la Bolsa de Madrid. Fundado en el año 1989, el IEB ocupa en la actualidad una posición de liderazgo en el ámbito de la formación financiera en España e Iberoamérica. Por otra parte, el centro es un referente en materia de formación financiera a medida de empresas.

A través de su Departamento de Investigación, el IEB desarrolla una importante labor académica y de divulgación especializada en finanzas. Para las diversas publicaciones del Departamento, se ha constituido un importante Consejo Editorial al que pertenecen dos Premios Nóbel de Economía. Del mismo modo, colaboran con el Departamento académico de dos de las instituciones aliadas del IEB, la London School of Economics y la Wharton School.

La crisis financiera internacional actual ha llevado a que muchos de los vehículos de inversión —habituales durante los últimos años de la fase expansiva del ciclo— pierdan el atractivo suficiente para reconducir la inversión en el futuro. Se hace necesario, por tanto, el diseño de nuevos instrumentos que permitan adaptarse a nuevos parámetros de percepción del riesgo y rentabilidad esperada, articulando los cambios de tendencia en los hábitos de los inversores.

En 2010, el IEB junto a INVERSIS crearon un observatorio global —en el que participan los profesionales más relevantes del sector— que, desde entonces y periódicamente, realiza un seguimiento de la

evolución de la actividad inversora. Fruto de la labor de este observatorio es el presente Anuario, actualmente en su segunda edición, ideado como lienzo donde plasmar los Estudios de referencia y Trabajos de investigación sobre la importancia del Asesoramiento Financiero Independiente en España. El Anuario ofrece un estudio en profundidad sobre los cambios en los hábitos de los inversores del año vencido, al tiempo que muestra las nuevas tendencias que aparecen en los mismos. Del mismo modo, se recogen los resultados de los estudios demoscópicos, añadiendo así un componente de análisis a los resultados publicados.

Por otra parte, IEB e INVERSIS han introducido un indicador, que aparece en las diferentes ediciones del Anuario, y que permite seguir el comportamiento de los inversores en sus diferentes estrategias. De esta forma, se podrán analizar las respuestas de los inversores ante los distintos acontecimientos que surgen en los mercados financieros, y facilitará la detección de los cambios de tendencia que se produzcan en dicho comportamiento (canales de inversión, tipo de productos, etc.). Finalmente, se ha procurado enmarcar los trabajos dentro de una comparativa internacional.

Confiamos que este esfuerzo analítico realizado por el IEB e INVERSIS sea de utilidad para todos los usuarios del presente documento.

ANUARIO Inversis 2012 ►

# CARLOS MORENO DE TEJADA



#### **DIRECTOR GENERAL DE INVERSIS BANCO**

En el 2011, nos propusimos un grupo de Entidades con la inestimable colaboración del IEB entrar de lleno en una materia que estaba cambiando sustancialmente en España, el Asesoramiento Financiero.

Fruto de esta iniciativa fue la publicación del "Anuario sobre el Asesoramiento Financiero e Inversión en España".

Nuestra vocación inicial ha sido tener una continuidad en nuestros trabajos. Continuidad que además venía dada por el interés que suscitó el Primer Anuario, según pudimos observar con su publicación. La convulsión en los mercados y en la Banca en estos dos últimos años nos llevaron a la conclusión de continuar preguntando al protagonista máximo: el cliente. Más que nunca necesitamos su opinión.

La consecuencia de ello, es el Anuario sobre el Asesoramiento Financiero e Inversión en España 2012.

En estos dos últimos años hemos podido ver con intensidad las consecuencias de un deficiente asesoramiento e incumplimiento de la regulación. No es casualidad que los problemas surjan cuando las cosas van mal. Pero a la vez, y a sensu contrario también nos hemos dado cuenta de quién estaba haciendo los deberes. No todas las entidades han tenido el mismo comportamiento y no todos los clientes se han visto afectados por deficientes prácticas profesionales y bancarias en lo que al asesoramiento se refiere.

Durante este tiempo también han ido creciendo las EAFI (empresas de asesoramiento financiero), no tanto en número como en consolidación. Lo que en un principio era una novedad primero para los profesionales y desde luego para los clientes, empieza a tomar fuerza y terminará convirtiéndose en un jugador crítico.

Se van dando los pasos, ASEAFI (Asociación del Asesoramiento Financiero) está reclamando su papel, El Colegio de Economistas es apoyo fundamental y junto a ellos un foro de reflexión como IFAFI (Instituto para el Fomento del Asesoramiento Financiero Independiente), que unen por primera vez a bancos y Eafis y cuyo papel de análisis desde la experiencia y generación de recomendaciones para el desarrollo de la figura del EAFI está siendo relevante.

Mifid II entrará en vigor en 2015 y algunas cosas hemos aprendido. Tenemos que cambiar algunas formas de actuar y no solamente cumplir con la ley, sino que ésta nos puede poner en el camino de mejorar nuestra capacidad de negocio.

Pondré algún ejemplo concreto. Los test de conveniencia e idoneidad. La tendencia natural ha sido tener el test completado en su caso. Esto desde luego es correcto, cumple con la regulación, pero olvidamos que bajo la necesidad de completar el test, tenemos una oportunidad única de invertir tiempo con el cliente en lo que los anglosajones llaman el KYC (*Know your Customer*) y conocerles en profundidad para adecuarnos mejor a sus necesidades y perfiles, una extraordinaria oportunidad comercial.

Otros ejemplos. Nos preocupamos mucho de los documentos, deben estar en regla. Naturalmente, sin esto no se puede seguir, pero hay algo en mi opinión tan importante como esto. La Cualificación del Asesor. Ser Asesor debería requerir una titulación específica. Hay diferentes posibilidades, pero el regulador debería plantearse controlar quién debe y quién no debe ser asesor. Tomémonos esta profesión muy en serio.

Estos ejemplos solo hablan de distintos cambios que deberían ir produciéndose. Y deberán producirse ya que el cliente, en mi opinión, solo aceptará pagar por asesoramiento si ve una clara aportación de valor. Y esto solo lo pueden dar profesionales cualificados.

Estamos en un momento donde existe una crisis de confianza en las entidades financieras y como consecuencia en el asesor. Algo hemos hecho bastante mal. Es en este momento cuando, la arquitectura abierta sin conflicto de intereses, la transparencia, la profesionalidad de los asesores, ya sean del banco o del EAFI cobran especial importancia.

Posiblemente sea devolver la confianza al cliente nuestra principal labor a día de hoy.

ANUARIO Inversis 2012 ►

# LORENZO DÁVILA CANO



#### IEFE DEL DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN DEL IEB

En estos dos últimos años, el agravamiento de la situación económica ha coincidido con la consolidación de la normativa europea Mifid, que ha mostrado una extraordinaria robustez frente a los acontecimientos del entorno financiero, si bien, como ocurre en todo proceso normativo, han surgido diferencias en diferentes puntos de la misma, condicionado por las extraordinarias solicitaciones del contexto donde nos encontramos con un mapa del sector financiero en España completamente nuevo, y para el cual nos enfrentamos al reto de una primera actualización de dicho cuerpo legal de próxima aparición.

Qué duda cabe de que la mayor tensión del arco que ha supuesto esta crisis ha puesto en valor los principios que sostienen las bases del asesoramiento financiero, como son la personalización del servicio y la calidad del mismo. Hablar de calidad es hablar de exigencia para el asesor y las entidades que prestan el servicio, exigencia en cuanto al nivel de conocimiento tanto del producto como de los parámetros que permiten personalizar el servicio tales como la percepción del riesgo del inversor, su horizonte temporal, su diagrama de cash flows, la gestión tanto del pasivo como del activo, el acompañamiento en su actividad profesional, su fiscalidad, en definitiva la planificación financiera del cliente. El asesor tiene que conocer el mercado y poder disponer de la mayor paleta de oportunidades de inversión posible y con la máxima transparencia posible que permita adaptarla a los parámetros de necesidades del cliente.

Hace dos años, publicamos el primer anuario sobre Asesoramiento Financiero en España que aportaba una radiografía en profundidad del asesoramiento financiero bajo el paraguas de la Mifid, que trataba de dar respuesta a las principales dudas de todos los agentes implicados, tanto asesores o entidades como los propios clientes, tales como: ¿Qué supone la Mifid?, ¿quién puede prestar asesoramiento financiero en España?, ¿cuál es el perfil del inversor y qué papel tiene en este nuevo entorno?, ¿vamos hacia un modelo

anglosajón en España?, ¿cómo ha influido la actual crisis financiera?, ¿están dispuestos a pagar los clientes por los servicios de Asesoramiento? O ¿cómo evolucionarán las EAFIs en España? En este segundo anuario, se ha tratado de ver la evolución en el tiempo de estas mismas preguntas, así como plantear nuevos interrogantes que surgen acompañando la realidad que nos rodea. La finalidad no es otra que la de poner encima de la mesa todas estas cuestiones tratando de darles respuesta en algunos casos, y abriendo el debate en otros.

Por tanto este nuevo anuario lo hemos planteado con un estudio en profundidad de lo que puede suponer, con la información disponible, el nuevo marco regulatorio de Mifid II, quizás el elemento que genera mayor expectación en todos los jugadores de este mercado, a lo que se le une, como en el anuario anterior, una entrevista a los diferentes protagonistas, miembros del Observatorio sobre Asesoramiento Financiero del Departamento de Investigación del IEB que dirijo, aportándonos su opinión sobre este punto y su influencia en el actual contexto.

Además y como pilar fundamental del Anuario, al igual que en el anuario anterior, se ha elaborado un importante estudio estadístico centrado en el conocimiento y valoración de los Asesores Financieros por parte del inversor español, que dé continuidad al iniciado con el primer anuario, al tiempo que plantea nuevas inquietudes. Este estudio recoge, por lo tanto, aspectos tan importantes como la percepción del inversor sobre qué es un Asesor Financiero o su nivel de confianza en esta figura, los conocimientos financieros del inversor o su predisposición a pagar por recibir los servicios de asesoramiento, o los diferentes perfiles del inversor según capacidad económica, población, estudios, etc.

Finalmente, quiero expresar mi más sincero agradecimiento por la labor y el trabajo realizado a aquellas personas que han hecho posible este Anuario, a profesores y colaboradores del área de Investigación del IEB, miembros del Observatorio en Asesoramiento Financiero del IEB y especialmente a Inversis Banco, principal promotor del Anuario y sin el cual este estudio no habría sido posible.



# Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

Jesús Hernando Sarria Pedroza.

Profesor del IEB (Instituto de Estudios Bursátiles)

1. Introducción 14

2. Antecedentes 18

3. Contexto de la Propuesta 21

4. Evolución de MiFID I a MiFID II 26

5. Implicaciones fuera de la Unión Europea 61

6. Implicaciones en el Mercado Español 70

7. Conclusiones y Comentarios Finales 90

8. Bibliografía 94

Listado Abreviaturas 97

# 1. INTRODUCCIÓN

MiFID, siglas con las que se conoce a la "Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros", se ha convertido en los últimos años en una pieza fundamental dentro de las iniciativas legislativas de la Unión Europea.

La Directiva MiFID "Markets in Financial Instruments Directive" que está en vigor desde noviembre de 2007, concebida como uno de los pilares fundamentales para la integración de los Mercados Financieros en la Unión Europea (en adelante UE), tuvo como objetivo ahondar en la integración, competitividad y eficiencia de los Mercados Financieros de la UE otorgando a bancos y empresas de inversión un "Pasaporte" más amplio que permitiese ofrecer sus servicios de inversión en toda la UE.

Tabla 1. Estructura Jurídica MiFID

Instrumento	Referencia	Objetivo
Directiva Marco	2004/39/CE	Ahondar en la integración, competitividad y eficiencia de los Mercados Financieros en la UE.
Directiva de Aplicación	2004/73/CE	Aplicación de la Directiva Marco.
Reglamento	1287/2006	Aplicación en lo relativo a fomentar la transparencia del Mercado, Información y Registro de Operaciones.

Dentro de los principales objetivos en torno a la eficiencia en los mercados financieros, la Directiva, exigió una mayor protección al inversor por parte de las Entidades Financieras que participan en este mercado de servicios y productos de inversión con unas normas estrictas en defensa de los intereses de los clientes en la UE, regulando las condiciones para prestar dichos servicios (autorizaciones, información, conocimiento del cliente entre otras...), también introdujo exigencias concretas para que las entidades puedan valorar para cada cliente la "conveniencia" e "idoneidad" de una inversión en función de varios actores.

En el tiempo que ha transcurrido desde la entrada en vigor de la norma, han acontecido quizá los hechos más compulsos y volátiles que una economía y su mercado financiero puedan atender, la confirmación de la entrada en recesión de la economía española en el 4T de 2008, reincidiendo en el 1T de 2012, empeorando en el segundo trimestre, según datos definitivos publicados por el INE en agosto de 2012, que indicaron que el Producto Interior Bruto se contrajo a un mayor ritmo tanto en términos trimestrales como interanuales ante el fuerte deterioro del gasto interno. La economía española, cuarta mayor de la eurozona, se contrajo un 0,4% trimestral y un 1,3% interanual en el segundo trimestre, según el Instituto Nacional de Estadística. El INE aportó datos donde muestra que la economía se contrajo un 0,6% interanual en el primer trimestre, frente a la estimación anterior de contracción del 0,4%. Y confirmó que la economía se contrajo un 0,3% trimestral.

Por otra parte el elevado déficit público y sus repercusiones en el coste de la deuda, el constante deterioro de solvencia del sector financiero que ha llevado a la intervención y rescate de 9 entidades financieras por parte del Estado, entre ellas BANKIA (cuarta entidad financiera en España), la continuada destrucción del empleo que ubica la cifra de desempleo en casi un 25%, el alto grado de desapalancamiento forzoso al que están sometidas las empresas, entre otros, son acontecimientos que han contextualizado la presentación de la nueva Directiva.

Sin embargo, aún en este entorno se ha detectado una mayor intensificación de la competencia en el sector de los servicios y productos de inversión, lo cual ha dado lugar a nuevos retos originados en primer lugar por la evolución del mercado y el ritmo del avance tecnológico, en segundo lugar la crisis financiera ha dejado en evidencia puntos débiles de la reglamentación de los instrumentos distintos a las acciones y por último el auge de la innovación y la complejidad creciente de los instrumentos financieros evidencian lo importante que es contar con una mayor protección del inversor actualizada y de alto nivel.

A nivel local, el Estado y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) han ido adaptando las Directivas y aplicando los Reglamentos necesarios para atender los requerimientos regulatorios a nivel local:

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> En la legislación europea una Directiva ha de ser aplicada y regulada por una nueva ley nacional, mientras que un Reglamento es aplicable directamente en todos los estados miembros.

- **a.** Ley 47/2007 (en adelante, la "Ley 47/2007"), de 19 de noviembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores (la "LMV"), cuya finalidad es la incorporación al ordenamiento jurídico español de las tres directivas europeas.
- **b.** Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión (ESI) y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.
- **c.** Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente (EAFI).

Lo anterior sumado a las cuatro reformas financieras en los últimos tres años, supone la intensa actividad regulatoria para corregir las deficiencias detectadas durante la crisis económica que inicio en 2007.

Sin embargo se ha detectado en los últimos años casos particulares a nivel local que destacan la necesidad de revisión de la MiFID. Temas como el "abuso bancario" cada vez son más frecuentes en los Juzgados debido a las crecientes reclamaciones interpuestas por los clientes a las Entidades Financieras en adelante EEFF, lo cual está sentando jurisprudencia a nivel de los Juzgados de lo Mercantil donde cada día se discute más sobre los mal llamados Seguros de Tipos de Interés (Swap, Collar, Cap, Floor), productos estructurados y acciones preferentes entre otros.

En un elevado porcentaje de las reclamaciones interpuestas por los clientes, los Jueces señalan que existieron "vicios de consentimiento" a la hora de firmar los contratos, y obligan a la entidad a deshacer los efectos del producto y retrotraer el saldo a fecha anterior por no haber informado "de forma clara, completa y en términos comprensibles" las características y riesgos del producto contratado.² Lo que determina que "el demandante firmó el contrato sin ser consciente del verdadero significado y alcance de aquello a lo que se obligaba, sin conocer las implicaciones del producto que contrataba y del verdadero riesgo que asumía".

Fuera de la UE las reacciones al respecto no se han hecho esperar en Reino Unido y Estados Unidos, donde también ha tenido a cuenta un rally de adaptación regulatoria buscando la protección al inversor, la transparencia en las operaciones y la regulación de productos que estaban fuera de ella como son los derivados que se negocian en mercados OTC (Over The Counter).

En Estados Unidos la Ley Dodd-Frank<sup>3</sup> desarrolla un apartado específico para la protección del inversor, para ello crea una nueva agencia responsable de implementar y hacer cumplir las leyes de los consumidores financieros.

En el Reino Unido la FSA (Financial Services Authority) ha emitido la Retail Distribution Review (RDR) que dio lugar a normas nuevas y actualizadas, para mejorar la claridad con que las empresas describen sus servicios de asesoría de inversión a los consumidores. Desde finales de 2012, las empresas que proporcionan asesoramiento de inversión a clientes minoristas deberán describir estos servicios, ya sea como "Independiente" o "Restringido". También actualiza las reglas que establecen lo que se espera de una empresa que describe su asesoramiento como independiente.

Reconocidas las necesidades de revisión de la MiFID, la Comisión Europea ha puesto en marcha desde el pasado mes de octubre de 2011 la propuesta de Directiva conocida como MiFID II (Relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo) parte integrante de las reformas destinadas a instaurar un sistema financiero más seguro, saneado, transparente y responsable en beneficio de la economía y la sociedad en su conjunto en el periodo subsiguiente a la crisis financiera.

Esta propuesta de Directiva tiene como objetivo principal armonizar las disposiciones nacionales en relación con el acceso a la actividad de las empresas de inversión, con los mercados regulados y los proveedores de servicios de datos, las formas de gobernanza y la supervisión, sustentándose en tres grandes pilares: Transparencia, Competencia y Protección al Inversor.

En Europa actualmente existen unas 2.455 ESIs y unas 450 entidades de crédito que de prestar los servicios que cubre la Propuesta, tendrían que adaptar su modelo de negocio a la MiFID II.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Indica el Fallo del Juzgado donde se cursó dicha demanda, se reservan datos específicos.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> La Ley Dodd-Frank de reforma financiera y de protección de los consumidores en Estados Unidos (que debe su nombre al congresista Frank y al senador Dodd), fue refrendada por el presidente Barack Obama el 11 de julio de 2010, fecha en la que entró en vigor.

Tabla 2. Servicios de Inversión. Entidades Extranjeras.

FUENTE: BOLETÍN DE LA CNMV TRIMESTRE II 2012.

					2011		20	12
	2009	2010	2011	II	III	IV	I	II¹
Total	3.246	2.671	2.814	2.743	2.786	2.814	2.861	2.905
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	1.922	2.238	2.377	2.303	2.346	2.377	2.418	2.455
Con sucursal	36	40	36	40	39	36	36	35
En libre prestación de servicios	1.886	2.198	2.341	2.263	2.307	2.341	2.382	2.420
Entidades de crédito 3	424	433	437	440	440	437	443	450
Comunitarias	414	423	429	430	430	429	434	441
Con sucursal	53	55	55	56	55	55	55	56
En libre prestación de servicios	360	368	374	374	375	374	379	385
Filiales en libre prestación de servicios	1	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	8	10	10	8	9	9
Con sucursal	8	8	7	8	8	7	7	7
En libre prestación de servicios	2	2	1	2	2	1	2	2

<sup>1</sup> Datos disponibles: mayo 2012

En el presente documento se pretende analizar la evolución de MiFID a MiFID II, y las implicaciones que esta nueva Directiva pueda traer para la estructura de mercado, las empresas que prestan servicios de inversión, los inversores y el entorno que permiten la operativa en las plataformas de negociación.

# 2. ANTECEDENTES

La entrada en vigor de la directiva MiFID supuso un reto importante para el entorno financiero a nivel Comunitario y Local, la MiFID, profundizó en los principios de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993, ampliando y actualizando su contenido siguiendo dos criterios inspiradores: primero, el reconocimiento de la mayor complejidad en ese momento de los servicios, instrumentos financieros y sistemas de negociación, un momento de la economía en que la innovación se producía con gran dinamismo; y segundo, la necesidad de incrementar la protección del inversor.

La Directiva nacía en el marco del Plan de Acción de Servicios Financieros de la Unión Europea, más conocido como FSAP. Programa preparado en el año 1999 que propuso todo un conjunto de medidas y normas con el objetivo final de potenciar un mercado financiero único en la Unión Europea. Por lo tanto, la MiFID, en última instancia, pretendía favorecer el cumplimiento de este objetivo.

Su estructura de implementación fue el primer reto, el cual no se pudo lograr debido que la Directiva publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea en fecha 30 abril de 2004, debía ser incorporada al Derecho Nacional de los Estados miembros en los 24 meses siguientes a su entrada en vigor, es decir, no más tarde del 30 de abril de 2006. En España no entró en vigor hasta el 19 de diciembre de 2007 después de que se publicara en el Boletín Oficial del Estado en adelante BOE la reforma de la Ley del Mercado de Valores a la espera de la publicación de su desarrollo Reglamentario.

La Comisión Europea (en adelante CE) notificó esta preocupación ante España, Hungría, República Checa y Polonia en 2007 porque perjudicaría a las entidades de estos países y las situaría en desventaja frente a sus competidoras europeas. El panorama no era nada alentador pues en comunicado4 del Sr. Julio Segura presidente de la CNVM mencionaba "teníamos un horizonte terrorífico hace unos meses de que no iba a estar traspuesta antes de las elecciones generales, lo que la iba a retrasar hasta 2009". Sin embargo, este pesimismo dio un giro y se mencionó en la misma intervención, "se ha acelerado el proceso y estará lista en noviembre y, en todo caso, antes de finales de año (2007)".

La queja unánime del sector financiero fue el enorme desconocimiento sobre cómo quedaría la regulación en España, debido a que muchos de los aspectos más polémicos de la nueva regulación no se conocerían hasta la publicación del Reglamento, y éste no podía enviarse al Consejo de Estado hasta que no se aprobase la Ley. Es decir, que no se resolverían las incógnitas hasta los primeros meses de 2008.

Finalmente, el debate se centró sobre si la MiFID debía aplicarse directamente desde su entrada en vigor ante la ausencia de trasposición o si había que esperar a que la Ley española entrara en vigor. Esta segunda tesis fue la de parte del sector pero casi todos, Reguladores y EEFF, coincidían en que los inversores tienen derecho a que se les aplique si así lo solicitan (y a demandar al Estado español por el retraso). Asimismo, la CNMV presionó al sector al incluir en su plan de actividades la supervisión del cumplimiento de la MiFID a partir del 4T de 2007.

<sup>2.</sup> Empresas de servicios de inversión. 3. Fuente: Banco de España y CNMV.

Diario El Confidencial (18-10-2007) "Segura (CNMV) dice que la MiFID estará aprobada antes de finales de año" http://www.cotizalia.com/cache/2007/10/18/46\_segura\_ mifid estara aprobada antes finales.html

Bajo esa situación de adaptación regulatoria, los bancos, cajas e intermediarios optaron por curarse en salud y aplicar la nueva norma según su mejor saber y entender, ante la falta de directrices claras. Cada entidad hizo cosas distintas. Algunas enviaron los test de conveniencia que incluía la directiva para clasificar a los clientes según su perfil inversor; otras, por el contrario, decidieron clasificar a todos sus clientes como minoristas, lo que les otorgaría el mayor nivel de protección y supondría un menor coste que cambiar todos los sistemas de información para perfilar a los sus clientes.

Las EEFF iniciaron la implementación de la Directiva, identificando qué productos y servicios estaban sujetos a regulación, posteriormente clasificaron a sus clientes, a los que se les prestarían los servicios de inversión en las categorías Minorista, Profesional y Contraparte Elegible, para adaptar las medidas de protección a los inversores a la clasificación asignada. Seguido se diseñó una serie de "tests" ("Test de Idoneidad" o "Test de Conveniencia) que serían formulados a los clientes con carácter previo a la prestación de los servicios de inversión en función de su clasificación recibida como cliente y del servicio de inversión concreto de que se tratara. Para mejorar la calidad de la información suministrada a los inversores o clientes se establecieron políticas para facilitar y mejora la calidad respecto a la información precontractual, contractual y postcontractual. Por último se establecieron medidas y mecanismos oportunos y razonables para obtener el mejor resultado posible para los clientes respecto a los servicios de ejecución y recepción y transmisión de órdenes respecto a determinados instrumentos financieros.

Estas medidas fueron adaptadas rápidamente puesto que no se partió de cero, las EEFF ya tenían estructuras organizativas, sistemas de registro y control, procedimientos internos aplicables a la prestación de servicios de inversión, necesarios para cumplir la normativa vigente en esta materia, y fundamentalmente, para atender eficazmente sus propias necesidades de gobierno y de gestión.

Por otra parte el sector financiero se encontraba inmerso en un profundo proceso de adaptación a cambios regulatorios de gran alcance y muy exigentes, en términos de recursos organizativos, personales y tecnológicos, primero adoptando el marco contable de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), seguido por los importantes requerimientos de solvencia impulsado por BASILEA II.

El sector financiero entonces sorteó con profesionalidad y diligencia estos procesos en los cuales tuvieron que coincidir en alguna de sus fases de adaptación.

# 3. CONTEXTO DE LA PROPUESTA

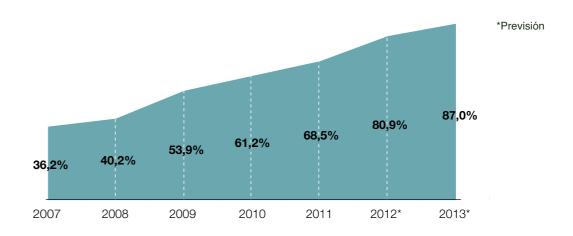
El contexto actual de la propuesta de Directiva MiFID II, presenta similitudes y divergencias respecto al periodo en que se estableció la Directiva MiFID I.

En primer lugar no fue hasta finales de 2008 cuando se vislumbró la punta del iceberg en referencia a la Crisis Subprime con la quiebra de los bancos de inversión más representativos en EEUU, con ello en las primeras etapas de implementación de MiFID I, las perspectivas estaban orientadas al crecimiento económico en torno al 3% para 2008 y una generación de empleo de más de 2 millones de puestos de trabajo en los siguientes cuatro años, con unos incrementos del precio de la vivienda en torno al 25% en los cuatro años anteriores.

En la actualidad el panorama es totalmente distinto, el motor económico de España se quedó sin combustible (Demanda interna y Crédito), llevando la tasa de paro a niveles del 25% mientras en la Eurozona se sitúa en 10,3%, un stock de viviendas nuevas sin vender a cierre de 2011 de 800.927 viviendas, el IBEX35 en niveles de 2003 rondando los 6.600 puntos, un coste de financiación del Estado en torno al 6,50%, lo que supone una prima de riesgo en torno a 480pb llegando a rebasar los 500pb, algunas EEFF cotizando a niveles de hace 14 años de media y una previsión de deuda pública en torno a 80.9% del PIB a cierre de 2012.

# Gráfico I. Deuda Pública de España (% del PIB).

FUENTE: COMISIÓN EUROPEA

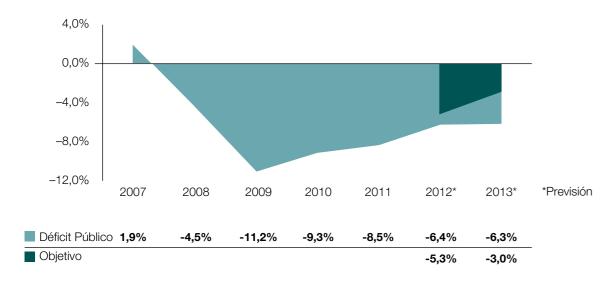


FUNCAS (Fundación de las Cajas de Ahorro) ha corregido sus previsiones sobre evolución del PIB para 2013 de un crecimiento de 0,2% a una caída del 1,5%.

Bruselas se une a este registro de datos negativos, la comisión económica de la CE, publicó el viernes 11 de mayo el pronóstico de crecimiento para 2012 y 2013 de la Eurozona<sup>5</sup>, con unas previsiones poco alentadoras para España. El primer dato se refiere a la presión generalizada de contener el déficit público, con una meta del 3% para el cierre de 2013, frente al 6,3% de previsión para el cierre de 2012, lejos del 5,3% exigido (Primeras metas de déficit pactadas). Lo anterior significa un ajuste adicional de 30.000 MM de EUR para cumplir los objetivos a cierre de 2013. A España se le exige un recorte de 44.000 MM de EUR en un año y medio.

Gráfico 2. Déficit Público de España (% del PIB).

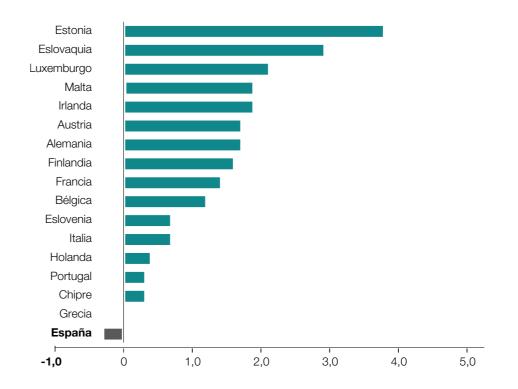
FUENTE: COMISIÓN EUROPEA



El segundo dato que arroja este informe prevé una contracción económica de -0,3% para España en 2013, siendo el único país con previsión de crecimiento negativo del PIB.

Gráfico 3. Evolución Interanual del PIB 2013.

FUENTE: COMISIÓN EUROPEA



El Fondo Monetario Internacional con información más adelantada y publicada en octubre de 2012, prevé que España cierre 2012 con un desequilibrio del 7% del PIB, siete décimas más que lo calculado en julio, y en 2013 con uno del 5,7%, un punto porcentual más que lo calculado tres meses atrás. Ambas cifras están por encima de los objetivos de déficit revisados por el Gobierno español con Bruselas, del 6,3% y el 4,5% del PIB en 2012 y 2013, respectivamente y con una contracción de la economía de un 1,5% en 2012 y un 1,3% en 2013, frente al 0,3 presentado por la CE en su informe con información al 1T de 2012. Pese al desvío, el organismo internacional destaca los «esfuerzos de consolidación» realizados por España que tienen como objetivo un ajuste de cerca del 4% del PIB durante 2012 y 2013.

Entre finales de 2007 y principios 2008 el sector financiero contaba con una solvencia y una imagen inmejorable, así lo reflejaban las calificaciones a largo plazo emitidas por las principales Agencias de Rating, las cuales ubicaban la solvencia de las principales EEFF locales en una calidad superior dentro de

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Comisión Europea, European Economic Forecast "European Economy 1/2012" (provisional version)

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

la categoría de Grado de Inversión (hasta AA-), en la actualidad se encuentran la mayoría muy cerca o en grado de Especulación (notch→Esp). Datos actualizados a 23 de noviembre de 2012.

Si se observan las cotizaciones de los EEFF que se mencionan a continuación, han caído de media un 70% desde finales de 2007.

Tabla 3. Evolución de Rating S&P – Valor Acción.

# **Evolución Rating EEFF - Valor Acción**

FUENTE: COMISIÓN EUROPEA

	Rating				Acción		
Entidad	Rating S&P Dic-07	Rating S&P Actual	Δ notch 1	notch →Esp	Cotización Dic-07	Cotización Actual	Δ cotización
Santander	AA	BBB	-6	2	14,79	5,81	-60,7%
BBVA	AA-	BBB-	-6	1	16,76	6,46	-61,5%
Caixa Bank	AA-2	BBB-	-6	1	5,150	2,77	-46,2%
Bankia4	AA-3	BB	-8	0	3,550	1,01	-71,5%
Popular	AA	BB	-9	0	11,74	0,55	-95,3%
Sabadell	A+	BB	-7	0	7,41	1,97	-73,4%
Bankinter	А	BB	-6	0	12,55	2,93	-76,6%

¹ Δ notch incluye posiciones High-Low dentro de una misma categoria. ² Rating La Caixa Dic-07. ³ Rating Caja Madrid Dic-07. ⁴ Cotización Bankia Dic-2011

Existen algunas similitudes en el contexto de la Propuesta, como por el ejemplo el alto grado de exigencia legislativa a la que están sometidas las EEFF, al igual que en 2007, cuando se iniciaron las adaptaciones de MiFID I, las EEFF están sometidas a un rally de cambios regulatorios a nivel local y europeo (CRD IV, UCIT IV, Basilea III, entre otros) que consumen cantidades significativas de recursos y someten al sector a unas elevadas exigencias de capital.

Tabla 4. Reformas financieras.

	jun-09	feb-11	feb-12
Legislación	Real Decreto-ley 9/2009	Real Decreto-ley 2/2011	Real Decreto-ley 2/2012
Actuación	Se crea el fondo de reestructu- ración ordenada FROB, con una dotación de 9.000 MM de EUR.	El Gobierno eleva la exigencia de capital básico hasta el 8% para los bancos y hasta el 10% para las cajas de ahorro. Reforma el FROB para que pueda adquirir acciones de las entidades FROB2.	Se aprueba mediante Real Decreto-Ley elevar las provisiones por los riesgos relacionados con activos inmobiliarios.
Resultado	Gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito y contribuir a reforzar los recursos propios de las mismas.	El número de cajas se reduce de 45 a 15, La aportación del FROB asciende a 13.389 MM de EUR.	Ampliación de las provisiones para los activos inmobiliarios dudosos y sanos (estos al 7%). Los bancos deben provisionar las viviendas terminadas al 35%, a un 65% las promociones inmobiliarias en curso y el suelo, a un 80%.

	may-12	ago-12
Legislación	Real Decreto-ley 18/2012	Real Decreto-ley 24/2012
Actuación	Se elevan las provisiones genéricas del 7% al 30% con un coste para la banca de unos 30.000 MM de EUR.	Creación de mecanismos de reestructuración ordenada entre ellos la figura de Banco Puente -SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria).
Resultado	El Gobierno con esta medida pretende devolver definitivamente la confianza al sistema financiero español, apoyado de una revisión independiente de la cartera de créditos inmobiliarios y de los balances de las EEFF.	El objeto de la presente normativa es regular los procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución de entidades de crédito con la finalidad de proteger la estabilidad del sistema financiero minimizando el uso de recursos públicos.

# 4. EVOLUCIÓN DE MIFID I A MIFID II

Desde que se inició la crisis en 2008, la Comisión Europea y los Gobiernos de la UE han tomado las medidas urgentes necesarias para salvaguardar la estabilidad del sistema financiero, procediendo, por ejemplo, a importantes inyecciones de fondos públicos en el sector bancario y adoptando medidas de acompañamiento para asegurar la consolidación de las posiciones de capital de los bancos.

La instauración de un sistema financiero más seguro, más sólido, más transparente y más responsable, al servicio de la economía y de la sociedad en su conjunto y capaz de financiar la economía real, es una condición indispensable para un crecimiento sostenible. Es el complemento indispensable de los esfuerzos emprendidos por Europa para sanear las finanzas públicas y acometer las reformas estructurales que posibilitarán una economía dinámica en el futuro.

La estrategia Europa 2020º debe estar respaldada por un sector de servicios financieros saludable, que permita a las empresas europeas, y en particular a las PYME, realizar inversiones que favorezcan el crecimiento, y a los ciudadanos planificar con confianza su futuro.

Más allá de las respuestas inmediatas, la Comisión ha estado trabajando en la preparación de una reforma global del sistema financiero para abordar el cortoplacismo, la mala gestión del riesgo y la falta de responsabilidad de algunos agentes del sector financiero, así como para corregir las debilidades subyacentes del marco de regulación y supervisión. Se han conseguido ya notables progresos, lo que ha permitido a Europa liderar los esfuerzos internacionales emprendidos en el contexto del G-20.

Las recientes turbulencias del mercado han confirmado la necesidad de ultimar rápidamente las reformas necesarias para garantizar la solidez y la estabilidad del sistema financiero a nivel europeo y mundial.

## Medidas ya adoptadas

La Comisión reaccionó con rapidez a la crisis financiera. En noviembre de 2008, encomendó a un grupo presidido por Jacques de Larosière la tarea de examinar posibles mejoras de la supervisión y la regulación.

En respuesta a la situación de 2008, se revisaron rápidamente la Directiva relativa a los sistemas de garantía de depósitos\* y la Directiva sobre requisitos de capital\*. Se adoptó un Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia\* y la Comisión presentó dos Recomendaciones sobre los principios de remuneración\*. En varios ámbitos, la UE ha demostrado su liderazgo internacional al proponer, por ejemplo, la creación de una junta de riesgos macroprudenciales encargada de emitir advertencias en caso de riesgo, adoptar requisitos de retención para las titulizaciones y reformar los requisitos de capital para la cartera de negociación. Por otra parte, la UE está decidida a conseguir la convergencia de las Normas Internacionales de Contabilidad.

#### Medidas en Desarrollo

Dentro de las propuestas pendientes de desarrollo dentro del marco de estabilización financiera propuesto por la CE se encuentra como objetivos fundamentales:

#### I Mayor transparencia

La transparencia es imprescindible para el correcto funcionamiento de los mercados y para la confianza mutua entre los participantes en el mercado. La falta de transparencia de determinadas transacciones, productos y participantes en el mercado fue uno de los factores que contribuyeron a la reciente crisis. Por consiguiente, aumentar la transparencia es uno de los objetivos generales de la reforma del sistema financiero de la UE. Una información adecuada y fiable a disposición de las autoridades de supervisión, la comunidad de inversores y el público en general acerca del funcionamiento de los mercados financieros y la interdependencia entre los diferentes agentes constituye un medio importante de fomentar un sistema financiero más estable y sólido, menos tendente al cortoplacismo, a una asunción de riesgos excesivos y a un comportamiento procíclico.

#### I Productos derivados

La Comisión Europea está trabajando para mejorar el funcionamiento de los mercados de derivados que pretende contribuir a aumentar la transparencia en un mercado que es importante pero sumamente opaco en la actualidad. Reforzará la infraestructura de los mercados financieros de la UE, fomentará la normalización de los contratos de derivados y desarrollará contrapartes centrales de compensación para estos contratos, a fin de reducir sustancialmente el riesgo. Proporcionará a todas las autoridades europeas de supervisión acceso a la información de los registros de operaciones acerca de todos los tipos de transacciones.

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Plan Estratégico propuesto por la CE para salir fortalecidos de la crisis y convierta a la UE en una economía inteligente, sostenible e integradora que disfrute de altos niveles de empleo, de productividad y de cohesión social. Europa 2020 constituye una visión de la economía social de mercado de Europa para el siglo XXI.

<sup>&</sup>lt;sup>7</sup> Para ampliar información acerca de las medidas adoptadas hasta finales de 2011 consultar el documento de la EC: COM(2010) 301 final, REGULACIÓN DE LOS SERVI-CIOS FINANCIEROS PARA UN CRECIMIENTO SOSTENIBLE. Bruselas, 2.Jun.2010

<sup>8</sup> Directiva 1994/19/CE, modificada por la Directiva 2009/14/CE.

<sup>9</sup> Directiva 2006/48/CE.

Reglamento (CE) nº 1060/2009, DO L 302 de 17.11.2009, p. 1

<sup>11</sup> COM(2009) 3159 y C(2009) 3177, de 30.4.2009.

#### **I** MiFID II

Por otra parte, la Comisión ha propuesto mejoras de la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros (MiFID), a fin de reforzar la transparencia prenegociación y postnegociación y de atraer más derivados a foros de negociación organizados.

La propuesta de mejora de MiFID II, abarca recomendaciones en el ámbito de Transparencia y de mayor regulación de Productos Derivados, dos de los objetivos en desarrollo mencionados anteriormente. A continuación se analizará las medidas adoptadas en la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, y sus implicaciones a nivel europeo y local.

# 4. 1. Estructura Jurídica MiFID II

La propuesta de modificación de la MiFID se divide en dos partes.

Un reglamento (MiFIR) establece los requisitos relativos a la difusión pública de los datos de la negociación y la comunicación de los datos sobre las operaciones a las autoridades competentes, la eliminación de las barreras que obstaculizan un acceso no discriminatorio a los mecanismos de compensación, la negociación obligatoria de derivados en mercados organizados, las acciones específicas de supervisión de instrumentos financieros y posiciones en derivados y la prestación de servicios por empresas de terceros países sin sucursal.

Una directiva (MiFID II) modifica los requisitos específicos a los que ha de ajustarse la prestación de servicios de inversión, el ámbito de aplicación de las exenciones previstas en la actual Directiva, los requisitos de organización y de conducta de las empresas de inversión, los requisitos de organización de los centros de negociación, la autorización de los proveedores de servicios de datos y sus obligaciones posteriores, las facultades de que disponen las autoridades competentes, las sanciones, y las normas aplicables a empresas de terceros países que disponen de sucursal.

Ambos instrumentos jurídicos formarán el marco legislativo que regulará los requisitos aplicables a las empresas de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministros de datos y las entidades financieras de terceros países que prestan servicios o realizan actividades de inversión en la Unión. El objetivo desde el punto de vista jurídico, pretende la armonización de las disposiciones nacionales para evitar intervenciones aisladas que además de ser ineficientes producirían una fragmentación de los mercados lo que daría lugar a un arbitraje regulatorio y falseamiento de la competencia.

Por su parte la Autoridad Europea del Mercado de Valores (en adelante ESMA por sus siglas en ingles) deberá desempeñar un papel fundamental en la ejecución del marco reglamentario de la UE. ESMA será dotada de competencias específicas para mejorar el funcionamiento del mercado único de valores.

ESMA llevará a cabo el desarrollo de los proyectos de normas técnicas de regulación para especificar cada uno de los requerimientos consignados en el marco legal de la Propuesta, siendo éste uno de los puntos clave que puede o no diferenciar el proceso de adaptación de las medidas de MiFID respecto a MiFID II, ESMA debería iniciar cuanto antes la redacción de dichas normas técnicas para no crear un vacío normativo en cuanto la Propuesta sea elevada a estatus de Directiva y Reglamento oficialmente, de lo contrario podría ocurrir como en 2007 cuando no se tenían todos las reglas definidas para su correcta y oportuna aplicación.

Tabla 5. Estructura Propuesta de Directiva y Reglamento.

Problemas detectados	Intensificación de la Competencia	Evolución del Mercado	Crisis Financiera	Innovación y Complejidad
Consecuencias	<ol> <li>Fragmentación del Mercado.</li> <li>Complejidad en el entorno de negociación.</li> <li>Recogida de datos de negociación.</li> </ol>	Avance Tecnológico.     Amenaza a la     Transparencia e     Igualdad entre los     centros de negociación     y empresas de     inversión.	<ol> <li>Débil regulación en productos distintos a acciones.</li> <li>Condiciones mínimas de protección al inversor, se demanda mayor transparencia y supervisión.</li> </ol>	<ol> <li>Acoger más productos dentro de la categoría de complejos por su constante evolución en entorno competitivo.</li> <li>Demanda protección al inversor de alto nivel.</li> </ol>
Propuestas sobre:	MiFID II (Propuesta CE 2011/0298)  1. Actuaciones y Funcionamiento de las E.I. 2. Prestación de S.I. o actividades por parte de empresas de terceros países (Sin Sucursal). 3. Autorización de Mercados Regulados y su funcionamiento. 4. Proveedores de suministro de datos. 5. Supervisión, cooperación para la ejecución efectiva de las entidades competentes. 6. Protección al Inversor.	MiFIR (Propuesta CE 2011/0296)  1. Comunicación de datos de negociación.  2. Notificación de operaciones a autoridades competentes.  3. Negociación de derivados en centros organizados.  4. Acceso a mecanismos de compensación.  5. Poderes de intervención a ESMA y autoridades competentes.  6. Prestación de S.I. o actividades por parte de empresas de terceros países (Sucursal).	ESMA  1. Se dotará de poderes de intervención y supervisión.  2. Elaborará los proyectos de normas técnicas de regulación para la Propuesta.	Objetivo Jurídico Armonización de las disposiciones nacionales en las actuaciones mencionadas.

El: Empresas de Inversión. SI: Servicios de Inversión

#### Estado Actual de Trámite Legislativo de la Propuesta

A cierre del presente estudio, la propuesta se encuentra en el procedimiento legislativo ordinario correspondiente a la Primera Lectura por parte del Consejo, la cual no fue aprobada en su totalidad por el Parlamento. Con fecha 18 de junio de 2012 se presentaron las enmiendas correspondientes a la posición del Consejo, las cuales se aprobaron el pasado 26 de septiembre. Con fecha 25 de octubre de 2012 se ha publicado el último borrador (Directiva y Reglamento) el cual se espera no presente cambios significativos sobre las enmiendas ya incorporadas que continuará su trámite hasta su Disposición final. Teniendo en cuenta los tiempos que se han manejado para anteriores procesos, se espera que para finales de 2015 la normativa y las normas técnicas estén vigentes y trasladadas a los estados miembros en todo su ámbito legal.

#### 4. 2. Infraestructura de Mercado

Dentro del marco que facilitará la infraestructura de mercado necesaria para garantizar que toda negociación organizada se realice en un centro de negocio regulado y que, a su vez, potencialice la competencia leal, la igualdad de condiciones para todos los participantes del mercado, la transparencia y eficiencia, la Propuesta ha introducido una nueva categoría, la de los Sistemas Organizados de Negociación (SON), que junto con los Mercados Regulados (MR), los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), conforman la nueva estructura de centros regulados (Trading Venues).

## 4.2.1. Sistemas Organizados de Negociación (SON)

Se introduce una nueva categoría de Centros Regulados, los Sistemas Organizados de Negociación (SON) para los bonos, los productos financieros estructurados, los derechos de emisión y derivados. Se ofrece una definición amplia de esta nueva categoría para que, ahora y en adelante, pueda englobar todos los tipos de negociaciones y ejecuciones organizadas que no correspondan a las funcionalidades o a las especificaciones reglamentarias de los centros de negociación existentes. Por consiguiente, deben aplicarse requisitos organizativos y normas de transparencia adecuados que propicien una formación de precios eficiente.

Los SON deberán de responder a requisitos y normas de transparencia idénticas a las de los centros de negociación existentes, dando respuesta de esta forma a la intensificación de la competencia y al aumento de la negociación transfronteriza provocados por la evolución tecnológica.

Estos centros se crean con el propósito de canalizar tantas transacciones OTC como sea posible de las que se producen fuera de los lugares de ejecución regulados y se lleven a cabo en sistemas organizados a los que se apliquen los requisitos adecuados de transparencia.

El Reglamento no pretende exigir la aplicación de normas de transparencia pre-negociación a las operaciones OTC que impliquen una emisión primaria, entre cuyas características se halla el hecho de que los instrumentos son a medida y están diseñados para los requisitos específicos de las contrapartes idóneas.

Se diferencian de los centros existentes ya que el gestor de un SON, contará con ciertas facultades discrecionales respecto a cómo se efectuarán las operaciones, por su parte el SON deberá atender:

- **a.** Requisitos en materia de protección al inversor.
- **b.** Normas de conducta y "Ejecución Óptima".
- **c.** Se prohíbe que negocie con su propio capital.
- **d.** La empresa de inversión no actuará como IS en un SON gestionado por ella misma.
- e. Un SON no deberá conectarse con otro SON permitiendo que interactúen órdenes en diferentes SON.
- **f.** Atenderá los requerimientos de Información a los clientes, evaluación de conveniencia y adecuación, obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el clientes y se asegura que exista una correcta gestión en las ordenes de los clientes.

# Gráfico 4. Infraestructura de Mercado Propuesta.

FUENTE: ADAPTACIÓN OPERATIVA MIFID EN TESORERÍA

#### **Trading venues** Otros sistemas de contratación Sistema Sistema Mercado Internalizador multilateral organizado Over the counter regulado sistemático negociación negociación . OTF's tendrán discrecionalidad con respecto a la ejecución de órdenes (política comercial propia y acceso diferencial por cliente). • Limitaciones al uso de capital propio de la OTF, ello podría limitar su ámbito de actuación al restringir facilidades de ejecución a los clientes o ejecuciones de órdenes grandes, complejas o ilíquidas. • Se homologan los mismos requisitos de pre y post transparencia que para el resto de trading venues. 2. SI's la propuesta pretende incorporar el flujo de negociación de operaciones OTC ganando transparencia el mercado. **Depositarios Proveedores** Trade CCP Custodios centrales valores repository Compensación, liquidación, registro y data providers

En las enmiendas presentadas a la Propuesta, las cuales prestan mucha atención en las operaciones sobre materias primas, se recomienda a esta estructura de negociación que aplique, además de los límites de posición ex ante, los demás controles de posiciones que sean necesarios para garantizar el correcto funcionamiento de los mercados y, en particular, para reducir el potencial de manipulación del mercado de derivados y subyacentes por los tenedores de posiciones largas y garantizar que los participantes en el mercado dispongan de los mecanismos necesarios para liquidar el contrato en especie cuando sea necesario. Dichos controles deben incluir la posibilidad de que el centro de negociación exija a los miembros o participantes que cierren o reduzcan una posición.

En otro aspecto se deja asentada la diferencia entre Sistemas Bilaterales y Multilaterales:

- **Sistema Bilateral:** sistema que reúne o facilita la puesta en común de intereses de compra y venta en instrumentos financieros por el cual la empresa de inversión que opera en el sistema actúa por cuenta propia mediante ejecución de órdenes de clientes dentro del sistema.
- **Sistema Multilateral:** sistema que reúne o facilita la puesta en común de compra y venta de intereses en instrumentos financieros, cualquiera que sea el número real de las órdenes que se ejecutan en las transacciones resultantes.

#### 4.2.2. Servicios de Suministros de Datos

Los aspectos relacionados con los datos del mercado y su calidad, formato, coste y capacidad de consolidación, son factores cruciales a la hora de sustentar los 3 grandes principios de la MiFID:

- 1. Transparencia.
- 2. Competencia.
- 3. Protección al Consumidor.

Al respecto la Propuesta incorpora unas aportaciones fundamentales que entran a ser parte de la estructura de mercado propuesta. El Reglamento MiFID, obliga a las Empresas de Inversión a publicar las negociaciones realizadas al margen de los centros de negociación mediante dispositivos de publicación aprobados (DPA), los cuales se regulan por el Artículo 61 de la MiFID, dentro de la categoría de Proveedores de Servicios de Suministros de Datos, de la cual hacen parte también los proveedores de información consolidada (PIC) y los mecanismos de información aprobados (MIA).

Una de las principales críticas que ha recibido la MiFID al respecto es la fragmentación de los datos, mediante la incorporación de las disposiciones propuestas se fijan unas condiciones para el establecimiento de los proveedores de información consolidada que permita acceder a unos datos de mercado más fiables y accesibles.

Dado que la actual estructura del mercado permite la competencia entre numerosos centros de negociación, es fundamental implantar cuanto antes un sistema operativo de información consolidada.

Para los inversores esto significa una mayor oportunidad de acceso a la información necesaria para tomar decisiones de inversión, pues podrán comparar de forma eficiente y amplia las operaciones que se realizan en distintos centros de negocio a un coste razonable.

#### I Disposiciones Generales

Este grupo de mecanismos está sujeto a la autorización por parte de la Autoridad Competente del Estado miembro donde se realice esta profesión a actividad habitual. Para su control cada Estado miembro elaborará un registro de todos los proveedores de servicios de suministros de datos, el cual será público y contendrá información sobre los servicios respecto a los cuales esté autorizado. Toda autorización será notificada a ESMA la cual elaborará el registro de estas empresas para la UE.

Las autorizaciones para estas empresas serán validas para toda la UE (respecto a los servicios que hayan sido autorizados), se tendrá un plazo de seis meses siguientes a la presentación de la solicitud completa para emitir o no la autorización.

#### I Dispositivos de Publicación Aprobados (DPA)

Figura autorizada con arreglo a lo dispuesto en la Propuesta MiFID para prestar el servicio de publicación de informes de operaciones en nombre de las Empresas de Inversión.

A estos Proveedores se les exigirá:

- **1.** Hacer pública la información requerida lo más cerca al tiempo real como sea posible técnicamente y en condiciones comerciales razonables.
- **2.** La información se pondrá a disposición gratuitamente 15 minutos después de la publicación de una operación.

- **3.** Se exigirá mantener dispositivos administrativos eficaces para evitar conflicto de intereses.
- **4.** Que establezca mecanismos de seguridad sólidos para garantizar la seguridad de los medios de transmisión de la información.
- **5.** Reducir al mínimo el riesgo de corrupción de datos y acceso no autorizado evitando fugas de información antes de la publicación.

#### I Proveedores de Información Consolidada (PIC)

Figura autorizada con arreglo a lo dispuesto en la Propuesta MiFID para prestar el servicio de recopilar informes de operaciones realizadas en los MR, SMN, SON y DPA con los instrumentos financieros sujetos a regulación por la Propuesta MiFID (Acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos similares, así como los bonos y obligaciones, los incorporados productos de financiación estructurada, los derechos de emisión y los derivados).

A estos Proveedores se les exigirá:

- **1.** El establecimiento de políticas y disposiciones adecuadas para recopilar la información publicada.
- **2.** Consolidarla en un flujo electrónico continuo de datos y ponerla a disposición del público lo más cerca al tiempo real como sea posible técnicamente y en condiciones comerciales razonables incluyendo como mínimo los siguientes datos:
  - **a.** el identificador del instrumento financiero;
  - **b.** el precio al que se haya concluido la operación;
  - **c.** el volumen de la operación;
  - **d.** la hora de la operación;
  - **e.** la hora a la que se haya comunicado la operación;
  - **f.** la divisa de la operación;
  - g. el centro de negociación en el que se haya ejecutado la operación o, si no, el código OTC;
  - **h.** si procede, un indicador de que la operación ha estado sujeta a condiciones específicas.
- 3. La información se pondrá a disposición gratuitamente 15 minutos después de la publicación de una operación.
- **4.** Se exigirá mantener dispositivos administrativos eficaces para evitar conflicto de intereses.
- **5.** Que establezcan mecanismos de seguridad sólidos para garantizar la seguridad de los medios de transmisión de la información.
- **6.** Reducir al mínimo el riesgo de corrupción de datos y acceso no autorizado.
- 7. Un gestor del mercado o un DPA que gestion también un servicio de información consolidada (PIC)

tratarán toda la información recopilada de manera no discriminatoria y gestionará y mantendrá dispositivos adecuados para separar las distintas funciones comerciales.

#### I Mecanismos de Información Aprobados (MIA).

Figura autorizada con arreglo a lo dispuesto en la Propuesta MiFID, para prestar el servicio de notificar detalles de operaciones a las Autoridades Competentes a ESMA en nombre de la Empresa de Inversión.

Los MIA tendrán la facultad de prestar el servicio a las Empresas de Inversión que ejecuten operaciones con instrumentos financieros, las cuales tendrán que declarar los datos de esas operaciones a la Autoridad Competente con la mayor brevedad y a más tardar al finalizar el siguiente día hábil.

A estos Proveedores se les exigirá:

- **1.** El establecimiento de políticas y disposiciones adecuadas para recopilar la información publicada.
- **2.** Que establezcan mecanismos de seguridad sólidos para garantizar la seguridad de los medios de transmisión de la información.
- **3.** Reducir al mínimo el riesgo de corrupción de datos y acceso no autorizado evitando fugas de información antes de la publicación.
- **4.** Establecer sistemas que permitan controlar de manera efectiva la exhaustividad de los informes de operaciones, detectar omisiones y errores manifiestos y solicitar la retransmisión de los informes erróneos.

#### 4.2.3. Mercado de PYME en expansión

Dentro del apoyo a la PYME que se viene brindando por parte de la UE, se ha querido asistir a este tipo de empresas proponiendo una nueva subcategoria de mercados denominada "Mercados de PYME en expansión" conveniente para facilitar el acceso al capital a las pequeñas y medianas empresas, así como facilitar el desarrollo de los mercados especializados que se proponen centrarse en las necesidades de los emisores pequeños y medianos.

La introducción de esta subcategoria que consistirá en SMN, potenciará su visibilidad y su perfil, facilitando el acceso a la financiación mediante el desarrollo de mercados especializados, contribuirá además al desarrollo de unas normas paneuropeas que los regulen, hechas a medida de las necesidades de los emisores e inversores de este mercado, sin dejar de mantener los niveles de protección al inversor adecuados.

Los gestores de un SMN podrán registrarse con arreglo a las disposiciones de los Estados miembros como SMN Mercado de PYME en Expansión sujetos a normas, sistemas y procedimientos efectivos que garanticen el cumplimiento de las siguientes condiciones:

- **a.** Que la mayoría de los emisores cuyos instrumentos financieros sean admitidos a negociación sean pequeñas y medianas empresas (PYME).
- **b.** Que se fijen criterios apropiados para la admisión inicial y continuada a negociación de los instrumentos financieros de los emisores en el mercado.
- **c.** Que se haya publicado información suficiente que permita tomar decisiones con conocimiento de causa de la inversión a realizar.
- **d.** Que se suministre al mercado, por parte del emisor, información financiera periódica.
- **e.** Que se cumpla con los requisitos pertinentes al reglamento sobre abuso de mercado y que a su vez se implanten sistemas y controles efectivos para impedir y detectar situaciones de abuso de mercado.

#### 4.2.4. Empresas de Terceros Países

En línea con el objetivo jurídico de la Propuesta de armonizar el marco regulador para la UE y con las exigencias actuales de internacionalización de los mercados, se pretende solventar la actual fragmentación en diferentes regímenes de terceros países con el propósito de asegurar una competencia equitativa para las partes involucradas en servicios financieros de la UE.

Las Entidades Financieras de terceros países sobre las que se haya adoptado una decisión de equivalencia podrán optar a la prestación de servicios o actividades de inversión junto con servicios auxiliares en la UE, tanto a clientes minoristas como a contra partes elegibles, previo registro en ESMA. En estos casos, la supervisión tendrá lugar en su propio país, de este modo se precisa un alto nivel de cooperación entre las autoridades de los terceros países con las autoridades locales competentes de la UE y ESMA.

Las condiciones de equivalencia de un tercer país estarán sujetas a las siguientes condiciones:

- **a.** Que las Empresas de Servicios de Inversión en adelante ESI, estén sujetas a autorización y a supervisión permanente por parte del Estado de origen.
- **b.** Que cuenten con los requerimientos de capital suficiente y que cuenten con requisitos aplicables a accionistas y miembros de los órganos de dirección adecuados.
- c. Deben contar con unos requisitos de organización adecuados en el ámbito de las funciones de control interno.

**d.** Que garantice la transparencia e integridad del mercado, impidiendo el abuso de mercado en forma de operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado.

La Propuesta exige a las empresas que presten servicios de inversión a clientes minoristas el establecimiento de una sucursal, mientras que los servicios prestados a contrapartes elegibles no precisan de la apertura de sucursal en el país miembro de la UE. Estas empresas una vez autorizadas en un Estado de la UE, podrán llevar a cabo en otros Estados miembros servicios y actividades de inversión comprendidos en la autorización sin el establecimiento de nuevas sucursales.

Respecto a la captación de clientes, cuando una ESI de un tercer país preste servicios por iniciativa exclusiva de las personas establecidas en la UE, se deberá considerar que la prestación de servicios no tiene lugar en el territorio de la UE, sin embargo cuando la ESI de un tercer país, capte clientes o posibles clientes, anuncie o promocione servicios o actividades de inversión en la UE, junto con servicios auxiliares, no debe considerarse que se trata de servicios por iniciativa exclusiva del cliente.

# 4. 3. Protección al Inversor

La innovación permanente y la complejidad creciente de los instrumentos financieros fruto de la marcada competencia entre las EEFF en los últimos años marca la necesidad de aportar medidas adicionales que fortalezcan la protección tanto al inversor minorista como al profesional.

Esta propuesta fortalece el marco reglamentario para la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión y gestión de cartera y la posibilidad de que las ESI acepten incentivos de terceros, reconociendo incidencias acerca de la aplicabilidad de la MiFID cuando las ESI o las entidades de crédito emiten y venden sus propios valores.

# 4.3.1. Servicios y Actividades de Inversión

Dentro de la cobertura de servicios y actividades de inversión que pueden prestar las ESI se ha ampliado en dos categorías, la custodia ha pasado de ser parte de los servicios auxiliares para constituirse como servicio de inversión con aplicación de normas de conducta (Ver Tabla N° 6).

Se determinará si un servicio es auxiliar en función de:

- **1.** el grado en que la contribución de la actividad a la reducción de los riesgos vinculados directamente a la actividad comercial o a la financiación de la tesorería sea objetivamente mensurable;
- **2.** la necesidad de que las actividades auxiliares constituyan una minoría de las actividades a nivel del grupo y a nivel de la entidad, a menos que los servicios se presten únicamente a otros miembros del mismo grupo;
- **3.** el nivel de negociación desarrollado o de servicios de inversión prestados con respecto a aquellas entidades financieras que desarrollen las mismas actividades o presten los mismos servicios.

## Tabla 6. Servicios y actividades de inversión.

	1	Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno a más instrumentos financieros.
	2	Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
	3	Negociación por cuenta propia.
MIEID	4	Gestión de Carteras.
MIFID I	5	Asesoramiento en Materia de Inversión.
	6	Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso.
	7	Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.
	8	Gestión de sistemas de negociación multilateral.
MIFID II	9	Administración y custodia de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y servicios conexos como la gestión de tesorería y de garantías.
	10	Gestión de sistemas de negociación multilateral.

Por otro lado, se introduce un marco para regular las prácticas de venta cruzada a fin de garantizar que los inversores estén debidamente informados y que tales prácticas no incidan en perjuicio suyo, si bien las prácticas de venta combinada, en las que dos o más servicios financieros se venden conjuntamente en un paquete, pero cada uno de los servicios que lo componen puede comprarse separadamente, puede también falsear la competencia y afectar negativamente a la movilidad de los clientes y a su capacidad de elegir con conocimiento de causa, al menos dejan al cliente más libertad de elección y no plantean tanto peligro de que las empresas de inversión soslayen las obligaciones impuestas por la presente Directiva.

ESMA tendrá la tarea de elaborar las directrices para la evaluación y supervisión de las prácticas de venta cruzada, indicando en particular las situaciones en las cuales dichas prácticas no cumplen las condiciones establecidas. Como se mencionó anteriormente, este tipo de enunciados crean cierta incertidumbre jurídica, puesto que no deja establecidas las condiciones y puede transcurrir un tiempo importante desde la puesta en vigor de la Propuesta en el cual las ESI, no cuentan con las reglas claras y esto puede dar lugar a arbitrajes regulatorios que van en detrimento de la protección del inversor.

### 4.3.2. Instrumentos y Productos Regulados

#### I Depósitos Estructurados

Un ejemplo de los nuevos productos de inversión que han surgido en los últimos años y que no se encontraban sujetos a ninguna regulación a nivel de la UE son los Depósitos Estructurados (no incluyen depósitos vinculados únicamente a tipos de interés, independiente de que estén predeterminados, sean fijos o variables).

En la actualidad, la inversión minorista en los mercados financieros se canaliza en gran parte a través de los productos «preempaquetados» de inversión minorista - PRIP12, los cuales pueden adoptar diversas formas jurídicas que presentan características globalmente comparables para los inversores particulares:

- **1.** Están expuestos a los riesgos de los activos financieros subyacentes, pero su preempaquetado modifica esa exposición en comparación con la tenencia directa.
- 2. Su principal función es la acumulación de capital, si bien algunos pueden garantizar el capital.
- 3. En general, están diseñados con miras al mercado minorista a medio o largo plazo.
- **4.** Se comercializan directamente entre los inversores particulares, aunque también pueden venderse a inversores de experiencia.

Hay muchos ejemplos en que la relación información eficaz y orientación al consumidor dan origen a ventas centradas en las necesidades del consumidor en las que se proporciona un asesoramiento adecuado. No obstante, también se registran muchos casos de pérdidas debido a una mala concepción del producto e información sobre el mismo o a prácticas de venta deficientes. Siguen vendiéndose indebidamente productos inadecuados y los inversores particulares siguen comprando productos sin haber entendido correctamente sus características.

<sup>12</sup> Packaged Retail Investment Products.

Los productos preempaquetados de inversión minorista PRIPs están sujetos a normas sobre información y prácticas de venta diferentes en función de la forma jurídica que adopten o del canal a través del cual se comercialicen. Por otra parte, la normativa comunitaria no se ocupa en la actualidad de algunos productos y canales de distribución, como se puede observar en la Tabla 7.

La Propuesta asume conveniente fortalecer la confianza de los inversores y hacer que la reglamentación de la distribución de distintos PRIPs sea más uniforme con el fin de garantizar un nivel adecuado de protección al inversor en la UE.

En un reporte<sup>13</sup> encargado por la CE en 2010 en el cual se analizó el posible impacto de la aplicación de normas similares a las de la MiFID (sobre conflictos de intereses y procedimientos de trabajo) a las ventas de PRIPs que actualmente no están cubiertos por la MiFID (Tabla 7), se identificaron algunos datos relevantes para tener en cuenta en la actualidad cuando se pretende elevar la Propuesta a Directiva.

Respecto a los costes de implementación para las entidades en la muestra del reporte<sup>14</sup>, fueron estimados en un 0,04% de los costes operativos, impulsados principalmente por los gastos de necesidades adicionales de personal y capacitación continua del personal necesario.

Los costes recurrentes anuales destinados a cumplir con las medidas de regulación se estimaron en las cifras:

- **1.** Para los intermediarios un impacto en anual de € 25 € 80 millones:
- **2.** Para las aseguradoras, € 50 € 80 millones (es decir, hasta el 0,5% del gasto atribuido por seguros de vida para el desarrollo y distribución de productos vinculados), y
- **3.** Para los bancos, un impacto de € 35 € 60 millones.

Esto da un total de € 110 - € 220 millones en costes recurrentes.

Tabla 7. Normas legales comunitarias sobre información y venta aplicables a los productos pre-empaquetados de inversión minorista.

	OICVM	Fondos de inversión no armonizados	Pólizas de seguro de vida vinculadas a fondos de inversión	Valores estructurados y fondos de capital fijo	Depósitos a plazo estructurados	
	Folleto simplifica- do de la Directiva OICVM.	MiFID (se imponen	Directiva sobre seguros de vida consolidada.	Directiva sobre folletos.	No existen normas a escala comunitaria <sup>1</sup>	
Normas relativas a la información sobre el producto que se aplican a los originadores, emisores o intermediarios	MiFID (se imponen requisitos muy rigurosos de información a los intermediarios MiFID cuando venden instrumentos financieros).	requisitos muy rigurosos de información a los intermediarios MiFID cuando venden instrumentos financieros).	Directiva sobre la mediación en los seguros en lo que respecta a determinados requisitos de información.	MiFID (se imponen requisitos muy rigurosos de información a los intermediarios MiFID cuando venden instrumentos financieros).		
	Directiva sobre comercio electrónico o Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros.					
Normas sobre ventas	MiFID		Directiva sobre la		No existen	
	Directiva OICVM	MiFID	mediación en los seguros.	MiFID	normas a escala comunitaria.	
	Directiva sobre comercio electrónico o Directiva sobre comercialización a distancia de servicios financieros.					

Respecto a la comercialización, los bancos fueron más propensos que los intermediarios y las empresas de seguros a indicar que un régimen regulador armonizado en todos los tipos de productos podría facilitar las sinergias de negocios. Los impulsores de este efecto incluyen la simplificación de las prácticas de venta y formación de personal, las oportunidades para aumentar las ventas de otros productos, y las funciones regulatorias centralizadas. Esto es de esperar, dada la gama más amplia de PRIPs vendidos por los bancos.

El impacto potencial de las nuevas regulaciones sobre el volumen de ventas fue señalado por muchos de los encuestados en todos los tipos de empresas, pero era de mayor relevancia entre las empresas de seguros y bancos. Una razón clave dada a través de los encuestados, en particular por compañías de seguros, fue el impacto previsto sobre la demanda de los clientes, en lo positivo (en términos de mayor confianza de los inversores y el mejor asesoramiento en ventas) y en lo negativo (en términos de información y sobrecarga de trámites reduciendo la demanda de estos productos), siendo este último más común.

Los costos para los supervisores de vigilancia y aplicación de las nuevas regulaciones serán diferentes según el nivel existente de regulación dentro de cada sector. Todos los supervisores de los Estados miembros que respondieron donde la regulación está ya muy estrechamente alineada con las normas propuestas, indicaron

<sup>13</sup> Study on the Costs and Benefits of Potential Changes to Distribution Rules for Insurance Investment Products and other Non-MIFID Packaged Retail Investment Products – Europe Economics 2010.

<sup>14</sup> Total Muestra 81 Entidades: 28 Intermediarios; 24 Compañías Aseguradoras de Vida; 29 Bancos.

que no tendría prácticamente un coste adicional o cualquier otro gasto sería mínimo. Los beneficios potenciales son aún más probables: el uso de los mismos procedimientos de regulación y supervisión de todos los productos financieros pueden ayudar a facilitar una más ágil actividad de supervisión y reducir los costos. Una cuestión importante que afecta a los costos potenciales de todos los supervisores es la medida en que las nuevas regulaciones se comparan en términos de profundidad y el alcance de normativa MiFID. Los Supervisores dentro de los sectores donde los niveles actuales de regulación son más bajos que las normas propuestas resaltaron los posibles aumentos en los costos, impulsada por factores como el aumento de quejas de los consumidores, o un aumento en el número de visitas in situ o fuera de las empresas. Los resultados del estudio no arrojaron suficiente información para la estimación robusta de los costos potenciales, sin embargo, está claro que éstos no serán significativos en comparación con los costos para la industria.

#### I Derivados

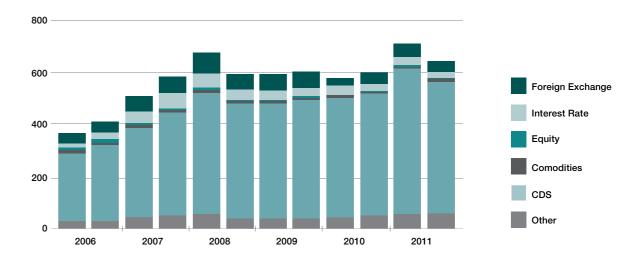
Los derivados son un componente importante de las finanzas modernas. En esencia, son contratos financieros que facilitan la negociación y la redistribución del riesgo, pueden ser utilizados ya sea para asegurar (cobertura) frente a un riesgo particular o, por el contrario, para asumir un riesgo (de invertir o especular), también se puede utilizar para el arbitraje entre los distintos mercados.

Los derivados pueden variar desde aquellos que tienen parámetros totalmente estandarizados, como el valor nocional o de vencimiento, a los que están totalmente adaptados a las necesidades específicas de un usuario en particular. El tipo de derivado por lo general también se determina en la forma que se negocia: los derivados estandarizados normalmente se comercian en centros de negociación regulados (Trading Venues), por ejemplo CBOE - Chicago Board Options Exchange (Derivatives Exchanges), mientras que los derivados personalizados (o medida) se negocian bilateralmente, es decir, fuera de la bolsa o, como comúnmente se llama, en mercados OTC. Los tipos más comunes de derivados que se negocian en bolsa son los futuros y opciones, los tipos más comunes de derivados OTC son swaps, forwards y opciones (exóticas).

Según documento<sup>15</sup> publicado por el Banco Internacional de Pagos en adelante BIS, el total de importes nocionales en circulación de los derivados OTC ascendió a \$ 648 billones a finales de 2011 (Gráfico 5) de los cuales los derivados de tipos de interés representan la mayor categoría de riesgo en el mercado de derivados OTC, con un importe nocional en circulación de \$ 504 billones de dólares a finales de 2011.

Gráfico 5. Importes nocionales en circulación OTC.

FUENTE: BIS



Datos extraídos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), indican que: «las inversiones en materias primas se han convertido en un elemento común de una asignación más amplia de las carteras de los inversores, que coincide con un aumento significativo de los activos gestionados por índices de materias primas. Por consiguiente, los volúmenes de derivados negociables en los mercados de materias primas son ahora entre 20 y 30 veces superiores a la producción real».

Dentro de los esfuerzos significativos emprendidos para mejorar la estabilidad, la transparencia y la supervisión de los mercados de derivados OTC, el G-20 decidió que todas las operaciones con derivados OTC normalizados se negociaran en mercados organizados o, en su caso, en plataformas de negociación electrónica.

En consonancia con los requisitos que ya ha propuesto la Comisión (EMIR) para aumentar la compensación central de los derivados OTC, la propuesta de Reglamento MiFIR exigirá que la negociación de derivados con un desarrollo adecuado solo se produzca en las plataformas admisibles, es decir, en los Mercados Regulados, los SMN o los SON. Esta obligación se impondrá a las contrapartes tanto financieras como no financieras que rebasen el umbral de compensación fijado por el EMIR. La Comisión y ESMA serán las encargadas de definir, mediante normas técnicas, la lista de derivados a los que se aplica esta obligación, teniendo en cuenta la liquidez de los instrumentos específicos.

<sup>&</sup>lt;sup>15</sup> Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2011 Monetary and Economic Department May 2012

La obligación de negociación se aplicará también a entidades de terceros países que estarían sujetas a la obligación de compensación si estuvieran establecidos en la UE.

#### I Derechos de Emisión

Contrariamente a la negociación de derivados, los mercados secundarios al contado de derechos de emisión de la UE siguen estando en gran medida sin regular. En los mercados al contado se han producido una serie de prácticas fraudulentas que podrían minar la confianza en el régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE), instituido por la Directiva RCDE de la UE<sup>16</sup>.

De forma paralela a las medidas establecidas por la Directiva RCDE para reforzar el sistema de registro de derechos de emisión de la UE y las condiciones de apertura de una cuenta para comerciar con estos derechos, la propuesta sometería todo el mercado de derechos de emisión a la normativa sobre mercados financieros. Los mercados al contado y de derivados se atendrían a un supervisor único.

La aplicación de la MiFID y de la Directiva 2003/6/CE sobre abuso de mercado elevarían de forma notable el grado de seguridad del mercado sin afectar a su objetivo, que sigue siendo la reducción de las emisiones. Además, se garantizaría la coherencia con las normas que ya se aplican a los derivados de derechos de emisión de la UE, así como un mayor nivel de seguridad, ya que los bancos y empresas de inversión, entidades obligadas a supervisar la actividad en el mercado para detectar fraudes, abusos o blanqueo de capitales, asumirían un papel más activo en el examen de potenciales negociadores al contado.

#### I Materias Primas

La Propuesta plantea mejoras específicas destinadas a reforzar la supervisión y transparencia de los mercados de materias primas y derivados sobre materias primas para asegurar que cumplan sus cometidos de cobertura y formación de precios y, a la luz de la evolución de las estructuras de mercado y las tecnologías, a velar por la competencia leal y la eficiencia de los mercados, con el fin de dar solución a la excesiva volatilidad de los precios de las materias primas.

Para el correcto control acerca de la negociación de materias primas, la Propuesta centra sus acciones sobre los centros de negociación y las acciones que permitan una mayor transparencia y protección de los inversores. Se propone, por lo tanto, que todos los centros de negociación en los que se negocien contratos de derivados

sobre materias primas impongan unos límites apropiados o establezcan disposiciones alternativas que garanticen un correcto funcionamiento del mercado y condiciones de liquidación para las materias primas que puedan entregarse físicamente, así como que faciliten a los reguladores una información sistemática, pormenorizada y normalizada sobre las posiciones por tipo de entidades financieras y comerciales (incluida la categoría y la identidad del cliente final) y de participantes en el mercado (incluyendo solo las posiciones agregadas de las categorías de clientes finales).

Los límites impuestos por estos centros de negociación en la primera Propuesta podrían ser armonizados en actos delegados de la Comisión; pero para ello ha sido designada ESMA con el propósito de obtener mayor proximidad y eficiencia a la hora de detectar perturbaciones en el mercado, en beneficio de la MiFID y del MiFIR.

Requerimientos a Centros de Negociación Regulados (MR, SMN, SON) que negocien derivados de materias primas:

- **1.** Publicación semanal del desglose de las posiciones que mantienen los diferentes tipos de participantes en el mercado, incluidos los clientes de los que no negocian por cuenta propia.
- **2.** Deben establecer unos límites apropiados, o los correspondientes dispositivos alternativos, para sostener la liquidez, impedir el abuso de mercado y garantizar una formación de precios y unas condiciones de liquidación correctas.
- **3.** Facilitar a la autoridad competente, previa solicitud, un desglose completo de las posiciones de los miembros o participantes del mercado, incluidas las posiciones mantenidas por cuenta de sus clientes.

Como medida de control y seguimiento, se emitirá un informe sobre la incidencia de las medidas propuestas en los mercados de derivados sobre materias primas cuyo indicador debe valorar los cambios registrados en la volatilidad de los precios en los mercados de derivados sobre materias primas tras la aplicación de la revisión de la MiFID.

Pasada la primera lectura en el Parlamento, las enmiendas resaltan la importancia y sensibilidad del tema de la especulación sobre alimentos, y para ello exigirá mecanismos de control a los Centros de Negociación sobre las posiciones para distinguir entre operadores que tienen un interés físico en el producto y los que no lo tienen (Especuladores). Esta medida en parte puede tener un efecto disuasorio y trasladar la negociación a otras plataformas fuera de la UE menos estrictas.

<sup>16</sup> Directiva 2003/87/CE por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo, DO L 275 de 25.10.2003, modificada en último lugar por la Directiva 2009/29/CE, DO L 140, p. 63.

#### I Contratos de Seguros vinculados a Instrumentos Relacionados con la Inversión

Las inversiones se venden con frecuencia a clientes en forma de contratos de seguros como alternativa o para sustituir instrumentos financieros regulados en virtud de la presente Directiva. Para proporcionar una protección coherente a los clientes minoristas, es importante que las inversiones en forma de contratos de seguros estén sujetas a las mismas normas de conducta empresarial, en particular las relativas a la gestión de conflictos de interés, las restricciones a los incentivos y a las normas destinadas a garantizar la idoneidad del asesoramiento o la conformidad de las ventas no asesoradas.

#### 4.3.3. Intervención en Relación con los Productos

ESMA será la encargada de supervisar los productos de inversión, incluyendo los depósitos estructurados y los instrumentos financieros que se comercializan, distribuyen o venden en la UE, y de forma proactiva podrá investigar nuevos productos de inversión o instrumentos financieros antes de que sean comercializados, distribuidos o vendidos en la UE, en cooperación con las autoridades competentes.

Dentro del proceso de centralización de actuaciones regulatorias, ESMA podrá prohibir o restringir:

- **1.** La comercialización, distribución o venta de determinados instrumentos financieros bajo criterios pendientes de establecer.
- 2. Un tipo de práctica o actividad financiera.

Estas prohibiciones se podrán aplicar bajo las siguientes condiciones:

- **1.** Que la acción propuesta responda a una amenaza a la protección del inversor o a la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros.
- **2.** Que los requisitos reglamentarios con arreglo a la legislación de la Unión aplicables al instrumento financiero o a la actividad financiera de que se trate no respondan a la amenaza.
- **3.** Que una o varias autoridades competentes no hayan tomado medidas para responder a la amenaza o que las medidas adoptadas no constituyan una respuesta adecuada frente a la misma.

Las Autoridades competentes de los Estados miembros también contarán con la capacidad de prohibir o restringir la comercialización o las practicas mencionadas anteriormente con arreglo a las condiciones de aplicación, previa consulta de los demás Estados miembros que puedan verse afectados de forma significativa por la medida, además debe asegurarse que la medida no tiene efecto discriminatorio sobre

los servicios o actividades de otro Estado miembro. Antes de imponer una prohibición o restricción, la autoridad competente podrá dar aviso de su intención de prohibir o restringir un producto de inversión o un instrumento financiero a menos que se realicen determinadas modificaciones de las características del producto de inversión o del instrumento financiero dentro de un plazo de tiempo especificado.

Por su parte ESMA desempeñará un papel de coordinación en lo que se refiere a las medidas adoptadas por las autoridades competentes de los Estados miembros garantizando que éstas sean proporcionadas y justificadas.

Los Estados miembros por su parte deberán garantizar, en particular, que cuando las empresas de inversión diseñen productos de inversión o depósitos estructurados para su venta a clientes profesionales o minoristas, dichos productos respondan a las necesidades de un mercado destinatario definido en el contexto de la categoría de clientes de que se trate. Por otra parte, los Estados miembros deben asegurarse de que las empresas de inversión adopten medidas razonables dirigidas a garantizar que el producto de inversión se comercialice y distribuya a clientes dentro del grupo destinatario.

#### 4.3.4. Clasificación de los Clientes

La clasificación de clientes actual de MiFID (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles) proporciona un grado adecuado y satisfactorio de flexibilidad, por lo que no necesita grandes modificaciones. A pesar de ello, múltiples ejemplos de operaciones con instrumentos complejos efectuadas por autoridades locales y municipios demuestran que su clasificación no queda adecuadamente reflejada en el marco de la MiFID, por lo que es conveniente excluirlos claramente de la lista de contrapartes elegibles y de los clientes que se consideran profesionales, permitiendo al mismo tiempo a estos clientes solicitar ser tratados como clientes profesionales.

Otros requisitos a cumplir respecto a la clasificación de clientes:

- **1.** Respecto a la calidad de la información, los Estados miembros se asegurarán de que, en su relación con las contrapartes elegibles, las empresas de inversión actúan con honestidad, imparcialidad y profesionalidad y comunican información imparcial, clara y no engañosa, teniendo en cuenta la naturaleza de la contraparte elegible y su actividad.
- **2.** Se necesitará una modificación en la política de clasificación y cambios en el proceso de evaluación de la conveniencia de los productos contratados por el cliente.

- **3.** La prestación de servicios a contrapartes elegibles por empresas de terceros países no requeriría la apertura de una sucursal; las empresas de terceros países podrían ofrecer estos servicios previo registro en ESMA, para clientes minoristas es indispensable que establezcan una sucursal en la Unión.
- **4.** A clientes profesionales, sin embargo, debe permitírseles solicitar un trato no profesional, y las empresas de inversión pueden acordar conceder un nivel de protección más alto, por el contrario los clientes (organismos del sector público, las autoridades públicas locales, los municipios y los inversores minoristas) también podrán solicitar una renuncia a la protección que solamente se considerará válida si la empresa de inversión efectúa una evaluación adecuada de la competencia, la experiencia y los conocimientos del cliente que le ofrezca garantías razonables, a la vista de la naturaleza de las operaciones o de los servicios previstos, de que el cliente es capaz de tomar sus propias decisiones en materia de inversión y de comprender los riesgos en que incurre.

Para renunciar a la protección por iniciativa del inversor se tendrá en cuenta el cumplimiento como mínimo en los siguientes aspectos:

- **1.** Que el cliente haya realizado en el mercado de valores de que se trate operaciones de volumen significativo con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;
- **2.** Que el valor de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 €.
- **3.** Que el cliente ocupe o haya ocupado por lo menos durante un año un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones y los servicios previstos.

#### 4.3.5. Asesoramiento e Información

Respecto al asesoramiento, la Propuesta de MiFID trata de erradicar el conflicto de intereses de las empresas que desarrollan productos y las que los comercializan frente a los clientes, para diferenciar cuándo se presta un servicio de asesoramiento acerca de la inversión, o aclarar los casos en los que se trate de servicios sin asesoramiento, cuándo puede considerarse que la empresa de inversión o banco no presta un servicio comprendido en el ámbito de la MiFID.

Dentro del marco de regulación las propuestas fortalecen la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversiones y gestión de carteras y limitando en primera instancia la posibilidad que las ESIs acepten incentivos de terceros, el hecho de que las recomendaciones personalizadas a los clientes mantenga su pertinencia y la complejidad cada vez mayor de los servicios e instrumentos, exige un reforzamiento de las normas de conducta con el fin de aumentar la protección de los inversores.

La Propuesta inicialmente pretendió incluir el adjetivo – Independiente – con el propósito de especificar si el asesoramiento se basa en un análisis global, llevando a cabo una evaluación continuada de la adecuación de los instrumentos financieros recomendados a los clientes.

El Asesoramiento - Independiente - cumpliría con las siguientes características:

- **1.** Se evaluarían un número suficientemente elevado de instrumentos financieros disponibles en el mercado, debiendo estar diversificados respecto al tipo de producto, sus emisores o proveedores.
- **2.** Las ESIs o bancos no percibirían honorarios, comisiones ni otros beneficios monetarios por parte de terceros, o por una persona que actuara en nombre de un tercero en relación con la prestación del servicio a los clientes.
- **3.** Respecto a la gestión de carteras, se debería cumplir los criterios mencionados en el punto anterior.

Este apartado fue enmendado tras el procedimiento ordinario pasada la primera lectura de la Propuesta en el Parlamento bajo el argumento de que esta medida se encuentra fuera de la realidad económica y del mercado actual, por lo tanto las Entidades Financieras buscarían la manera de ocultar dichas comisiones produciendo un efecto contrario al buscado.

Por lo tanto la última enmienda al respecto acepta el cobro de este tipo de comisiones, obligando a las Empresas de Inversión al prestar sus servicios de asesoramiento en materia de inversión, a informar específica y previamente si el asesoramiento se presta en relación con la aceptación o el beneficio de incentivos de terceros y si se basa en un análisis global o más restringido del mercado, e indicará si la Empresa de Inversión proporcionará al cliente una evaluación periódica de la adecuación de los instrumentos financieros recomendados a los clientes.

Cuando preste servicios de gestión de carteras, la empresa de inversión informará al cliente, antes de celebrar el acuerdo, sobre el alcance previsible de los incentivos. El informe periódico revelará todos los incentivos pagados o recibidos en el período anterior.

Esto supuso un duro revés a aquellos que esperaban mitigar por completo el pago de comisiones y avanzar a un modelo definitivo Pay-Investor. Otra alternativa que se ha mencionado en las negociaciones es la sesión de las comisiones por parte de las ESI o Entidades Financieras a los clientes o inversores finales, propuesta que puede generar por parte del cliente un efecto de direccionamiento hacia el producto que más le remunere vía comisión haciendo a un lado la estimación y valoración correcta del riesgo vinculado al producto adquirido.

El adjetivo –Independiente– queda abierto a la utilización por parte de los Estados miembros, dónde la cultura financiera esté más avanzada en cuanto al pago por los servicios de asesoramiento por parte del cliente, como es el caso de Reino Unido y Francia que han decidido eliminar el pago de comisiones por terceros y se han inclinado por el modelo Pay-Investor. En este caso la Comisión a cargo no cree que deba limitar un modelo de cultura financiera que funcione en determinado estado.

En esta revisión se incorpora un seguimiento respecto a la forma de remunerar o evaluar el rendimiento de los propios empleados de las ESIs para que éste no entre en conflicto con la obligación de la empresa de defender lo mejor posible los intereses de sus clientes. La remuneración de los empleados encargados de vender o asesorar sobre inversiones no debe, por lo tanto, depender únicamente de los objetivos de venta o de los beneficios para la empresa de un instrumento financiero específico, ya que ello crearía incentivos para facilitar información que no es justa, clara y no engañosa y para hacer recomendaciones que no redundarían en el mayor interés del cliente.

Se recomienda garantizar que los empleados que realicen actividades de asesoramiento o venta de instrumentos financieros a clientes minoristas posean un nivel suficiente de conocimientos y competencias con respecto a los productos que ofrecen. Las Empresas de Inversión han de ofrecer a sus empleados tiempo y recursos suficientes para que puedan obtener este conocimiento y estas competencias y aplicarlos a la hora de prestar servicios a los clientes.

Respecto a los requisitos de organización de la información, toda empresa de inversión llevará un registro de todos los servicios y operaciones que realice.

Dicho registro deberá ser suficiente para permitir que la autoridad competente supervise el cumplimiento de los requisitos previstos en la Directiva.

## El registro incluirá:

- **i.** Conversaciones telefónicas o comunicaciones electrónicas relativas, al menos, a las operaciones realizadas en negociación por cuenta propia o correspondientes a órdenes de clientes, si se prestan servicios de recepción y transmisión de órdenes y de ejecución de las mismas por cuenta de clientes.
- **ii.** En lo que respecta a las comunicaciones entre las instituciones financieras y clientes minoristas, los Estados miembros, en lugar de los registros a los que hace referencia en el apartado anterior, podrán reconocer la documentación adecuada del contenido de dichas conversaciones telefónicas en forma de actas que deberán llevar la firma del cliente.

Sobre la información requerida para suministrar al cliente, se incrementa en calidad y en magnitud, ya que debe tener en cuenta la naturaleza del servicio y el tipo y complejidad del producto tanto para el asesoramiento como para la ejecución de órdenes, obligando a brindar una información imparcial, clara y no engañosa en cualquier relación con el cliente. La información en materia de asesoramiento sobre el instrumento recomendado debe estar a disposición de los inversores cada 6 meses para productos no complejos y cada 3 meses para productos complejos incluyendo su valor de mercado, además de informar acerca de cualquier variación sustancial producida respecto al instrumento financiero. Previa contratación del producto se debe entregar al inversor una evaluación sobre las ganancias y pérdidas esperadas del mismo y su comportamiento en distintas condiciones de mercado.

# 4. 4. Operativa de Mercado

## 4.4.1. Información Pre-negociación y Post-negociación

La información requerida en este aspecto se aplica tanto para valores participativos (acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares) como para no participativos (bonos y obligaciones, productos de financiación estructurada, derechos de emisión y derivados), de igual forma se extiende a todos los centros de negociación regulados (MR, SON, SMN, IS). Se resumen los requerimientos a continuación:

Tabla 8. Requerimientos Pre y Post-negociación.

Pre-negociación	Post-negociación
Garantizar la divulgación de información de forma continua dentro de los horarios normales de negociación.	El incremento de información sobre precios y operaciones mejora la transparencia hacia el inversor.
Publicar el rango de precios de oferta y demanda o las cotizaciones de los creadores de mercado y la profundidad a dichos precios.	Se debe hacer público el precio, el volumen y la hora de la ejecución de las operaciones.
Suministrar el volumen o tipos de órdenes que puedan estar exentas de la información pre-negociación.	Publicar los detalles de las operaciones lo más cerca al tiempo real que sea técnicamente posible.
Asegurarse que las cotizaciones recibidas por los clientes son razonables, ciertas y negociables.	Acceso a la información no discriminatoria y en condiciones comerciales razonables.
Publicar el modelo de mercado que pueda estar exento de la información pre-negociación.	Se permite en función del tipo volumen de operación aplazar la publicación de los detalles.
Distribuir la información por cada categoría de instrumento financiero en condiciones de igualdad a todos los clientes según políticas comerciales.	Distribuir la información por cada categoría de instrumento financiero en condiciones de igualdad a todos los clientes según políticas comerciales.
La información se pondrá a disposición del público gratuitamente 15 minutos después de la publicación de una operación.	La información se pondrá a disposición del público gratuitamen- te15 minutos después de la publicación de una operación.

## 4.4.2. High Frequency Trading (HFT)

La evolución tecnológica en el ámbito de la negociación de instrumentos financieros ha generado grandes oportunidades pero plantea nuevos retos. Aunque, en general, se considera que sus efectos son positivos para la liquidez de los mercados y que han mejorado la eficiencia de éstos, es necesario establecer medidas reglamentarias y de supervisión que aborden de forma adecuada los peligros potenciales para el correcto funcionamiento de los mercados que se derivan de una negociación algorítmica o de alta frecuencia. En particular, las propuestas tienen como objetivo someter a la MiFID a todas las entidades involucradas en la negociación de alta frecuencia, imponer unos requisitos de organización apropiados a estas empresas y a las que dan acceso al mercado a otros operadores de alta frecuencia, y exigir a los centros de negociación que adopten unos métodos adecuados de control del riesgo con el fin de evitar las anomalías en las condiciones de negociación y garantizar la resistencia de sus plataformas. Se propone también asistir a las autoridades competentes en la supervisión de tales actividades.

La negociación de alta frecuencia suele ser utilizada por operadores que negocian con su propio capital; este método, más que constituir una estrategia en sí mismo, recurre a tecnologías avanzadas para llevar a la práctica estrategias de negociación más tradicionales, como la creación de mercado o el arbitraje.

En general, las tecnologías de negociación han proporcionado al mercado y sus participantes grandes ventajas, tales como una mayor participación en los mercados, una mayor liquidez, unos diferenciales menores, una menor volatilidad a corto plazo y nuevos medios para obtener una mejor ejecución de las órdenes de los clientes. Pero estas tecnologías llevan consigo cierto número de riesgos potenciales, tales como un mayor riesgo de sobrecarga de los sistemas de los centros de negociación debido a los grandes volúmenes de órdenes, o, en el caso de la negociación algorítmica, riesgos de que se generen órdenes duplicadas o erróneas, u otros tipos de anomalías que puedan causar trastornos en el mercado. Además, existe el riesgo de que los sistemas de negociación algorítmica reaccionen de forma exagerada a otros eventos del mercado, exacerbando la volatilidad en caso de que el mercado tuviera ya una situación problemática. Finalmente, si se hace un uso incorrecto de la misma, la negociación algorítmica o de alta frecuencia puede dar lugar a casos de comportamiento abusivo.

Además de las medidas relativas a la negociación algorítmica y de alta frecuencia, es conveniente instaurar unos controles destinados a las empresas de inversión que facilitan a sus clientes acceso electrónico directo a los mercados, ya que la negociación electrónica puede llevarse a cabo a través de una empresa que facilite acceso electrónico a los mercados y conlleva muchos riesgos similares. Es también conveniente que las

empresas que facilitan acceso electrónico directo garanticen que las personas que utilizan el servicio estén debidamente cualificadas y que la utilización del servicio se someta a unos controles del riesgo.

HFT ha tenido tres efectos principales en los mercados. En primer lugar, que ha significado que cada vez mayores volúmenes de negociación sean comprimidos en espacios cada vez más pequeños de tiempo. En segundo lugar, ha significado que el comportamiento estratégico entre los traders se está produciendo cada vez en más altas frecuencias. En tercer lugar, no se trata sólo de que la velocidad de la interacción estratégica ha cambiado, sino también su naturaleza. Anteriormente, la interacción era de trader a trader. Hoy en día, es de máquina a máquina, algoritmo a algoritmo, permitiendo a algunos tipos de algoritmos aprender de las experiencias (Estructura de tipo Redes Neuronales o Algoritmos Evolutivos).

Uno de los sucesos más relevantes al respecto ocurrió el 6 de mayo de 2010, denominado FLASH CRASH, sufrido por los mercados estadounidenses (cuando se produjo, las bolsas europeas estaban cerradas). Entonces, en sólo unos minutos, el Dow Jones perdió cerca de 1.000 puntos (9%) y unas doscientas compañías cotizadas se desplomaron hasta cotizar en apenas unos centavos de dólar. "The Race to Zero" es el nombre con el que se conoce a este movimiento. El índice Dow Jones consiguió recuperarse del error minutos después, pero cerró a la baja, con pérdidas de un 3,2%.

Las consecuencias de este suceso se atribuyeron a distintas fuentes; la primera de ellas se atribuye al denominado FatFinger (error humano); la segunda es que un fondo estrenó un nuevo algoritmo que consiguió cerrar la venta de 4.100 millones de dólares en futuros en apenas 20 minutos, lo que supuso la venta de unos 75.000 contratos mini de futuros.

El problema vino porque la compañía estrenó su nuevo algoritmo, que en lugar de efectuar esta masiva venta a un plazo de cinco horas, tiempo medio para estas operaciones, consiguió despachar los contratos en 20 minutos.

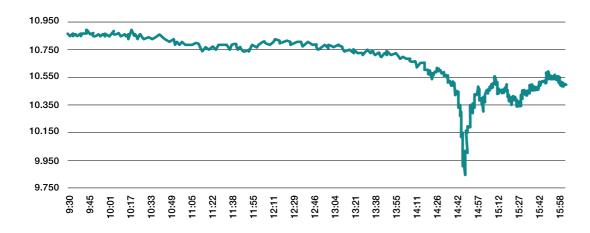
La orden se emitió a las 2.32 pm de la tarde, hora local en Nueva York. A continuación la presión de esta venta se trasladó del mercado de futuros al mercado de renta variable, lo que provocó una abrupta caída de acciones individuales.

Durante la jornada, tanto los futuros como la renta variable ya operaban con caídas pero alrededor de las 2.42 pm, los mercados cayeron un 5% en tan sólo unos minutos. Los precios tocaron fondo a las 2.47 pm, cuando el Dow Jones de Industriales recortó un total de 990 puntos, un 9,1% menos del nivel de apertura de la sesión.

A partir de entonces, alrededor de 21.000 operaciones fueron canceladas inmediatamente porque muchas fueron consideradas como un error. La recuperación de los indicadores fue inmediata ya que el Dow consiguió recuperar 543 puntos en cuestión de 90 segundos.

Gráfico 6. Cotizaciones DJIA sesión del 6 de mayo de 2006.

FUENTE: BLOOMBERG-CNMV.



La anterior situación sin embrago se puede atribuir a una interacción entre varios factores, que incluirían la compleja estructura de los mercados de renta variable en EE.UU., caracterizada por una acusada fragmentación de la liquidez entre mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, la utilización cada vez más intensiva de estrategias de HFT y un entorno regulatorio heterogéneo en el que, ante una misma circunstancia de mercado, se aplican diferentes previsiones normativas. Otro de los factores implicados es la compleja interrelación entre las diferentes plataformas de negociación de ese país, ya que existe una norma, denominada National Market System (NMS), aplicable a todas las plataformas, que obliga a dirigir las órdenes al mercado con el mejor precio en cada momento, con objeto de lograr una consolidación de precios y ofrecer la mejor ejecución a los participantes.

También existen practicas que se generan a partir del HFT como el *quote stuffing* que, como apunta la CNMV en su Boletín Trimestral III/2010 (página 44) "consiste en el envío al mercado de un elevado número de órdenes de compra venta que inmediatamente después de formularse son canceladas. El objetivo de esta operativa suele consistir en intentar colapsar y ralentizar el sistema de negociación y hacer que el resto de los participantes se centren en unas órdenes que posteriormente se van a retirar".

Detectadas estas anomalías, la Propuesta hace énfasis en los siguientes aspectos necesarios para evitar que este tipo de errores se vuelvan a producir.

Tabla 9. Exigencias de HFT a Centros de Negociación Regulados.

Problema	Medidas Exigidas por MiFID II
Resistencia de Sistemas	Tanto las ESIs como los centros de negociación deberán implantar sistemas, procedimientos y mecanismos efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación sean resistentes.
Cortocircuitos	<ul> <li>Tanto las ESIs como los centros de negociación tendrán la capacidad de rechazar ordenes que ex- cedan de unos umbrales de volumen y precios determinados o que sean manifiestamente erróneas y que estén en condiciones de interrumpir temporalmente la negociación</li> </ul>
Negociación Electrónica	<ul> <li>Garantizar que los sistemas de negociación algorítmica no puedan generar anomalías en las condiciones de negociación en el mercado, ni contribuir a tales anomalías, incluidos sistemas que permitan limitar la proporción de órdenes de operaciones no ejecutadas que un miembro o participante podrá introducir en el sistema, ralentizar el flujo de órdenes ante el riesgo de que se alcance el límite de capacidad del sistema y restringir el valor mínimo de variación del precio que podrá ejecutarse en el mercado.</li> </ul>
Acceso Electrónico Directo	<ul> <li>Implantación de sistemas, procedimientos y mecanismos para garantizar que solo se permitirá prestar estos servicios a ESIs autorizadas con arreglo a la Directiva.</li> <li>Se deberán establecer umbrales y normas apropiadas para el control de riesgos de las operaciones por acceso directo y en caso necesario tener la capacidad de interrumpir las órdenes o negociaciones ejecutadas por no autorizados.</li> <li>Se exigirá transparencia en cuanto a estructura de comisiones para que éstas sean equitativas y no discriminatorias.</li> <li>Las empresas de inversión no ofrecerán un acceso de mercado patrocinado y en descubierto a un centro de negociación.</li> </ul>
Información de Estrategia	<ul> <li>Facilitará a la autoridad competente con una periodicidad al menos anual una descripción de la naturaleza de sus estrategias de negociación algorítmica, así como detalles de los parámetros de negociación o de los límites a que está sujeto el sistema, de los principales controles de conformidad y de riesgo que ha implantado para garantizar que se cumplen las condiciones contempladas anteriormente y de las pruebas a las que se someten sus sistemas.</li> <li>Las estrategias de negociación algorítmica funcionarán de modo continuo durante el horario de negociación del centro al que envían las órdenes o de los sistemas por los que ejecutan las operaciones.</li> </ul>

Dentro de las últimas enmiendas vinculadas al HFT se introducen las siguientes definiciones:

**1. Acceso Directo al Mercado:** régimen conforme al cual un miembro o participante de un centro de negociación permite a una persona la utilización de su código de negociación para transmitir órdenes electrónicas a los sistemas internos de negociación electrónica de la empresa de inversión con miras a una transmisión automática ulterior a través del código de negociación de la empresa de inversión a un centro de negociación específico.

2. Acceso Patrocinado y en Descubierto al Mercado: régimen conforme al cual un miembro o participante de un centro de negociación permite a una persona la utilización de su código de negociación para transmitir órdenes electrónicas a través del código de negociación de la empresa de inversión a un centro de negociación específico sin que las órdenes discurran a través de los sistemas internos de negociación electrónica de la empresa de inversión.

#### 4.4.3. Ejecución de Órdenes

Con el propósito de reforzar las medidas de protección al inversor, se exigirá a las ESIs que, al ejecutar las órdenes se adopten todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez, la probabilidad de la ejecución y la liquidación, el volumen, la naturaleza o cualquier otra consideración pertinente para la ejecución de la orden. No obstante, en caso de que haya una instrucción específica del cliente, la empresa de inversión ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica. Estas medidas se extienden a todos los centros de negociación regulados (MR, SMN, SON).

Se exigirá a las ESIs que proporcionen a sus clientes información adecuada sobre su política de ejecución de órdenes. Dicha información explicará con claridad, con el suficiente detalle y de una manera que pueda ser comprendida fácilmente por los clientes, cómo ejecutará la empresa las órdenes para el cliente.

Por su parte los Estados miembros exigirán que las empresas de inversión obtengan el consentimiento previo de sus clientes respecto de la política de ejecución.

Respecto a suministro de información se exigirá que las empresas de inversión resuman y publiquen con periodicidad anual, respecto a cada clase de instrumento financiero, los cinco principales centros de ejecución de órdenes en los que ejecutaron órdenes de clientes en el año anterior.

Adicional a lo anterior, los Estados miembros exigirán que, con periodicidad por lo menos trimestral, cada centro de ejecución ponga a disposición del público, sin coste alguno, los datos relativos a la calidad de la ejecución de las operaciones en dicho centro. Los informes periódicos incluirán datos detallados sobre el precio, la velocidad de ejecución y la probabilidad de ejecución de instrumentos financieros específicos.

Debido a que muchas órdenes se colocan solo para orientar el precio de determinado producto en una dirección deseada se establecen los siguientes mecanismos para evitar dicho tipo de situaciones que puedan atentar contra la resistencia de los sistemas en la negociación electrónica:

- **1.** Se exigirá a los Estados miembros una estructura de comisiones que no cree incentivos para colocar, modificar o cancelar órdenes o para ejecutar operaciones de tal forma que contribuyan a perturbar las condiciones de negociación o fomenten las prácticas de abuso de mercado.
- **2.** Imponer comisiones más elevadas para colocar una orden que seguidamente es cancelada que para colocar una orden que se ejecuta.
- **3.** Imponer comisiones más elevadas a los participantes que tengan una proporción más elevada de órdenes canceladas con respecto a las órdenes ejecutadas y a los que aplican una estrategia de negociación de alta frecuencia, con el fin de reflejar la carga adicional sobre la capacidad del sistema.
- **4.** Que las órdenes introducidas en el sistema por los miembros o participantes tengan una vigencia mínima de 500 milisegundos y no puedan cancelarse o modificarse durante dicho periodo.

ESMA, se encargará de elaborar las normas técnicas para determinar:

- **1.** el contenido específico, el formato y la periodicidad de los datos relativos a la calidad de ejecución que deberán publicarse atendiendo al tipo de centro de ejecución y al tipo de instrumento financiero de que se trate;
- 2. el contenido y el formato de la información que deberán publicar las empresas de inversión.

Se extienden las medidas propuestas a las ESIs que negocien en mercados OTC, incluidos los IS, puntualizando en los siguientes aspectos operativos:

- **1.** Podrán ejecutar órdenes a mejor precio en casos justificados, siempre que dicho precio se encuentre dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado.
- 2. Respecto a las operaciones en las que la ejecución de varios valores sea parte de una única operación o en el caso de órdenes sujetas a condiciones distintas del precio actual del mercado, los internalizadores sistemáticos podrán, además, ejecutar órdenes procedentes de sus clientes profesionales a precios distintos de los cotizados sin tener que cumplir los requisitos establecidos para los Centros de Negociación Regulados.
- **3.** Cuando se produzca una situación en la que un internalizador sistemático que cotice una sola cotización, o cuya cotización más elevada sea inferior al volumen estándar del mercado, reciba una orden de un cliente de un volumen superior a su volumen de cotización, pero inferior al volumen estándar del mercado, podrá decidir ejecutar aquella parte de la orden que exceda de su volumen de cotización, siempre que se ejecute al precio cotizado, excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores.

- **4.** En los casos en que el internalizador sistemático cotice en diferentes volúmenes y reciba una orden comprendida entre tales volúmenes, que opte por ejecutar, la ejecutará a uno de los precios cotizados con arreglo a las disposiciones de la Propuesta MiFID [Artículo 28: Normas de Gestión de Órdenes de Clientes], excepto en caso de que se permita lo contrario con arreglo a las condiciones establecidas en los dos párrafos anteriores.
- **5.** Para asegurar una valoración eficaz de las acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares, y maximizar la posibilidad de que las empresas de inversión obtengan el mejor resultado para sus clientes, la Comisión adoptará, por medio de actos delegados de conformidad con el artículo 41 de la Propuesta MiFID, medidas que especifiquen los criterios que aclaren cuándo los precios se encuentran dentro de un rango público próximo a las condiciones de mercado.

#### 4.4.4. Solo Ejecución

En el contexto actual, existe la posibilidad de utilizar "Solo Ejecución" para todos los productos no complejos cuando la iniciativa parte del cliente, es conveniente por tanto reforzar las condiciones para su prestación. En particular, convendría evitar la posibilidad de que estos servicios puedan prestarse en base a los siguientes criterios:

- **1.** No permitiendo conceder créditos o préstamos a inversores para que estos puedan llevar a cabo operaciones en las que está involucrada la empresa de inversión, ya que ello aumenta la complejidad de la operación y hace más difícil comprender los riesgos que entraña.
- **2.** Es también conveniente determinar mejor los criterios de selección de los instrumentos financieros a los que deben ir ligados los servicios, con el fin de excluir los instrumentos financieros que incluyan derivados, salvo que los derivados no aumenten el riesgo para el cliente, o incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos en que incurre.
- **3.** Restringe la categoría de productos no complejos, permitiendo la "solo ejecución" en operaciones sobre acciones admitidas a negociación en un mercado regulado o equivalente que no incorporen derivados, bonos u otras formas de deuda admitida a negociación, instrumentos del mercado monetario que no incorporen derivados y OICVM no estructurados.

# 4. 5. Gobierno Corporativo

Una conducta incorrecta por parte de los proveedores de servicios a los clientes puede dar lugar a perjuicios para el inversor y a su pérdida de confianza. Para luchar contra los posibles efectos perjudiciales de los puntos débiles de los que adolece el gobierno corporativo, las disposiciones de la Directiva Propuesta deben complementarse con unos principios más detallados, así como con unas normas mínimas. Tales principios y normas deben ser aplicadas en función de la naturaleza, escala y complejidad de las empresas de inversión.

Para tales efectos se solicitará por parte de los Estados de la UE, que todos los miembros del órgano de dirección de las ESIs posean en todo momento la oportuna honorabilidad, así como los conocimientos, competencias y experiencia suficientes, y dediquen tiempo suficiente al desempeño de sus funciones.

Se determina un marco de incompatibilidades y de recomendaciones en el cual los miembros del órgano de dirección cumplirán, en particular, los siguientes requisitos:

#### I Recomendaciones:

- 1. Dedicarán el tiempo suficiente al desempeño de sus funciones.
- 2. Poseerán colectivamente los conocimientos, competencias y experiencia oportunos.
- **3.** Actuarán con honestidad, integridad e independencia de espíritu, impugnando de manera efectiva las decisiones de la alta dirección y vigilando y controlando de manera efectiva el proceso decisorio de la dirección.
- **4.** Garantizarán el funcionamiento de mecanismos efectivos para detectar y gestionar los conflictos entre el gestor del mercado y el mercado regulado o sus miembros, así como para establecer y mantener dispositivos adecuados para separar las diferentes funciones comerciales.

#### I Incompatibilidades:

Los miembros del órgano de dirección de los gestores del mercado importantes por su tamaño, su organización interna y la naturaleza, la escala y la complejidad de sus actividades no ocuparán simultáneamente cargos adicionales a los previstos en alguna de las siguientes combinaciones:

- i. Una dirección ejecutiva; o
- ii. dos direcciones no ejecutivas:

Las direcciones ejecutivas o no ejecutivas ocupadas:

- i. dentro del mismo grupo;
- ii. dentro de entidades que:
  - sean miembros del mismo sistema institucional de protección si se cumplen las condiciones previstas sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión;
  - hayan establecido vínculos de conformidad con el artículo sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión; o
- **iii.** dentro de empresas (incluidas las entidades no financieras) en las que las entidades posean una participación cualificada, se considerará una sola dirección.

Las empresas de inversión deberán considerar la diversidad como uno de los criterios en la selección del órgano de dirección. En particular la diversidad de género, edad, experiencia profesional y procedencia geográfica.

Dentro de las funciones de los consejos de administración se encuentran las siguientes acciones:

Definir y aprobar formalmente:

- **1.** La estrategia de la entidad.
- 2. La organización de la entidad.
- **3.** La política de servicios, actividades, productos y operaciones prestadas por la entidad, de acuerdo con la tolerancia al riesgo de las entidades y las características y necesidades de los clientes.
- **4.** La eficacia de la organización del mercado regulado tomando las medidas adecuadas para solventar cualquier deficiencia.

# 4. 6. Sanciones

Se quiere dotar a los Estados miembros con la autoridad necesaria para la imposición de medidas y sanciones administrativas apropiadas, eficaces y disuasorias en caso de infracción de la Propuesta MiFID. A tal efecto, la Directiva exigirá que se ajusten a las normas mínimas que se exponen a continuación.

- 1. Imposición de medidas y sanciones administrativas a las empresas de inversión responsables de la infracción.
- **2.** En caso de infracción de las disposiciones de la Directiva o del Reglamento, las autoridades competentes deberán disponer de un conjunto mínimo de una declaración pública, el despido de los directivos y sanciones administrativas pecuniarias.

- **3.** El nivel máximo de las sanciones administrativas pecuniarias impuesto por la legislación nacional debe superar los beneficios obtenidos de la infracción, si pueden determinarse y, en cualquier caso, no debe ser inferior al nivel establecido por la Directiva.
- **4.** Entre los criterios que las autoridades competentes deben tener en cuenta para determinar el tipo y nivel de la sanción aplicable en un caso dado deben estar, al menos, los recogidos en la Directiva (p. ej., beneficios obtenidos por la infracción, pérdidas causadas a terceros, disposición de colaboración de la persona responsable, etc.).
- **5.** Las medidas y sanciones aplicadas deberán publicarse sin demora injustificada informando sobre el tipo y la naturaleza del incumplimiento y la identidad de las personas responsables del mismo, a menos que dicha publicación pudiera poner en grave riesgo los mercados financieros, para evitar lo anterior dicha información se publicará de forma anónima.
- **6.** Sanciones pecuniarias administrativas de hasta 10.000.000 €, para personas físicas.

Lo anterior no será obstáculo para que las autoridades competentes entablen acciones penales o impongan sanciones penales cuando estén facultadas para ello en virtud del Derecho nacional.

# 5. IMPLICACIONES FUERA DE LA UNIÓN EUROPEA

Fuera de la Unión Europea también se ha llevado a cabo una importante revisión acerca de las relaciones entre las ESIs y los inversores, a continuación se describirán los principales aspectos en los que se han centrado los reguladores tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos.

# 5.1. Desarrollo normativo y estructura adoptada en UK

En el Reino Unido se ha marcado, en términos generales, una adaptación similar a la Propuesta en la revisión de la normativa MiFID en cuanto a la protección al inversor, con la diferencia que ya se tienen las directrices normativas necesarias para su ejecución mientras que para el resto de la UE se está a la espera de la consolidación jurídica por parte de los Estados miembros y de las normas técnicas necesarias para su implementación por parte de ESMA.

La revisión de la distribución de productos y servicios financieros a clientes minorista (RDR) se crea en UK con 3 objetivos fundamentales, el primero de ellos mejorar la claridad y transparencia de la información de

productos y servicios financieros para las personas que están interesadas en invertir. El segundo objetivo es elevar el nivel profesional de los asesores y como tercer objetivo se pretende reducir el conflicto de intereses que se encuentra en la remuneración de los servicios del asesor.

La RDR tiene por objeto garantizar que:

- **1.** Se ofrece a los consumidores un sistema transparente y es justo cobrar por el asesoramiento que reciben.
- **2.** Los consumidores tienen claro el servicio que reciben.
- 3. Los consumidores reciben el asesoramiento de profesionales de gran prestigio.

Para lograr esto se han publicado nuevas normas que requieren:

- **1.** Las empresas de asesoramiento estén en la obligación de revelar de forma explícita y por separado, como cobran sus servicios a los clientes;
- **2.** Las empresas de asesoramiento deben describir claramente sus servicios, ya sea como independiente o restringido, y
- 3. Los asesores individuales deberán adherirse a los estándares profesionales, incluyendo un código de ética.

Estos cambios entraron en vigor el 31 de diciembre de 2012 y se aplican a todos los asesores en el mercado de inversión minorista, con independencia del tipo de empresa para la que trabajan (bancos, proveedores de productos, asesores financieros independientes, gestores, corredores de bolsa).

La publicación de la Propuesta de MiFID II no afecta la Retail Distribution Review (RDR) en UK, la cual será implementada en los plazos mencionados.

# **Cargos por Asesoramiento**

Las nuevas normas sobre los cargos por asesoramiento, que entraron en vigor el 31 de diciembre de 2012, hacen que el proceso de la remuneración de los asesores sea más transparente, debido a que los clientes saben exactamente lo que están pagando por los servicios prestados.

Las nuevas reglas representan para los consumidores más seguridad pretendiendo que los consejos recibidos no estén sesgados por una comisión del proveedor del producto o servicio, porque la remuneración del asesor es acordada entre el asesor y el cliente en vez de ser determinada por un proveedor.

Las nuevas reglas de cargos por asesoramiento pretenden que todas las empresas que dan asesoría de inversión al por menor (tales como bancos, asesores financieros independientes, gestores de fondos, corredores de bolsa y proveedores de productos de sus propios productos) tendrán que:

- **1.** establecer su propia estructura tarifaria;
- **2.** tener una estructura tarifaria basada en el nivel de servicio que prestan;
- 3. dar a conocer los cargos por adelantado a los clientes, utilizando algún tipo de lista de precios o tarifas, y
- **4.** ofrecer un servicio continuo cuando un pago recurrente se aplica, a menos que el producto determine un pago regular.

Esta nueva estructura de regulación respecto a los cargos por asesoramiento pretende dejar claro que un cliente minorista puede cancelar un servicio permanente en cualquier momento. Los principales puntos se exponen a continuación.

#### I Trail Commission

Los asesores pueden continuar recibiendo de sus clientes las comisiones pactadas por el asesoramiento que se les dio antes de la entrada en vigor de la RDR.

Pueden ser transferidas a otra empresa (nuevo registro), cuando el contrato entre el proveedor y asesor lo permita, por ejemplo en el caso de que el asesor original, se jubile o venda su negocio.

Puede volver a registrarse cuando un cliente minorista decide mudarse a un nuevo asesor. En este caso, el nuevo asesor debe revelar el monto real de la comisión al cliente tan pronto sea posible, después de que el anterior asesor ha dicho que el cliente tiene la intención de buscar un nuevo registro de la comisión.

El nuevo consejero tendrá que proveer al cliente con un servicio permanente a cambio de la Trail Commission. Esto sólo se aplica cuando el cliente decide mudarse a un nuevo consejero, y no a transferencias masivas de los negocios, por ejemplo, la jubilación del consejero original.

Las nuevas reglas también permiten la renegociación de esta comisión para los grupos de pensiones personales (GPPs).

#### I Ongoing Charges

El cliente minorista debe tener el derecho de cancelar un servicio permanente de asesoramiento y servicios relacionados sin cargo alguno.

Si un cliente hace uso de su derecho a cancelar un servicio continuo de este tipo, la empresa debe revelar con claridad si hay cargos por otros servicios prestados por la empresa, tales como servicios de custodia, que continuarán a cargo del cliente minorista.

#### I Prohibición de recibir comisiones

Los nuevos estamentos de la RDR no permiten a los asesores recibir comisiones ofrecidas por los proveedores de productos, incluso si tienen la intención de reembolso de éstos pagos a los consumidores.

#### **Asesoramiento Independiente**

La RDR determina 2 tipos de asesoramiento para complementar la estructura necesaria de independencia para el asesoramiento en materia de inversión:

### I Asesoramiento Independiente

Esta nueva definición abarca un asesoramiento que es imparcial y sin restricciones, y en base a un análisis completo y objetivo del mercado de referencia. Está diseñado para reflejar la idea de un asesor verdaderamente independiente, libre de cualquier restricción que pueda afectar a su capacidad para recomendar lo que sea mejor para el cliente.

La nueva definición de los productos de inversión al por menor significa que los asesores deberán incluir en su análisis del mercado, no sólo los productos de vida e instrumentos de inversión colectiva (IIC), sino también productos tales como fondos cotizados (ETFs), productos estructurados de inversión y fondos de inversión, debiendo Informar a sus clientes antes de la prestación de asesoramiento, que ofrece asesoramiento independiente.

# I Asesoramiento Restringido

El asesoramiento que no es independiente tendrá que ser etiquetado como restringido. (Por ejemplo, asesoramiento sobre una gama limitada de productos o proveedores).

Las empresas que presten este tipo de asesoramiento deben cumplir con la misma idoneidad sobre las normas de cargos por asesoramiento y las normas de profesionalidad que las que presten un asesoramiento independiente.

La diferencia clave está en la divulgación, una empresa que ofrece asesoramiento restringido debe explicar la naturaleza de la restricción.

## Ética y Profesionalismo

Los requisitos de profesionalidad establecidos por la RDR permitirán mejorar el nivel de confianza de los consumidores y construir mejores niveles generales de confianza en el sector de inversión minorista.

Desde el 31 de diciembre de 2012, los asesores tienen que:

- suscribirse a un código de ética;
- utilizar una calificación apropiada;
- llevar a cabo al menos 35 horas de desarrollo profesional continuo en un año, y
- realizar una declaración de situación profesional (SPS: Statement of Professional Standing) por un organismo acreditado.

#### I Normas éticas

Las normas éticas se proponen como la piedra angular de una mayor profesionalidad y se constituyen como factor clave de los resultados y percepciones del consumidor, haciendo hincapié en la responsabilidad personal y cómo las acciones de los gestores afectan a la percepción del público.

Para obtener el SPS, los consejeros están obligados a presentar una declaración anual de su organismo acreditador donde se certifique que ha cumplido con la declaración de principios para las personas autorizadas (APER<sup>17</sup>: Statements of Principle for Approved Persons).

#### I Clalificaciones Actualizadas

Se han modernizado los requisitos de calificación<sup>18</sup> para reflejar mejor el papel real de los asesores y consejeros con el propósito de brindar las habilidades y conocimientos necesarios para satisfacer las demandas sobre el mercado de inversión de actual. A partir del 1 de enero de 2013, los asesores deben tener un título de grado A o B en la lista de las calificaciones apropiadas (existen 5 categorías desde la A a la E).

<sup>17</sup> http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/APER

<sup>18</sup> Listado de calificaciones vigentes y actualizables: www.fsa.gov.uk/smallfirms/your\_firm\_type/financial/pdf/rdr\_quals.pdf

#### I Mantener los conocimientos actualizados

El Desarrollo Profesional Continuo (CPDº: Continuing professional development) es tan importante como la modernización de las calificaciones, sobre todo si los asesores van a seguir frente a los retos y demandas futuras del mercado de inversión.

Desde el 1 de enero de 2013, los asesores tienen que completar un mínimo de 35 horas de CPD por año para las actividades de inversión minorista, de las cuales 21 horas deben ser estructuradas. Si lleva a cabo otras actividades de venta al por menor, como el asesoramiento hipotecario o gestión de fondos, tendrá que llevar a cabo un CPD para dicha actividad también.

Las actividades estructuradas de aprendizaje son:

- seminarios;
- conferencias;
- talleres o cursos, y
- Educación adaptada a e-learning.

Con lo anterior se espera que los asesores sean capaces de demostrar a su organismo acreditador que han aprendido y desarrollado conocimientos y habilidades como resultado de la realización de actividades de CPD.

# 5.2. Desarrollo normativo y estructura adoptada en EE.UU.

Como respuesta en los Estados Unidos a la crisis financiera actual, se implementó en julio de 2010 por el gobierno de esta nación la Ley Dodd-Frank. La Ley acomete una profunda reforma financiera abarcando casi todos los aspectos de la industria de los servicios financieros como respuesta a la peor crisis financiera desde la gran depresión, con el objetivo de devolver a los inversores la confianza en la integridad del sistema financiero.

La Ley Dodd-Frank implementa los cambios que, entre otros, afecta a:

- La vigilancia y supervisión de las instituciones financieras.
- Disposiciones de Capital Regulatorio.

- Incremento en la regulación y estructura de derivados OTC.
- Implementa cambios en el gobierno corporativo y las prácticas de remuneración de los ejecutivos.
- Incorpora la Normativa Volcker, referente a la regulación de las actividades de trading.
- Regula nuevas disposiciones para protección de los consumidores e inversores.
- Nueva regulación sobre las Agencias de Calificación de Crédito CRA.

Respecto a la Propuesta de MiFID II, la Ley Dodd-Frank, comparte enfoques a problemas detectados respecto a la relación con los inversores, estructura de mercado (Derivados OTC), gobierno corporativo entre otros.

#### Protección al Consumidor

La normativa pretende brindar protección al consumidor con autoridad e independencia: para ello se crea un nuevo organismo de control independiente, ubicado en la Reserva Federal, con autoridad para asegurar que los consumidores estadounidenses obtengan la información clara y precisa que necesitan para la contratación de hipotecas, tarjetas de crédito y otros productos financieros, y protegerlos de cargos ocultos, condiciones abusivas y prácticas fraudulentas. Permite a los estados imponer estrictas leyes de protección al consumidor de bancos nacionales, en comparación con el estándar federal.

#### Protección al Inversor

Dentro del apartado de protección al inversor se enmarcan las siguientes acciones:

Otorga a la SEC autoridad para elevar a nivel de broker-dealers las empresas que brindan asesoramiento sobre inversiones y, tras el mandato de estudio, adoptar las norma fiduciarias impuestas.

Se le requiere a los asesores de Hedge Fund y fondos de capital privado registrarse ante la SEC como asesores de inversión y cumplir con los requisitos de mantenimiento de registros y presentación de informes (Título IV - Dodd-Frank Act.).

Divulgación de la gama de productos y servicios ofrecidos, donde un broker o dealer vende únicamente una gama limitada de productos o servicios financieros, determinados por la Comisión, ésta podrá, mediante norma exigir que dicho broker o dealer dé previo aviso a cada cliente minorista y pueda obtener la autorización o el reconocimiento del cliente.

<sup>19</sup> http://www.fsa.gov.uk/smallfirms/resources/one\_minute\_guides/financial\_advisers/rdr\_continuing\_prof\_dev.shtml

Se dispone de los recursos necesarios para la reglamentación de pruebas de idoneidad y verificación periódica de los intermediarios o distribuidores, y personas relacionadas con el asesoramiento de inversiones a cargo de la SEC.

Se examinan y, en su caso, promulgan normas para prohibir o restringir ciertas prácticas de ventas y planes de compensación para los corredores, distribuidores y los asesores de inversiones que generen conflicto de intereses donde la Comisión considere contraria al interés público y la protección de los inversores.

Se pretende con las anteriores medidas estandarizar y hacer más equitativa la regulación sobre los Brokers – Dealer y sobre los Asesores de Inversiones evitando los gap regulatorios que permitan tener una posición abusiva sobre el inversor.

#### Mercado de Derivados

Respecto al mercado de Derivados la Ley Dodd-Frank pretende aportar transparencia y responsabilidad.

**Cierra los vacíos normativos:** Proporciona a la SEC y la CFTC (US Commodity Futures Trading Commision) la autoridad para regular los derivados OTC a fin de que las prácticas irresponsables y la excesiva asunción de riesgos ya no puedan escapar de la supervisión reguladora.

**Central Clearing y Trading Exchange:** se requiere de una central de compensación y de negociación en bolsa de derivados para que puedan compensarse en mercados regulados. Facilitando la función para los reguladores y cámaras de compensación con el propósito de determinar qué contratos son negociados y compensados.

**Transparencia del mercado:** requiere la recopilación de datos y la publicación a través de cámaras de compensación o depósitos de datos de swap (swap data repositories-SDRs) para mejorar la transparencia del mercado y proporcionar herramientas reguladores importantes para monitorizar y responder a los riesgos.

Garantías financieras: añade garantías al sistema de los Dealer Swap y de los MSP<sup>20</sup> (Major Swap Participant) para garantizar que cuenten con los recursos financieros necesarios para cumplir con

sus responsabilidades. Proporciona a los reguladores la autoridad de imponer requisitos de capital y márgenes a los Dealer-swap y MSP.

Un mayor nivel de conducta: establece un código de conducta para todos los distribuidores registrados y MPS del mercado de swaps que brinden asesoramiento. Al actuar como contrapartes de un fondo de pensiones, fondos de dotación, o el gobierno estatal o local, los distribuidores han de tener una base razonable para creer que el fondo o entidad gubernamental tiene un representante independiente que les asesora.

#### **Trading**

La determinación de revisar las nuevas prácticas de trading se basa en la experiencia reciente dentro de la crisis financiera donde las actividades especulativas comerciales contribuyeron en parte a la situación actual de los mercados. El proyecto de ley original no contenía disposiciones sobre dicha estructura, aunque sí contiene ciertas limitaciones sobre las actividades permitidas, por ejemplo, la prohibición de operaciones por cuenta propia que representan un riesgo sistémico para el mercado.

Existen importantes diferencias hechas entre las actividades que pueden llevarse a cabo por las entidades bancarias y las que pueden llevarse a cabo por las empresas financieras no bancarias supervisadas por la Reserva Federal.

A excepción de ciertas actividades permitidas, una "entidad bancaria" no puede (1) realizar operaciones por cuenta propia, o (2) adquirir o mantener cualquier acción o participación, patrocinar un fondo de inversión o un fondo de capital privado.

Una "empresa financiera no bancaria" que se dedica a operaciones por cuenta propia o actividades de los fondos estará sujeto a requisitos adicionales de capital y los límites cuantitativos que se establezcan por reglamento. Sin embargo, si una empresa financiera no bancaria se dedica a las actividades permitidas (es decir, cualquiera de las actividades en se permite participar a una entidad bancaria), los requisitos de capital o límites cuantitativos aplicados a la empresa financiera no bancaria para estas actividades será el mismo que las que se aplican a las entidades bancarias que participan en dichas actividades permitidas.

Por operaciones por cuenta propia se define: la participación como director de la cuenta comercial de la entidad bancaria o empresa financiera no bancaria en cualquier transacción de compra o venta, o de otra forma adquirir o enajenar, cualquier valor, derivado o contrato de venta de futuros de commodity, cualquier opción de cualquier valor, contrato, o instrumento financiero que las agencias federales apropiadas determinen.

<sup>20</sup> Definición para cualquier persona que no sea considerado un Dealer-Swap, pero mantiene una "posición sustancial" en swap, excluyendo los mantenidos con fines de cobertura o mitigación de riesgos comerciales, también se incluyen a entidades financieras que estén altamente apalancadas en relación al capital que posee y no está sujeta a los requisitos de capital en cualquier agencia bancaria federal, y mantiene una "posición sustancial" en alguna de las principales categorías de Contratos Swap.

# **6.** IMPLICACIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL

A nivel local podemos analizar las medidas tomadas a partir de la adaptación por parte de los reguladores locales de la normativa MiFID I en dos aspectos: La estructura de mercado y protección al inversor.

# 6.). Implicaciones en la Estructura de Mercado

Respecto a la Estructura del Mercado, los principales retos vendrán señalados por las implicaciones en cuanto al control y adaptación de las ESIs a las normas propuestas.

Actualmente en España las ESIs se encuentran reguladas por el REAL DECRETO 217/2008, de 15 de febrero<sup>21</sup>, Decreto mediante el cual se adapta la Normativa MiFID I a la legislación local.

Bajo esta normativa se define como ESI las siguientes tipologías de empresa:

- **1.** Las sociedades de valores.
- 2. Las agencias de valores.
- **3.** Las sociedades gestoras de carteras.
- **4.** Las empresas de asesoramiento financiero.

De igual forma divide los servicios que pueden prestar estas empresas según su tipología en Servicios de Inversión y Servicios Auxiliares:

#### 1. Servicios de Inversión

- **a.** La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- **b.** La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- c. La negociación por cuenta propia.
- **d.** La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.

- e. La colocación de instrumentos financieros.
- **f.** El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.
- g. El asesoramiento en materia de inversión.

#### 2. Servicios Auxiliares

- **a.** La custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- **b.** La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- **c.** El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- **d.** Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.
- **e.** La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.
- **f.** Los servicios de cambio de divisas, cuando estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- **g.** Los servicios de inversión así como los servicios auxiliares que se refieran al subyacente no financiero de los instrumentos financieros derivados contemplados en los apartados 3, 4, 5 y 8 del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 24 de julio, del Mercado de Valores, cuando se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.

Bajo la Propuesta MiFID II el punto (a) de los servicios auxiliares referente a la custodia tendrá que ser reconsiderado como servicio de inversión.

<sup>21</sup> Sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

#### Tabla 10. Tipología de ESI y servicios autorizados bajo MiFID I

FUENTE: REAL DECRETO 217/2008, DE 15 DE FEBRERO.

Tipología	Descripción	Servicios de Inversión	Servicios auxiliares
Sociedad de Valores (SV)	Empresas de servicios de inversión que pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia, y realizar todos los servicios de inversión y servicios auxiliares.	Todos	Todos
Agencias de Valores (AV)	Empresas de servicios de inversión que profesionalmente sólo operan por cuenta ajena, con representación o sin ella.	Excepto: a. La negociación por cuenta propia. b. El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.	Excepto: a. La concesión de créditos o préstamos a inversores para que puedan realizar una operación sobre uno o más de los instrumentos previstos en el artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
Sociedades Gestoras de Carteras (SGC)	Empresas de servicios de inversión que, con carácter profesional, gestionan discrecional e individualizadamente carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.	Todos	Solo: a. El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines. b. La elaboración de informes de inversiones y análisis financiero sus otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros.
Empresas de Asesoramiento Financiero (EAR)	Las empresas de asesoramiento financiero son aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar el servicio de inversión de asesoramiento en materia de inversión.	Solo: a. El asesoramiento en materia de inversión	Solo: a. El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines. b. La elaboración de informes de inversiones y análisis financiero sus otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros.

Estas Empresas de Inversión estarán reguladas bajo la nueva estructura de supervisión financiera en Europa que entró en vigor en enero de 2011.

Tabla II. Estructura de supervisión financiera actual en la UE

FUENTE: CNMV

European System of Financial Supervisión (ESFS) **European Systemic Risk Board (ESRB)** Supervisión Macroprudencial **European Central National Central** EBA - EIOPA - ESMA Bank (ECB) Banks Información de desarrollos Sistema de alertas microprudenciales tempranas de riesgos **European Insurance European Securities** and **European Banking** Occupational and Markets **Authority (EBA)** Supervisión **Authority (ESMA) Pensions** Microprudencial Authority (EIOPA) **National Supervisor Authorities** 

El objetivo de este nuevo modelo de supervisión financiera comunitario es evitar que se repitan en el futuro los fallos detectados durante la actual crisis (Los modelos de regulación y supervisión nacional han quedado superados ante la interconexión y creciente complejidad de los mercados financieros) y adaptar la supervisión a la evolución de los mercados, donde cada vez hay más entidades que operan en varios países y la interdependencia es mayor, incluye endurecer la vigilancia de las entidades y la puesta en marcha de un nuevo organismo encargado de alertar en caso de riesgos para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Cabe mencionar los Estados miembros que cuentan con sistemas de "macro-supervisión" y aquellos que cuentan únicamente con sistemas de "micro-supervisión":

- i. La "macro-supervisión" funciona en dieciséis Estados miembros: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Francia, Grecia, Hungría, Italia, Malta, Polonia, República Checa, Reino Unido y Rumanía.
- **ii.** Por su parte, once Estados miembros cuentan únicamente con un sistema de "micro-supervisión": Chipre, Dinamarca, España, Finlandia, Holanda, Irlanda, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Portugal y Suecia.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

74 – 75

En línea con las mediadas propuestas en MiFID II, este modelo centra sus esfuerzos en subsanar principalmente:

- **1.** Las asimetrías entre los mercados financieros y los sistemas de supervisión: un sistema financiero a dos velocidades.
- **2.** La incapacidad de los modelos de supervisión existentes para anticipar riesgos sistémicos: la supervisión "macro-prudencial".
- **3.** La descoordinación y falta de convergencia en la supervisión financiera.

A continuación se presentan las procesos que se verán principalmente afectadas por las adaptaciones de MiFID II en el mercado local respecto a la estructura de mercado.

#### Tabla 12. Estructura afectada por la Propuesta MiFID II.

FUENTE: ADAPTACIÓN OPERATIVA MIFID EN TESORERÍA

Mercado y Negocio	<ul> <li>Nuevos Sistemas de Negociación.</li> <li>Requerimientos más rigurosos en la negociación automatizada y en High Frequency Trading (HFT).</li> <li>Adaptación de regulación para negociación de derivados y commodities.</li> <li>Datos de mercado y acceso.</li> </ul>
Organización	<ul> <li>Supervisión de nuevos productos.</li> <li>Adaptación a las exigencias respecto a documentación legal y contratos.</li> <li>Segregación de activos.</li> </ul>
Procesos y Políticas	<ul> <li>Incentivos y conflicto de intereses.</li> <li>Pre y Post transparencia.</li> <li>Clasificación de clientes.</li> <li>Información a clientes.</li> </ul>
Sistemas y Tecnología	<ul> <li>Adaptación de la arquitectura técnica de sistemas a los nuevos sistemas de negociación.</li> <li>Adaptación de las nuevas normas para la negociación automatizada (HFT).</li> <li>Grabación de órdenes.</li> <li>Transaction reporting.</li> </ul>
Compensación/ Liquidación y Custodia	<ul> <li>Ciclos de cálculo de valoraciones y exposiciones a menor tiempo.</li> <li>Separación adecuada entre clearing y trading.</li> <li>Desarrollar requisitos de información, pagos y confirmaciones.</li> <li>Restricciones en short selling.</li> </ul>

#### 6.2. Cifras del Mercado Local

Para observar la dimensión de los cambios planteados por la Propuesta MiFID II, es importante tener en cuenta los importes que circulan en el mercado español y que están gestionados por las ESIs sujetas a regulación, así como los productos que son comercializados.

Según datos de la CNMV, publicados en el segundo informe trimestral de 2012, se manifiesta que se ha mantenido estable el número de ESIs nacionales en los últimos 4 años, sin embargo en las EAFIs se ha presentado un crecimiento progresivo, debido en parte a la regularización de muchas empresas que pretenden distinguirse de los comúnmente conocidos como «chiringuitos financieros», definición informal de aquellas entidades que ofrecen y prestan servicios de inversión sin estar autorizadas para hacerlo<sup>22</sup>.

Tabla 13. Empresas de Servicios de Inversión, Entidades Nacionales, Representantes y Sucursales.

FUENTE: BOLETÍN DE LA CNMV TRIMESTRE II 2012.

				2011			2012	
	2009	2010	2011	II	III	IV	I	II¹
SOCIEDADES DE VALORES							~	
Entidades nacionales	50	50	49	50	50	49	48	48
Sucursales	78	80	78	79	79	78	23	26
Representantes	6.102	6.560	6.589	6.518	6.520	6.589	6.516	6.524
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	45	45	45	45	45	45	45
Sucursales	9	13	14	13	13	14	12	13
Representantes	638	689	655	652	655	655	620	640
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	9	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	5	2	2	2	2	2	2	2
EMPRESAS ASESORAMIENTO FINANCIERO <sup>2</sup>								
Entidades nacionales	16	58	82	64	78	82	91	95
ENTIDADES DE CRÉDITO <sup>3</sup>								
Entidades nacionales	193	186	187	189	188	187	190	190

<sup>1.</sup> Datos disponibles: mayo 201

<sup>2.</sup> Empresas de servicios de inversión creadas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

<sup>3.</sup> Fuente: Banco de España.

<sup>&</sup>lt;sup>22</sup> Los chiringuitos financieros-Guía informativa. CNMV, Oficina de Atención al Inversor.

Estas ESIs (SV, AV, SGV) gestionan unas 11.714 carteras con un patrimonio que asciende a 9.744 MM de EUR a mayo de 2012.

Tabla 14. Número de carteras y patrimonio gestionado.

FUENTE: BOLETÍN DE LA CNMV TRIMESTRE II 2012.

	2011			2012					
	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total			
NÚMERO DE CARTERAS									
Total	143	13.201	13.344	144	11.570	11.714			
Sociedades de valores	92	7.310	7.402	83	4.681	4.764			
Agencias de valores	46	3.887	3.933	56	3.671	3.727			
Sociedades gestoras de carteras	5	2.004	2.009	5	3.218	3.223			
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)									
Total	2.045.534	7.621.231	9.666.765	2.147.924	7.597.017	9.744.941			
Sociedades de valores	1.154.269	3.220.420	4.374.689	927.511	2.963.183	3.890.694			
Agencias de valores	777.950	1.552.231	2.330.181	1.117.723	1.561.719	2.679.442			
Sociedades gestoras de carteras	113.315	2.848.580	2.961.895	102.690	3.072.115	3.174.805			

Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de valores y de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) que hacen parte de la infraestructura de mercado local también están sujetas a realizar las adaptaciones normativas en cuanto se apruebe la Propuesta MiFID II.

#### Tabla 15. Infraestructura del mercado secundario.

FUENTE: CNMV

Sociedad rectora	Infraestructuras gestionadas	Tipología	Página web	
	AIAF Mercado de Renta Fija.	Mercado secundario oficial.	www.aiaf.es	
AIAF MERCADO DE RENTA FIJA, S.A.	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF SMN).	Sistema multilateral de negociación.	www.senaf.com	
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING DE MDOS Y STMAS FIN., S.A.	Sociedad tenedora de las acciones de sociedades rectoras de mercados y sistemas españoles (excepto MFAO).		www.bolsasymercados.es	
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES,	Mercado Alternativo Bursátil (MAB SMN)	Sistema multilateral de negociación.	www.bolsasymercados.es/mab	
SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN, S.A.	Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex SMN).	Sistema multilateral de negociación.	www.latibex.com	
IBERCLEAR (SOCIEDAD DE	Central de Anotaciones Deuda Estado (CADE).	Depositario central de valores.	wwwiberdear.es	
SISTEMAS)	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).	Depositario central de valores.	wwwiberdear.es	
MEFF SOCIEDAD RECTORA DE PRODUCTOS DERIVADOS, S.A.	MEFF Mercado de productos derivados.	Mercado secundario oficial y cámara de contrapartida central con registro de productos derivados.	www.meff.es	
MEFF SOCIEDAD RECTORA DE PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS DE RENTA FIJA, S.A	MEFF Mercado de derivados de renta fija.	Mercado secundario oficial y cámara de contrapartida central con registro de productos derivados.	www.meff.es	
MFAO, SOCIEDAD RECTORA DEL MERCADO DE FUTUROS DEL ACEITE DE OLIVA, S.A.	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva.	Mercado secundario oficial y cámara de contrapartida central con registro de productos derivados.	www.mfao.es	
SOCIEDAD DE BOLSAS, S.A.	Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE).		www.sbolsas.es	
SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BARCELONA, S.A.	Bolsa de Barcelona.	Mercado secundario oficial.	www.borsabcn.es	
SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE BILBAO, S.A.	Bolsa de Bilbao.	Mercado secundario oficial.	www.bolsabilbao.es	
SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE MADRID, S.A.	Bolsa de Madrid.	Mercado secundario oficial.	www.bolsamadrid.es	
SOCIEDAD RECTORA DE LA BOLSA DE VALORES DE VALENCIA, S.A.	Bolsa de Valencia.	Mercado secundario oficial.	www.bolsavalencia.es	

<sup>2.</sup> Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como gestión de IIC no residentes.

3. Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Respecto a los resultados que generan estos patrimonios gestionados por las ESIs, se puede observar que el sector se encuentra actualmente en un deterioro tanto de sus ingresos por comisiones netas como de los resultados netos de sus correspondientes actividades.

Tabla 16. Datos económicos del sector.

FUENTE: CNMV

#### Comisiones Netas de ESIs

(miles de eur	os)					2011		20	12	% Variaciones	
(	,	2009	2010	2011	II-2011	III	IV	I	II-2012	09-11	II-11 / II-12
	CN	562.081	533.858	490.517	275.520	382.225	490.517	119.252	157.639	-12,7%	-42,8%
Sociedad de	СР	782.214	798.152	776.641	419.375	606.095	776.641	181.674	241.767	-0,7%	-42,4%
Valores	CS	220.133	264.294	286.124	143.855	223.870	286.124	62.422	84.128	30,0%	-41,5%
	RN	250.984	196.834	148.553	121.402	149.362	148.553	40.969	48.165	-40,8%	-60,3%
	CN	127.410	109.165	97.884	50.423	73.058	97.884	24.587	32.375	-23,2%	-35,8%
Agencias de	СР	144.373	126.055	112.349	57.899	84.174	112.349	28.112	37.047	-22,2%	-36,0%
Valores	CS	16.963	16.890	14.465	7.476	11.116	14.465	3.525	4.672	-14,7%	-37,5%
	RN	4.862	6.452	5.488	5.289	6.232	5.488	1.989	3.339	12,9%	-36,9%
	CN	10.734	10.097	7.987	3.840	5.698	7.987	1.873	2.508	-25,6%	-34,7%
Sociedades	СР	21.750	20.994	18.476	9.123	13.568	18.476	4.428	5.926	-15,1%	-35,0%
gestoras de carteras	CS	11.016	10.897	10.489	5.283	7.870	10.489	2.555	3.418	-4,8%	-35,3%
	RN	889	939	1.041	490	627	1.041	194	250	17,1%	-49,0%
	CN	3.183	20.629	29.586	29.586	-	-	-	-	829,5%	
	СР	3.183	20.629	29.586	29.586	-	-	-	-	829,5%	
EAFIS	CS	-	-	-	-	-	-	-	-		
	RN	421	6.801	6.394	6.394					1.418,8%	
	CN	703.408	673.749	625.974	359.369	460.981	596.388	145.712	192.522	-11,0%	-46,4%
Takal	СР	951.520	965.830	937.052	515.983	703.837	907.466	214.214	284.740	-1,5%	-44,8%
Total	CS	248.112	292.081	311.078	156.614	242.856	311.078	68.502	92.218	25,4%	-41,1%
	RN	257.156	211.026	161.476	133.575	156.221	155.082	43.152	51.754	-37,2%	-61,3%

CN: Comisiones Netas CP: Comisiones Percibidas

Datos a final de periodo EAFIs Periodicidad semestral, resto trimestral

CS: Comisiones Satisfechas

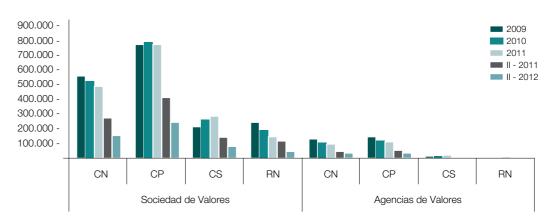
RN: Resultado Neto

Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada periodo.

En los siguientes gráficos se puede observar que el comportamiento entre el año 2009 y 2011 no ha sugerido un deterioro significativo de los ingresos por comisiones, como se aprecia para las SV, la variación ha sido de un –0,7%, pero el incremento de las comisiones satisfechas en un 30% a supuesto entre otros aspectos una reducción de los resultados netos de 40,8% para este periodo.

Gráfico 7. Comportamiento de ingresos por omisiones SV y AG.

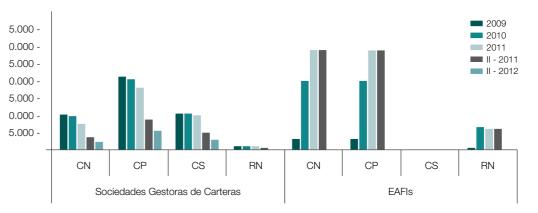
FUENTE: CNMV.



Sin embargo las AV y las SGV, han sufrido un deterioro de los ingreso por comisiones percibidas de 22,2% y de un 15,1% respectivamente, a diferencia de las SV los impactos en los resultados netos no se han apreciado y por el contrario ha incrementado en un 12,9% y 17,1% respectivamente. Tanto las AV como las SGV han disminuido el nivel de comisiones satisfechas en un 14,7% y un 4,8% respectivamente.

Gráfico 8. Comportamiento de ingresos por comisiones SGV y EAFIs.

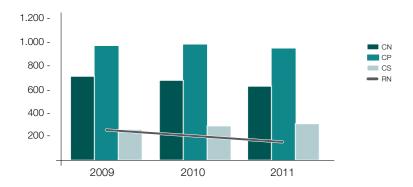
FUENTE: CNMV.



Las EAFIs han presentado desde su creación un crecimiento importante en sus ingresos por comisiones, teniendo en cuenta que en este periodo se pasó de tener 16 EAFIs a tener 97 durante el primer semestre de 2012. Los datos suministrados para 2011 son acumulados hasta finales del segundo semestre.

El comportamiento global del sector marca un deterioro en las comisiones netas de un 11%, mientras que las comisiones percibidas se mantienen casi constantes para el periodo 2009 – 2011, presentando un impacto negativo en el resultado neto de un 37,2% para el mismo periodo.

Gráfico 9. Comportamiento de ingresos por comisiones total sector. FUENTE: CNMV.



Si observamos los comportamientos entre el segundo trimestre de 2011 y el correspondiente trimestre de 2012, los deterioros en los ingresos por comisiones y en los resultados netos han sido más significativos. En total el deterioro por comisiones netas ha sido de un 41,6% impactando negativamente en los resultados netos en un 59,3% respecto al 2T de 2011 (se excluye EAFIs por no tener información del 2T 2012). El impacto más significativo lo han sufrido las SV con un descenso de los resultados netos en un 60,3% respecto al 2T de 2011, seguido de las SGV con un impacto negativo del 49% y por últimos las AV con un 36,9% de deterioro para el mismo periodo.

#### 6.3. Implicaciones en la Protección al Inversor

La CNMV desde la entrada en vigor de la normativa que transpuso la Directiva MiFID, ha resaltado un aspecto especialmente controvertido respecto a la determinación de los supuestos en los que se considera que la entidad financiera presta el servicio de asesoramiento en materia de inversión y su diferenciación de

otros supuestos en los que la entidad simplemente está comercializando un instrumento financiero como fase previa a la prestación del servicio de recepción, transmisión o ejecución de órdenes.

El primer aspecto que se resalta está dedicado a la delimitación entre el servicio de asesoramiento en materia de inversión y la actividad de comercialización y, el segundo, relativo a aspectos propiamente asociados al servicio de asesoramiento como el registro de recomendaciones, entre otros.

En la actualidad se presenta la siguiente estructura en materia de asesoramiento:

#### Asesoramiento recurrente

En este tipo de asesoramiento el cliente tiene una relación continuada con su asesor que periódicamente le presenta recomendaciones de inversión.

#### · Asesoramiento puntual o venta asesorada

En general, la relación comercial con el cliente no se desarrolla en el ámbito del asesoramiento. Sin embargo, esporádicamente, la entidad puede realizar al cliente recomendaciones de inversión.

En general, puede entenderse que el asesoramiento en materia de inversión a clientes que pertenecen a un segmento comercial separado (banca privada o banca personal) se sitúa en el contexto que se ha denominado anteriormente asesoramiento recurrente. En cambio, en el segmento comercial genérico (banca comercial o banca universal), cuando se presentan recomendaciones de inversión en el ámbito de la idoneidad, se sitúan más frecuentemente en la esfera del asesoramiento en materia de inversión en el contexto que se denomina asesoramiento puntual.

El asesoramiento entre otras características debe tratarse de una recomendación, es decir, debe incluir un elemento de opinión por parte de quien presta el servicio y no tratarse sencillamente de una información o explicación de las características y riesgos de una operación o servicio financiero.

Existen 3 tipos de recomendaciones a efectos de determinar el alcance del servicio de asesoramiento en materia de inversión, y se estima crucial distinguir los tres tipos de recomendaciones, puesto que no todas las recomendaciones emitidas están bajo el ámbito de este servicio:

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

#### 2 -83

#### • Recomendación personalizada

El artículo 5.1.g) del RD 217/2008 define una recomendación personal como "la recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de representante o apoderado de aquél" añadiendo que "la recomendación deberá presentarse como idónea para esa persona, basándose en una consideración de sus circunstancias personales y deberá consistir en una recomendación para realizar alguna de las siguientes acciones:

- **1.** Comprar, vender, suscribir, canjear, reembolsar, mantener o asegurar un instrumento financiero específico.
- **2.** Ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido por un instrumento financiero determinado para comprar, vender, suscribir, canjear o reembolsar un instrumento financiero."

En consecuencia, los elementos que caracterizan a una recomendación personalizada explícita o implícita son dos: que la propuesta vaya dirigida a un inversor concreto y que se presente como idónea para ese inversor basándose en sus circunstancias personales.

#### · Recomendación general

El Considerando 83 de la Directiva 2006/73/CE define recomendación general como "aquella que está destinada a los canales de distribución o al público" por lo que se contrapone a la definición de recomendación personalizada.

Adicionalmente, el Considerando 79 de la Directiva 2006/73/CE complementa la definición anterior indicando que "el asesoramiento sobre instrumentos financieros ofrecido en un periódico, diario, revista o cualquier otra publicación dirigidos al público en general (incluido a través de Internet), o en cualquier emisión de radio o televisión, no debe considerarse que constituya una recomendación personal a efectos de la definición de «asesoramiento en materia de inversión»".

En consecuencia, en estos casos, aunque la recomendación verse sobre un instrumento financiero específico, no entraría dentro del ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión sino que se consideraría como un servicio auxiliar.

#### Asesoramiento genérico

El Considerando 81 de la Directiva 2006/73/CE define el asesoramiento genérico como el "asesoramiento sobre un tipo de instrumento financiero" señalando que "no constituye asesoramiento en materia de

inversión a efectos de la Directiva 2004/39/CE, ya que esta Directiva especifica que, a efectos de la Directiva 2004/39/CE, el asesoramiento en materia de inversión está restringido al asesoramiento sobre instrumentos financieros concretos".

En consecuencia, aunque se realizara asesoramiento genérico a un inversor concreto, haciendo referencia a sus circunstancias personales y presentando una recomendación como idónea, la misma no constituiría asesoramiento en materia de inversión.

#### Tabla 17. Resumen de Novedades en Materia de Asesoramiento.

FUENTE: REFLEXIONES SOBRE EVOLUCIÓN DE MIFID Y EL IMPACTO DE MIFID II. DELOITTE FEB.2012.

	MiFID I	+ CNMV	MiFID I I			
Factores	Asesoramiento Recurrente	Asesoramiento Puntual	Asesoramiento Independiente	Asesoramiento Global o restringido		
Evaluación de una gama amplia y suficiente de productos (Diversificación por emisor o proveedor)	×	×	<b>✓</b>	<b>√</b>		
Posibilidad de cobro de comisiones por parte de terceros	1	<b>√</b>	×	<b>√</b>		
Información sobre seguimiento continuado	<b>√</b>	×	1	<b>✓</b>		
Explicación de por qué las recomendaciones realizadas se ajustan a las caracteristicas personales del cliente	×	×	1	1		

A continuación se presentan los procesos que se verán principalmente afectados por las adaptaciones de MiFID II en el sector respecto a las relaciones con el inversor.

#### Tabla 18. Estructura afectada por la Propuesta MiFID II – Relación con el Inversor.

FUENTE: ADAPTACIÓN OPERATIVA MIFID EN TESORERÍA

Documentación	<ul> <li>Redocumentación de procesos, clientes y operaciones.</li> <li>Nuevas clasificaciones de contrapartidas elegibles y de clientes.</li> <li>Nuevos términos y compromisos en contratos ajustándose a la nueva regulación.</li> </ul>
Ejecución	<ul> <li>Requisitos de transparencia obligatoria.</li> <li>Nuevos productos regulados.</li> <li>Actualizar parámetros y procesos de mejor ejecución para derivados OTC en plataformas.</li> <li>Nuevos timings para comunicación de operaciones.</li> </ul>
Pre-Trade	<ul> <li>Revisión de límites de riesgo de contrapartida y su incorporación a los precios (Escenarios nuevos de clearing).</li> <li>Restricciones reguladas como: límites de posiciones en commodities, short selling o CDS.</li> </ul>

#### 6.4. Implicaciones en los costes de implementación

Como se mencionó en el apartado 6.2 donde se analizaban las cifras del sector, los resultados netos de las ESIs han presentado un deterioro en los últimos años, parte de estos impactos negativos se pueden atribuir al descenso de la actividad financiera una vez afloraron en España las primeras consecuencias de la crisis financiera, por otra parte los efectos de la regulación han sido muy cuestionados en el mercado local, debido a los elevados costes que conlleva la dinámica en la cual el gobierno ha sometido al sector tratando de recomponer la confianza tanto en las entidades financieras como en finanzas públicas.

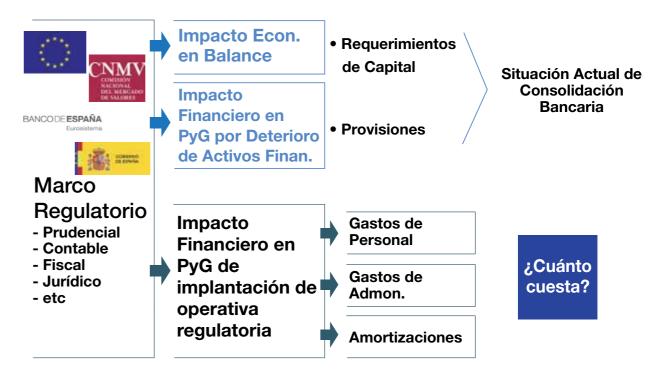
La situación anterior pudo verse afectada en mayor medida si la Comisión hubiera aprobado el modelo Pay-Investor donde las ESIs tendrían que cobrar por el asesoramiento, en donde los clientes del mercado local se muestran aún muy reacios, seguramente los resultados de las ESIs, segarían la tendencia actual de deterioro.

Según estudio "Impactos en la tormenta regulatoria" elaborado por Gonzale Nolte, se afirma la necesidad de implementar nuevas medidas de regulación, las cuales cataloga como vitales y necesarias para el correcto funcionamiento del sistema financiero, pero también hace referencia a los costes de implementación operativa

los cuales afectan sustancialmente los principales ratios, entre ellos el ratio de eficiencia el cual mide el porcentaje de los ingresos que consumen los gastos y en general a las cuentas de resultados de las EEFF.

#### Gráfico 10. Impacto de la regulación en los estados financieros de las EEFF.

FUENTE: ESTUDIO - IMPACTOS EN NEGOCIO DE LA TORMENTA REGULATORIA.

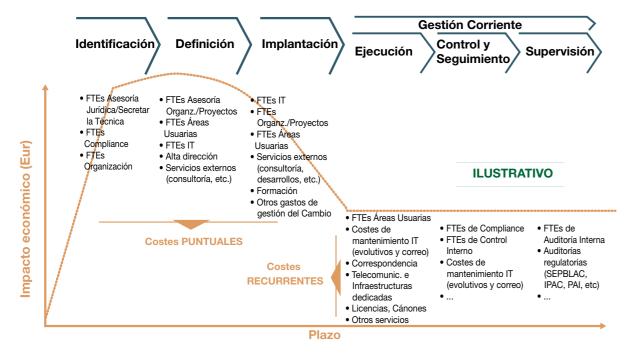


Respecto a las procesos de adaptación, por una parte ya se cuenta con experiencia en el sector debido a la implementación de MiFID I en cuanto a metodologías de gestión de proyectos desde la perspectiva operacional y normativa, pero esto supone unos costes de asesoría principalmente jurídica, en las fases previas de la implementación, como es la identificación y la definición de los requerimientos normativos, una vez éstos entran en vigor. En el Gráfico 10, se resume de forma ilustrativa el mapa de impactos en eficiencia de los procesos de implantación regulatoria.

<sup>&</sup>lt;sup>23</sup> Estudio "Impactos en la tormenta regulatoria", elaborado por Gonzale Nolte, subdirector general de Medios de Banco Caixa Geral, presentado en el II Foro Inversis de Innovación y Liderazgo celebrado en Valencia.

Gráfico 11. Mapa de impactos en eficiencia de los procesos de implantación regulatoria.

FUENTE: ESTUDIO - IMPACTOS EN NEGOCIO DE LA TORMENTA REGULATORIA -



Los resultados del estudio arrojan que los costes de implementación de la nueva regulación incluida MiFID II suponen entre el 1% y el 4% del margen bruto de una entidad, en función de su tamaño. Esto se traduce en entre 1.000 y 1.500²⁴ millones al año para el sector. De estos costes casi el 50% está relacionado con servicios de consultoría/asesoría técnica (IT) y de negocio, el 10% son costes de personal; el 20%, amortizaciones, y el 20% restante, otros gastos. Se destaca que el 1,6% del total de las plantillas de las entidades se dedica ya al cumplimiento regulatorio, ya sea en asesoría jurídica, sistemas, medios, proyectos, auditoría interna o en la red comercial. Hace cinco años este porcentaje apenas era del 0,5%.

Por otra parte la regulación prudencial de las EEFF supone un impacto medio en el ROE entre un 5% y un 6%, con lo cual, el cumplimiento regulatorio y la búsqueda de rentabilidad lleva a una disminución de la exposición crediticia para cumplir con los ratios de capital y liquidez, y aún incremento de los spreads, trasladando al sector real el impacto a través de mayores costes financieros.

De forma ilustrativa el autor del estudio refleja los impactos regulatorios en el PyG del sector (Gráfico 12).

#### Gráfico 12. Impactos regulatorios en el PyG del sector.

FUENTE: ESTUDIO - IMPACTOS EN NEGOCIO DE LA TORMENTA REGULATORIA

	Dic-11				
Fuente: Banco de España	m€	% var. dic-11/dic-10	-	Impactos Macro/Regul.	Mitigantes
Productos financieros	137.249	12,9	1.00	Desapalancamiento	↑ Incremento de
Costes financieros	73.893	32.0	1	Coste del Funding	Spreads
Margen de intereses	63.357	-3,4			la de la companya de
Rendimiento de los instrumentos de capital	2.155	-9,8			Ajuste de Precios
Resultados entidades método participación	3.617	-2.3	/		Frecios
Comisiones netas	23.591	3,9		Adaptación	Aluete de
Resultado de operaciones financieras	6.691	-32,2	↓	Regulatoria	Ajuste de
Otros resultados de explotación (neto)	-1.193		1 -		Capacidad
Margen bruto	98 218	-5,4		Reduce la única	¿Margen de
Gastos de explotación	50.560	3,9	202	alanca de maniobra	maniobra?
Margen de explotación	47 658	-13,6	a	dicional disponible	
Pérdidas deterioro (prov. específicas, genéricas)	29.378	11,4			
Otras dotaciones a provisiones (neto)	3.847	-17,2	VIII	Regulación	
Resultado de la actividad de explotación	14.434	-40,2	1	Prudencial	
Pérdidas por deterioro de activos distintos de la ir	11.175	127,6			
Resultados por ventas (neto)	3.672	4,6			
Resultados antes de impuestos	6.930	-69,5			

#### 6.5. Reacciones del Sector

Las EAFIs, las cuales han sido las más recientes en incorporase al sector también mostraron en parte su rechazando a la primera propuesta de MiFID II, la cual eliminaba el cobro de retrocesiones para la gestión discrecional y el asesoramiento independiente, lo que afirman pone en peligro la arquitectura abierta del sector.

Opiniones contrarias a la propuesta inicial de MiFID II que pretende cambiar el modelo de cobro de los asesores y comercializadores de productos financieros, afirman que "Los asesores independientes representan sólo el 7% de la distribución de fondos en Europa; siendo un tejido frágil que los reguladores están poniendo en peligro".

La prohibición de retrocesiones planteada en primera instancia de las negociaciones, podría derivar en un sistema totalmente contrario al que se pretende, en la medida en que los bancos, al no cobrar un incentivo derivado de la venta de fondos de terceros, se centrarían en dar solidez a sus balances promoviendo la venta de ciertos productos que podrían ser menos idóneos para el cliente pero más beneficiosos, de esta forma se pone en duda que el sistema propuesto por MiFID II aumente la transparencia y que redunde en la promoción de mejores productos.

<sup>&</sup>lt;sup>24</sup> Total M. Bruto 2011=99,000 millones de EUR.

Tampoco considera este sector que el inversor-ahorrador salga beneficiado, porque será él quien ha de pagar por el servicio de asesoramiento y los gastos de gestión, sin saber qué parte corresponde a cada servicio. Afirman que prefieren una solución que apueste por la transparencia: que el cliente disponga de toda la información sobre retrocesiones y decida si quiere trabajar con un asesor o no. Se plantea incrementar la transparencia sobre el sistema actual, pero éste no se debe modificar.

Otras empresas del sector afirman que muchas EAFI no podrían mantenerse sin retrocesiones y advierten de las consecuencias que favorecerían una mayor bancarización ya que si se eliminan las retrocesiones, las gestoras independientes tenderán a desaparecer o a reducir considerablemente el volumen de patrimonio bajo gestión. Y volverá a prevalecer el dominio absoluto de los grandes bancos, que tendrán más fácil colocar sus propios productos.

Sin embargo, el resto de empresas del sector apoyan la propuesta que establece un modelo que apueste por el cobro puro al cliente, lo que consideran precisamente el icono de la transparencia, aunque son conscientes de su dificultad. Para estas empresas no hay nada más transparente como que la única fuente de remuneración sea el cliente asesorado y que cualquier retrocesión de comisiones vaya directamente al cliente.

En esta parte del sector creen que existe un conflicto de intereses cuando se paga retrocesiones a un agente o EAFI. Afirman que "la labor de los agentes y de las EAFI debería estar basada en la independencia, y el pago de comisiones genera una codependencia entre el fondo y el agente/EAFI". Dependerá de la ética profesional de cada empresa que la toma de decisiones del asesor se base exclusivamente en las necesidades del cliente, recomendando un fondo u otro basándose estrictamente en la rentabilidad.

Por eso creen que dicho modelo mejoraría la transparencia para los clientes y crearía una competencia más justa y asegurando que se puede vivir sin retrocesiones, lo único que queda un largo camino para que el inversor final acepte y valore la necesidad de pagar por un servicio independiente y de calidad.

El mercado de EAFIs en España está apoyado por La Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero (ASEAFI), constituida en marzo de 2010, registrada en el Ministerio del Interior con estatutos sociales que regulan los principios de la asociación, sus órganos de gobierno y los derechos y obligaciones de los asociados y por Economistas Asesores Financieros (EAF), órgano del Consejo General de Colegios de Economistas de España, creado en noviembre de 2008 para coordinar la actividad de los economistas en el ámbito del ejercicio profesional del Asesoramiento Financiero tras la publicación de la normativa que desarrolla la directiva europea 2004/39/CE sobre el mercado de instrumentos financieros.

Los principales objetivos de ASEAFI se centran en representar los intereses de las EAFI autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), realizar una labor de coordinación interna entre las EAFI integradas en la Asociación y fomentar la cooperación con entidades públicas y privadas, nacionales o extranjeras, que redunden en beneficio de los asociados.

Desde esta Asociación afirman que el papel principal que desempeñan las EAFIs es el de actuar como trasmisor del conocimiento financiero y así romper la asimetría de información existente entre la oferta y demanda de servicios de inversión. Conscientes que la actividad financiera requerirá de una mayor profesionalización, han puesto la vista en enmendar las deficiencias en la atención al cliente final de la mano de la regulación vigente.

Junto a ellos, durante el pasado 2012 nació IFAFI (Instituto para el Fomento del Asesoramiento Financiero Independiente). Dentro de este Instituto se unen por primera vez Bancos y EAFIs, bajo un modelo de "Think Tank" anglosajón, con la intención de ser el "pepito grillo" del sector, analizando desde la óptica de la experiencia, la problemática a la que se enfrenta ésta industria, generando recomendaciones y denunciando las situaciones mejorables para el desarrollo de la figura de la EAFI.

El Instituto está formado por seis EAFIs con representación nacional (Amoros Arbaiza EAFI, Arcano EAFI, Asesores Patrimoniales Navarra C2, C&R Investment Financial Advisors EAFI, Ética Patrimonios EAFI, Wealth Solutions EAFI) y tres entidades comprometidas con el desarrollo de la figura de las EAFIs (Inversis, Bankinter y UBS) con los objetivos fundacionales de (i) promover y dar a conocer el asesoramiento financiero independiente en España, (ii) velar por la calidad, profesionalidad y calidad del servicio, (iii) fomentar un modelo de asesoramiento libre de conflictos de interés y trasparente, y (iv) colaborar con Instituciones, Reguladores y Organismos Públicos, para desarrollar la figura del asesoramiento financiero.

Respecto a la evolución del mercado local, estiman que el número de clientes aumentará a medida que se comprendan dos hechos:

- **1.** que el crecimiento económico exige la especialización y generación de valor de todas las actividades económicas, y
- 2. que el mejor producto y servicio generado bajo esta estructura de excelencia económica hay que pagarlo.

Por su parte Economistas Asesores Financieros EAF tiene dentro de sus principales funciones: fomentar y dar a conocer entre los colegiados y el público en general la nueva empresa de servicio de inversión: EAFI;

favorecer el intercambio de conocimientos y experiencias entre sus miembros; colaborar con las instituciones supervisoras: CNMV y SEPBLAC; prestar cuantos servicios de carácter general se estime que puedan contribuir al desarrollo de la actividad de sus miembros; mejorar la calificación profesional de sus miembros.

Desde esta Organización se resalta la labor de las EAFIs, la cual debe estar dirigida a informar al cliente sobre las bondades de los diferentes productos, no a vendérselos, haciendo una propuesta de inversión y siendo el cliente quien la ejecute. A diferencia de una Gestora, la EAFI no puede ejecutar.

En España apenas el 4% de las inversiones se derivan a través de EAFIs, el alto grado de bancarización es una de las barreras de entrada que están encontrando este tipo de empresa, por otra parte las EEFF han visto cómo han ido perdiendo la confianza de sus clientes en los últimos años, debido a que en su día contrataron productos que no se ajustaban a sus perfiles de riesgo o incluían condiciones poco tranparentes.

Las expectativas para las EAFIs son grandes, al igual que los retos, ya que los inversores son más cautos debido a la situación vivida en los últimos años, donde se ha contrastado que la comercialización debe estar apartada del asesoramiento, ya que las consecuencias de este modelo han causado bastante deterioro en las cuentas de las familias y empresas. Por estas razones los inversores demandan máxima transparencia y capacidad técnica, donde las EAFIs tendrán la oportunidad de aportar valor y consolidar su presencia en el mercado local con el objetivo de salir fortalecidos de este tramo actual del ciclo económico por el que atraviesa España.

#### 7. CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES

La normativa analizada y comentada en este trabajo muestra como MiFID II ha migrado de un modelo o filosofía Basado en Principios a un modelo Basado en Normas dentro de un marco Regulatorio, asemejándose al modelo aplicado en Estados Unidos.

Las implicaciones que la Propuesta tiene sobre el sector de las ESIs, y sobre el mercado, han tenido un carácter reactivo contra la situación actual de los mercados financieros a nivel de Europa. Se precisa que esta forma de regulación continúe adoptando y fortaleciendo medidas de carácter preventivo, planificadas en el tiempo acorde a la evolución del sector que permitan detectar en el menor tiempo posible las inconsistencias que puedan afectar el mercado financiero.

MiFID II, ha reforzado 5 aspectos relevantes que presentaron sus debilidades al iniciarse la crisis financiera a finales de 2007 e inicios de 2008, que significan unos avances importantes pero a su vez implican grandes cambios estructurales y de negocio para los que integran el mercado financiero a nivel europeo.

#### 1. Estructura de Mercado

Bajo la premisa de no dejar ningún producto o centro de negociación fuera de regulación, se ha creado una nueva categoría de Centro de Negocio Regulado. Los Sistemas Organizados de Negociación – SON – tendrán como objetivo reconducir la negociación OTC actual a dichos centros. Estos centros se apoyarán en las Entidades de Contrapartida Central, lo cual mantendría una gestión dinámica del riesgo de contraparte. Por otra parte, se promueve el Mercado de PYME, el cual pretende aportar mayores oportunidades de financiación para dichas empresas, las cuales son fundamentales dentro de los planes de actuación de la CE en el proceso de recuperación económica en Europa.

#### 2. Innovaciones Tecnológicas

MiFID II apuesta por una regulación estricta sobre las nuevas formas de negociación algorítmica y HFT, las cuales han supuesto un incremento en el riesgo sistémico, requiriendo a los operadores que realizan dichas actividades, un control estricto sobre la seguridad, resistencia y robustez ante cortocircuitos que garanticen su operatividad y capacidad de gestión de órdenes en todo momento.

#### 3. Protección al Inversor

Quizá es el apartado donde se ha centrado la atención de la Propuesta, debido a la sensibilidad general que se mantiene después de las reconocidas actuaciones de algunas EEFF que desencadenaron grandes pérdidas tanto económicas como de confianza para la sociedad. En este apartado, la Propuesta pretende limitar en un futuro que dichas acciones tengan un impacto directo sobre los inversores y con mayor énfasis en los inversores minorista o no profesionales.

Se ha querido incluir en la regulación todos los productos financieros (Depósitos Estructurados, Derivados OTC, Derechos de Emisión, Materias Primas, Contratos de Seguros Vinculados a Instrumentos Relacionados con la Inversión) que no están dentro de otras normativas de regulación tipo UCIT o PRIPs, para reconducir su negociación a centros de negociación regulados.

Se ha fortalecido los requerimientos de información pre y post negociación, requiriendo unos archivos de información suficientes para el control de las autoridades competentes que permitan verificar en todo

momento el cumplimiento de las normas impuestas. Se exige a las empresas de inversión que cuando diseñen un producto se especifique el target asegurándose que responda sus necesidades especificas.

El conflicto de intereses, que supone el pago de comisiones procedentes de terceras partes por la comercialización de determinados productos financieros entorno a los servicios de asesoramiento, sufrió un giro de 180° durante la negociación que hasta la fecha se lleva a cabo. En la primera propuesta se determinó que las ESIs o EEFF, no podrían recibir comisiones por la comercialización de los productos que rige la norma, pero en segunda instancia se eliminó dicha propuesta y finalmente se han aceptado el cobro de comisiones tanto en productos específicos como en las gestión discrecional de carteras. Los EEFF solo tendrán que informar al inversor si dentro del asesoramiento prestado se han recibido incentivos comerciales.

UK mantiene su posición de prohibir las comisiones de terceras partes diferenciando entre el asesoramiento independiente y asesoramiento restringido. Lleva en vigor desde el 1 de enero de 2013 junto con las demás normas que componen la RDR.

#### 4. Transparencia

Gracias a la incorporación de la categoría SON en la Propuesta mejorará la transparencia de las actividades de negociación en los mercados de valores, incluidas las plataformas de negociación anónima o "dark pools". Debido a esta fragmentación del mercado se establecen unos mecanismos de consolidación y gestión de información (DPA – PIC – MIA) capaces de procesar, divulgar y canalizar toda la información proveniente de los centros de negociación regulados que permitan facilitar las acciones de los reguladores y que brinde a los inversores mayor oportunidad de acceso a la información necesaria para tomar decisiones de inversión, pues podrán comparar de forma eficiente y amplia las operaciones que se realizan en distintos centros de negociación a un coste razonable.

#### 5. Regulación más estricta de Derivados sobre Materias Primas

La especulación sobre materias primas, en especial de alimentos ha generado una gran preocupación de tipo ético y moral en la Comisión y en los Miembros del Parlamento que están llevando a cabo esta Propuesta.

En la actualidad los volúmenes de derivados negociables en los mercados de materias primas son ahora entre 20 y 30 veces superiores a la producción real (Dato publicado en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo - UNCTAD. Abril 2012).

Los mayores controles sobre Materias Primas propuestos ayudará a los reguladores y los participantes en el mercado a evaluar mejor el papel de la especulación en esos mercados. Además, la Comisión faculta a los reguladores financieros para que supervisen e intervengan en cualquier fase de la actividad negociadora de todos los derivados sobre materias primas, incluso fijando límites a las posiciones, cuando se tema que pueden producirse alteraciones en los mercados.

Otro de los retos importantes que se plantea a la Propuesta, es si cumplirá con el objetivo de acabar con la trasposición no homogénea entre los países miembros de la normativa, que se presentó en la implementación de MiFID I. Esto genera incertidumbre jurídica que puede dar paso a malas interpretaciones tanto voluntarias como no voluntarias. Entidades globales necesitan de una regulación global, que no dé pie a vacios regulatorios del que puedan obtener alguna posición privilegiada frente a otros participantes. Las medidas adoptadas desde la Comisión, el Parlamento y el Consejo van en la dirección de homogenizar la regulación financiera en Europa con el propósito de cubrir el efecto sistémico que no podía controlarse de forma aislada.

ESMA tendrá un papel importante en cuanto a la definición y alcance de las normas técnicas que no se indican en la Propuesta. Es importante poder avanzar en la estimación de estas normas a medida que avanza el calendario de aprobación de la Propuesta para que no existan vacios legales en el momento de entrada en vigor de la Directiva y su respectivo Reglamento.

Se ha dotado a los Estados miembros con la autoridad necesaria para imponer medidas y sanciones administrativas apropias eficaces y disuasorias en caso de infracción de la Propuesta MiFID.

Los costes de implementación juegan un papel importante, debido al impacto en las cuentas de resultados de las EEFF y ESIs justo en el momento en que el mercado local está sufriendo una de sus mayores reformas estructurales y donde la eficiencia es el indicador de referencia en cuanto a la operativa, que se traducirá posteriormente en generación de valor. Los principales costes se derivan de servicios de consultoría/ asesoría técnica en IT y de negocio, costes de personal dedicado a la implantación y ejecución, auditorías internar y externas, formación, e infraestructura entre otros.

En el mercado local, la estructura de mercado propuesta supondrá el reto principal, pues deberá conseguirse la integración de los nuevos productos y centros de negociación a las plataformas existentes y adaptar la estructura de información exigida por los nuevos requerimientos de reporting en operaciones más complejas dentro de un panorama más fragmentado.

#### **B.** BIBLIOGRAFÍA

- Bank of England. (2011). The race to zero. Speech given by Andrew G. Haldane. International Economic Association Sixteenth World Congress. Beijing.
- Boletín Oficial del Estado. (2008). REAL DECRETO 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.. España: BOE Núm. 41, 16 de febrero de 2008. pp. 8706-8734.
- Boletín Oficial del Estado. (2009). BOE Núm. 12 Sec. I. Pág. 4411. Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero. España: Autor.
- Carrasco, I. (2010). Un nuevo marco regulatorio para la industria de servicios financieros. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Castilla-La Mancha. España.
- Comisión Europea. (2010). Comunicación de la Comisión COM(2010) 2020. EUROPA 2020 Una estrategia para un crecimiento inteligente, sostenible e integrador. Bruselas: Autor.
- Comisión Europea. (2009). Productos Preempaquetados de Inversión Minorista. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo. COM(2009) 204 final. Bruselas: Autor.
- Comisión Europea. (2011). Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados financieros por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. 2011/0298(COD). Bruselas: Autor.
- Comisión Europea. (2011). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados financieros y por el que modifica el Reglamento EMIR, relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. 2011/0296(COD). Bruselas: Autor.
- Comisión Europea. (2010). Regulación de los servicios financieros para un crecimiento sostenible. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Banco Central Europeo. COM(2010) 301 final. Bruselas: Autor.
- Comisión Europea. (2010). SEC(2010) 1058/2. Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Bruselas: Autor.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2010). El flash crash del 6 de mayo: hipótesis y mecanismos de prevención. Madrid: Boletín de la CNMV Trimestre III, pp. 43-46.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2010). Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

  DEPARTAMENTO DE SUPERVISIÓN ESI ECA. Madrid: CNMV.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2012). Los chiringuitos financieros. Guía Informativa, Oficina de Atención al Inversor.

  Madrid: CNMV.

- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2012). Anexo Estadístico. Madrid: CNMV Boletín de la CNMV Trimestre II/2012, pp. 136-157.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2012). Los mercados de valores y sus agentes. Madrid: CNMV Boletín Trimestral 1/2012, pp. 11-65.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores CNMV. (2012). Plan de Actividades de la CNMV 2012. Madrid: CNMV.
- De la Cruz, M. (4 de junio de 2012). La banca se gasta entre 1.000 y 1.500 millones al año en implementar la regulación. Madrid, España: Expansión. Recuperado de: http://www.expansion.com/2012/05/31/empresas/banca/1338457604.html
- Deloitte. (2012). Informe/Documento Reflexiones sobre la evolución de MiFID y el impacto de MiFID II. Madrid.
- De Hoces, J., García-Perrote, G. (2010). La nueva arquitectura europea para la regulación y supervisión financiera. A propósito de la ponencia de Antonio Sáinz de Vicuña en el III encuentro organizado por el Seminario de la Cátedra PEREZ-LLORCA / IE de Derecho Mercantil el 25 de octubre de 2010. España.
- Eleconomista.es. (2011). El flash crash del Dow Jones cumple 1 año: ¿sólo un fondo de inversión tuvo la culpa?. elEconomista.es. Recuperado de: http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/acierto/mercados-cotizaciones/noticias/3042762/05/11/El-flash-crash-del-Dow-Jones-cumple-1-ano-solo-un-fondo-de-inversion-tuvo-la-culpa.html
- European Securities and Markets Authority. (2012). Directrices. Sistemas y controles aplicados por las plataformas de negociación, las empresas de servicios de inversión y las autoridades competentes en un entorno de negociación automatizado. Paris: ESMA/2012/122 (ES).
- European Securities and Markets Authority. (2012). Final Report. ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012) Paris: ESMA/2012/263.
- European Securities and Markets Authority. (2012). Final report. Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements. Paris: ESMA/2012/388.
- European Securities and Markets Authority. (2012). Final report. Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements. Paris: ESMA/2012/387.
- Estudios de Prensa Industrial. (30 de enero de 2012). Nueva Era, Suplemento especial. Madrid: La Razón, pp. 2-5.
- Europe Economics. (2010). Study on the Costs and Benefits of Potential Changes to Distribution Rules for Insurance Investment Products and other Non-MIFID Packaged Retail Investment Products. Final Report. London: Autor.
- European Commission. (2012). European Economic Forecast Spring 2012 EUROPEAN ECONOMY 1/2012. Brussels: Autor.
- Fernández, M. (2007). Reflexiones sobre la MiFID. Jornada de la CMNV sobre Protección del inversor en la MiFID. Madrid: Banco de España.
- Financial Service Authority. (2012). Retail Distribution Review (RDR). London: RDR. Recuperado de: http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Nuevas directivas sobre los mercados de instrumentos financieros y sus implicaciones MiFID II

Financial Service Authority. (2012). Retail Distribution Review: Independent and restricted advice. London: Guidance consultation.

KPMG Global Financial Services. (2011). Dodd-Frank Act, Is it really significant. UK: www.kpmg.com.

Larnet, J. (17 de mayo de 2012). La Herencia de la burbuja. Madrid, España: Expansión, p.29.

López, A. (2012). Adaptación operativa MiFID en tesorería. Conferencia AMF 26 de marzo de 2012. Madrid.

Martín, J. (12 de mayo de 2012). La reforma financiera / El decreto del Gobierno. Madrid, España: La Razón, pp. 10-11.

- Mateos, A. (2010). Instrumentos financieros y derechos de emisión de GEI. España: Universidad CEU Cardenal Herrera. Documento de trabajo WP-CEU-UCH EE 2010-03.
- Parlamento Europeo. (2012). Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios 18 de junio de 2012. Ponente: Markus Ferber. EPTV: Video de Sesión Parlamentaria. Bruselas. Recuperado de: http://www.europarl.europa.eu/ep-live/es/committees/video?event=20120619-0900-COMMITTEE-ECON
- Morrison & Foerster. (2010). The Dodd-Frank Act: a cheat sheet. EEUU: Autor.
- Nolte, G. (2012). Impactos en el Negocio de la "Tormenta Regulatoria". Valencia. Recuperado de: http://www.slideshare.net/ManfredNolte/baco-caixa-geral-fiil-2012
- Parlamento Europeo. (2012). Informe A7-0306/2012. Sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) (COM(2011)0656 C7-0382/2011 2011/0298(COD)). Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Ponente: Ferber, M. Bruselas: Autor.
- Parlamento Europeo. (2012). Informe A7-0303/2012. Sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (COM(2011)0652 C7-0359/2011 2011/0296(COD)). Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Ponente: Ferber, M. Bruselas: Autor.
- Parlamento Europeo. (2012). Proyecto de Informe 2011/0298(COD) Sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (versión refundida) (COM(2011)0656 C7-0382/2011 2011/0298(COD)). Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Ponente: Ferber, M. Bruselas: Autor.
- Parlamento Europeo. (2012). Proyecto de Informe 2011/0296(COD). Sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (COM(2011)0652 C7-0359/2011 2011/0296(COD)). Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios. Ponente: Ferber, M. Bruselas: Autor.
- Parlamento Europeo & Consejo de la Unión Europea. (2009). DIRECTIVA 2009/65/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO. Por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Bruselas: Diario Oficial de la Unión Europea (17 de noviembre de 2009), L302. pp. 32-96.

- Securities and Exchange Commission. (2010). One Hundred Eleventh Congress of the United States of America at the second session. Dodd-Frank Act Wall Street Reform. Washington: Autor.
- Segovia, E. (2007). ¿Qué es la MiFID? Hoy entra en vigor, pero nadie sabe cómo ni cuándo se va a aplicar. Cotizalia. Recuperado de: http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2007/11/01/78\_mifid\_entra\_vigor\_nadie\_cuando\_aplicar.html
- Serrano, A. (2012). Las EAFI, divididas sobre el sistema de cobro de MiFID II. Madrid: Funds People. Recuperado de: http://www.fundspeople.com/noticias/edouard-carmignac-critica-el-modelo-de-cobro-financiero-que-plantea-mifid-ii-30378
- Recarte, A. (2009). Perspectivas de crecimiento y empleo de la economía española a corto y medio plazo. Libertad Digital.es. Recuperado de: http://s.libertaddigital.com/fotos/noticias/recartpdf290208.pdf
- Von Kleist, K. & Denis, P. (mayo, 2012) Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2011. Suiza: Bank for International Settlements-Monetary and Economic Department.
- Zuloaga, J. y Martinez, M. (12 de mayo de 2012). Convulsión financiera nueva vuelta de tuerca. Madrid, España: Expansión, p.4.

#### LISTADO ABREVIATURAS

ASEAFI > Asociación Española de Empresas de Asesoramiento Financiero | AV > Agencia de Valores | CBOE > Chicago Board Options Exchange | CDS > Credit Default Swap | CE > Comisión Europea | CFTC > US Commodity Futures Trading Commision | CNMV > Comisión Nacional del Mercado de Valores | CPD > Continuing Professional Development | CRA > Credit Rating Agency | DPA > Dispositivos de Publicidad Aprobados | EAF > Economistas Asesores Financieros | EAFI > Empresa de Asesoramiento Financiero Independiente | EEFF > Entidades Financieras | EMIR > European Market Infrastructure Regulation | ESI > Empresas de Servicios de Inversión | ESMA > European Securities and Markets Authority | ETF > Exchange Traded Funds | FSA > Financial Service Authority | FSAP > Financial Services Action Plan | HFT > High Frequency Trading | IIC > Instrumentos de Inversión Colectiva | IS > Internalizador Sistemático | LMV > Ley del Mercado de Valores en España | MIA > Mecanismos de Información Aprobados | MiFID > Markets in Financial Instruments Directive | MiFID II > Directiva Revisada de MIFID | MiFIR > Reglamento de la Directiva MiFID | MR > Mercados Regulados | MSP > Major Swap Participant | NIIF > Normas Internacionales de Información Financiera | OICVM > Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios | OTC > Over The Counter | PIC > Proveedores de Información Consolidada | PRIP > Packaged Retail Investment Products | RCDE > Régimen de Comercio de Derechos de Emisión | RD > Real Decreto | RDR > Retail Distribution Review | SEC > Securities and Exchange Commission | SGV > Sociedades Gestoras de Valores | SMN > Sistemas Multilaterales de Negociación | SON > Sistemas Organizados de Negociación | SPS > Statement of Professional Standing | SV > Sociedad de Valores | UE > Unión Europea |



# Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

José-María Montero y Gema Fernández-Avilés

Universidad de Castilla-La Mancha

1. Aspectos relativos al trabajo de cam	po 100
---	--------

2. Metodología estadística para el análisis de la encuesta 104

3. Perfil del encuestado 105

4. Conocimiento y uso de asesores financieros 109

5. Conocimiento y familiaridad con las inversiones financieras 134

6. Valoración de la figura del asesor financiero 140

7. Disposición a pagar por un asesor financiero 153

8. Perfil del encuestado como inversor 162

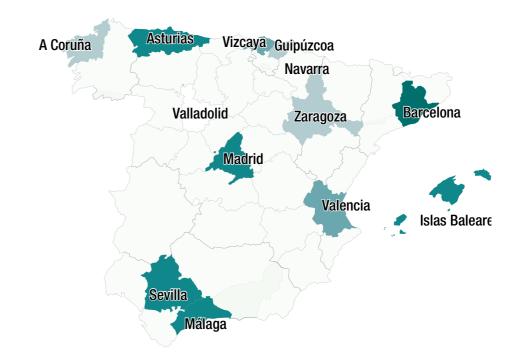
ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

#### 1. ASPECTOS RELATIVOS AL TRABAJO DE CAMPO

Para la evaluación del conocimiento y valoración de la figura de los asesores financieros se ha procedido al muestreo del universo español de personas mayores de 30 años en disposición de un montante económico susceptible de ser invertido superior a los 20.000 euros. No obstante, la población estadística considerada, desde el punto de vista geográfico, se ha concentrado en las unidades geográficas españolas con mayor población censada y nivel de actividad económica: A Coruña, Asturias, Barcelona, Madrid, Málaga, Palma de Mallorca, Pamplona, San Sebastian, Sevilla, Valladolid, Valencia, Vizcaya y Zaragoza.

Para determinar las áreas de las unidades geográficas anteriormente mencionadas en las que ubicar a la población objeto de estudio, se utilizaron técnicas geoestadísticas espacio-temporales de carácter interpolativo (*kriging*) con la finalidad de determinar los gradientes de renta en las unidades geográficas seleccionadas. Una vez determinado el sub-marco geográfico, la determinación del perfil de las unidades poblacionales objeto de estudio, es decir, con un montante susceptible de inversión superior a 20.000 euros, se llevó a cabo mediante un análisis multivariante de los principales indicadores de ahorro. Dada la dificultad de obtener información de carácter económico, sobre todo si hace referencia al patrimonio disponible para inversión, para evitar sesgos deliberados a la baja el marco de la encuesta, en lo que ha condiciones económicas del encuestado se refiere, se trató de explicar claramente al entrevistado que la encuesta era anónima, que sus fines eran de investigación y que los resultados que de la misma se derivasen contribuirían a fortalecer y desarrollar una figura financiera claramente necesaria en el marco actual de la economía española. Aún así, se han necesitado más de siete contactos diferentes para obtener un entrevistado que accediese a facilitar la información contenida en el cuestionario sobre la figura del asesor financiero. Adicionalmente, tan solo uno de cada tres entrevistados que accedieron a colaborar manifestando su opinión sobre la figura del asesor financiero facilitó información sobre el montante económico del que disponía para invertir.

Es sabido que el denominado sesgo de no respuesta (algunas personas podrían no responder llamadas de extraños, o rehusar responder), da lugar a que la muestra obtenida pueda no ser representativa de la



población objeto de estudio en caso de que las características de quienes responden sean distintas de las de quienes se niegan a responder. En esta situación, la muestra arrojaría una visión parcializada de la población, introduciendo un error no cuantificable a priori que debería ser considerado al interpretar los resultados finales. No obstante, afortunadamente, un amplísimo porcentaje de los contactados que se negaron a cumplimentar el cuestionario no tuvieron problema alguno en facilitar la información relativa a su condición socio-económica. Además, se dispone de una amplia información sobre aquellos otros que, habiendo respondido el cuestionario, no facilitaron información sobre el volumen de su ahorro susceptible de ser invertido. Y, finalmente, los criterios de selección geoestadística de la muestra garantizan en buena medida la similitud de las características entre aquellos que respondieron la encuesta y aquellos otros que no lo hicieron o lo hicieron parcialmente. En conclusión, no hay razón alguna para que se haya producido error alguno (no cuantificable) derivado del sesgo de no respuesta. Y en caso de existir, sería mínimo.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

Dada la dificultad inherente de llevar a cabo un muestreo estratificado cuando se considera un elenco de características de difícil acceso conjunto a escala poblacional, el procedimiento de muestreo llevado a cabo ha sido aleatorio simple, habiéndose seleccionado las unidades poblacionales objeto de pertenencia a la muestra mediante un proceso de arranque aleatorio con selección recurrente a partir del mismo.

Las anteriores disquisiciones se traducen en (i) 11.627 personas contactadas, (ii) más de 3.000 personas que facilitaron, al menos, su perfil socioeconómico y (iii) 1.364 personas que contestaron la totalidad del cuestionario, de los cuales (iv) 727 manifestaron disponer en el momento de la entrevista de un montante de más de 20.000 euros susceptibles de ser invertidos.

Por consiguiente, además de la información obtenida de potenciales inversores con un capital de más de 20.000 euros susceptible de inversión, en el proceso de trabajo de campo se ha obtenido información de 637 individuos que manifestaron no alcanzar la cifra de 20.000 euros para invertir. Si bien es cierto que existe una tendencia a contestar a la baja en algunos individuos cuando de cuestiones económicas privadas se trata y, sobre todo, que la determinación de la población objeto de estudio es extremadamente difícil, consideramos que, suponiendo exitoso el trabajo de los encuestadores en su labor de garantizar el anonimato de la encuesta y los nobles fines que persigue, la aparición de estas unidades poblacionales en la muestra puede ser debida a la actual crisis económica, que lleva a que unidades que han pertenecido al universo poblacional objeto de estudio, hayan dejado de hacerlo. Sin embargo, la información facilitada por los mismos resulta de gran interés.

Finalmente, se ha de resaltar que (i) dado que la población con un montante superior a 20.000 euros para invertir se estima en el entorno del 11% del total en 2012, y (ii) dadas las dificultades de obtención de información relativa a la situación financiera de las familias, un tamaño de muestra final de 727 individuos constituye una base excelente de información para la explotación de la misma. A efectos de la valoración de la bondad de la información obtenida, una muestra final de 396 individuos hubiera sido suficiente para cumplir los principales requerimientos de un proceso de muestreo con un error aparejado del 5% al 95% de confianza. Un tamaño muestral de 727 individuos implica un error de muestreo del 1% para un nivel de confianza del 95%.

#### Distribución de la muestra por ciudades de residencia (2012).

	FRECUENCIA	%	% VÁLIDO	% ACUMULADO
A Coruña	42	5,8	5,8	5,8
Asturias	19	2,6	2,6	8,4
Barcelona	139	19,1	19,1	27,5
Guipúzcoa	40	5,5	5,5	33,0
Madrid	195	26,8	26,8	59,8
Málaga	40	5,5	5,5	65,3
Mallorca	32	4,4	4,4	69,7
Pamplona	27	3,7	3,7	73,5
Sevilla	48	6,6	6,6	80,1
Valencia	55	7,6	7,6	87,6
Valladolid	22	3,0	3,0	90,6
Vizcaya	22	3,0	3,0	93,7
Zaragoza	46	6,3	6,3	100,0
Total	727	100,0	100,0	

5015

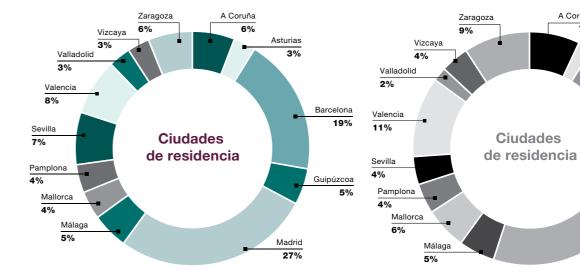
2011

A Coruña

Barcelona

Guipúzcoa

Madrid



ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

# **2.** METODOLOGÍA ESTADÍSTICA PARA EL ANÁLISIS DE LA ENCUESTA

La metodología estadística utilizada en el análisis de la encuesta no solo es descriptiva, basada en el análisis cuantitativo y gráfico de la distribución de frecuencias correspondiente a cada ítem del cuestionario, sino que, por el carácter cualitativo/ordinal de los ítems de la encuesta, también incorpora la búsqueda de asociaciones entre los niveles de los factores sobre los que se ha solicitado información, así como la determinación de los factores que inciden significativamente en la probabilidad de éxito de los ítems que mayor interés pueden tener para el colectivo de analistas financieros independientes (si el encuestado estaría dispuesto a cambiar de asesor, si conoce la figura del analista financiero, o si estaría dispuesto a pagar por un servicio de asesoramiento financiero, por ejemplo).

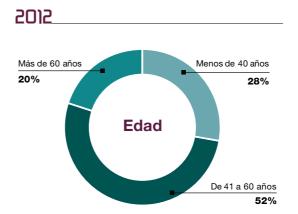
En cuanto a la búsqueda de asociaciones entre los niveles (respuestas) de los factores (ítems) considerados en la encuesta, se han llevado a cabo contrastes Chi-cuadrado (ajustados) de independencia o, cuando el tamaño muestral lo requiere, tests exactos de Fisher, para determinar, inicialmente, si los factores objeto de estudio son independientes o están asociados. En aras de una mejor comprensión, por asociación (positiva) de una modalidad de un factor con otra modalidad de otro factor, se entiende que el porcentaje de encuestados en la modalidad del primer factor que también pertenecen a la modalidad del segundo factor es significativamente superior al porcentaje de encuestados en las demás modalidades del primer factor que también pertenecen a la misma modalidad del segundo factor. En caso de que dicho porcentaje sea significativamente inferior se dice que la asociación es negativa. En caso de rechazo de la hipótesis de independencia, y cuando los dos factores estudiados presentan dos niveles cada uno (en terminología estadística, cuando la tabla de contingencia es 2x2), tanto la intensidad como la dirección de la asociación han sido obtenidas mediante medidas como la Q de Yule, la V de Cramer o la T de Tchuprov, dependiendo de las circunstancias particulares del caso. En el caso de que al menos uno de los dos factores presente más de dos posibles niveles (es decir cuando la tabla de contingencia es 2xC o RxC), la intensidad de la asociación se ha determinado mediante la utilización de medidas asimétricas de reducción proporcional del error, mientras que la localización de los niveles de ambos factores que están asociados (en términos formales, de las fuentes de asociación) se ha llevado a cabo sobre la base de los residuos estandarizados estudentizados.

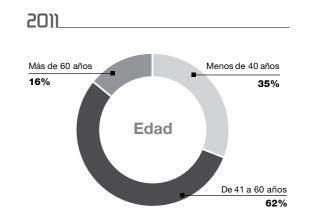
En cuanto a la determinación de aquellos factores que inciden significativamente en la probabilidad de éxito de los ítems que mayor interés pueden tener para el colectivo de analistas financieros independientes, se han llevado a cabo regresiones logísticas utilizando como regresores la edad, sexo, nivel de estudios, situación profesional, perfil como inversor y cantidad disponible para inversión del encuestado. Allá donde se considere necesario también se incluyen como regresores algunas variables relativas al conocimiento y familiaridad del encuestado

con las inversiones financieras. La finalidad fundamental de la estimación de los modelos logísticos es corroborar las conclusiones que se deriven del análisis cualitativo/ordinal precedente.

#### 3. PERFIL DEL ENCUESTADO

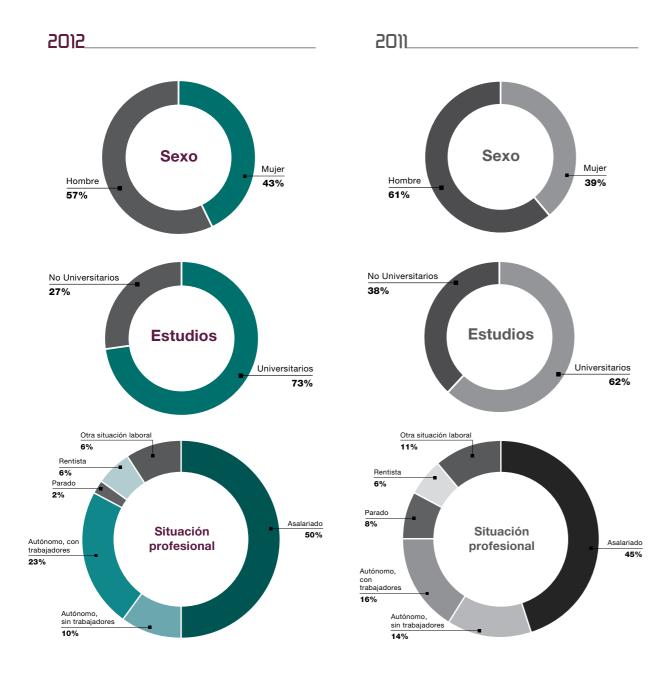
En cuanto a la caracterización socioeconómica de los encuestados, los resultados tienen un elevado grado de concordancia con los derivados de la Encuesta de Población Activa (EPA) y la Encuesta Anual de Estructura Salarial (EAES), elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística. Algo más de la mitad de los encuestados tiene una edad comprendida entre los 40 y 60 años —la EPA estima en un 49% la población ocupada entre 40 y 60 años, dato compatible con el resultado de la encuesta—, el 28% tiene menos de 40 años (la estimación EPA se cifra en el 30,5%) y el 20% restante supera los 60 (la EPA estima en el 5,5% la población ocupada de más de 60 años, pero ha de tenerse en cuenta que nuestro interés se centra en los individuos con más de 20.000 euros para invertir).





Un 56,9% de los encuestados son varones y el resto, un 43,1%, son mujeres, lo cual está en perfecta consonancia con la EPA puesto que esta estima en el 54,7% y 45,3% la proporción de varones y mujeres ocupados, respectivamente, a la fecha de la realización de la encuesta. Si se tiene en cuenta que en la actual situación de crisis económica algunos de los potenciales integrantes de la población objeto de estudio pudiesen estar momentáneamente en situación de paro, los resultados resaltan aún más la representatividad de la muestra, pues la EPA estima en el 54,4% el porcentaje de activos masculinos y en el 45,6% la proporción de activos femeninos. Los resultados que se derivan de la EAES-2008 están en línea con los anteriores. En cuanto al nivel de estudios, el 73% de los encuestados manifestó tener estudios universitarios, lo cual resulta ser un buen indicador del acierto en la selección de la muestra en relación a la población que se pretende investigar.

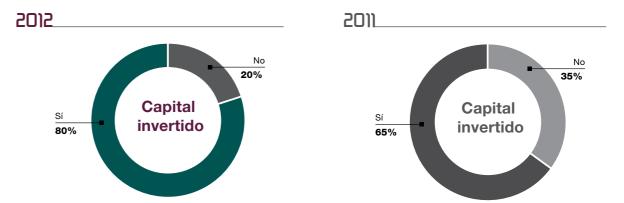
ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros



En lo relativo a la situación profesional de los encuestados, la mitad de ellos son asalariados, el 22,8% empresarios con trabajadores, el 10,3% autónomos sin trabajadores, el 1,8% parados y el 5,5% rentistas. Un 9,2% de los entrevistados manifestó tener una situación laboral distinta a las anteriormente referidas.

Finalmente, el 79,8% de las personas encuestadas declararon tener capital invertido. El 20,2% restante manifestó no tener inversión financiera realizada alguna, lo cual puede ser considerado también un hecho relevante por cuanto se trata de personas con un montante mínimo susceptible de inversión de 20.000 euros.

El nada desdeñable porcentaje de encuestados que, con un montante susceptible de inversión superior a los 20.000 euros, no tiene ninguna inversión financiera cobra especial relevancia si se tiene en cuenta que el 38,8% de encuestados que manifestaron no tener capital invertido disponen de 50.000 o más euros para invertir y más del 10% de ellos (en concreto el 11,2%) indicaron tener disponibles más de 150.000 euros. Estos porcentajes no son muy distintos de los que arrojan los resultados obtenidos entre la población encuestada con capital invertido: el 40,9% de ellos dispone de 50.000 o más euros para invertir, porcentaje que se reduce al 18,6% cuando la cantidad disponible se eleva a un mínimo de 150.000 euros.



Como puede observarse, el perfil del encuestado no difiere significativamente del obtenido en la encuesta 2011. No obstante, se observan algunas pequeñas diferencias: (i) En la encuesta 2012 ha disminuido en siete puntos porcentuales el porcentaje de muestra menor de 40 años, disminución que se ha visto compensada por el aumento en tres y cuatro puntos porcentuales de los porcentajes encuestados de 41 a 60 años y de más de 60 años, respectivamente; (ii) ha aumentado en tres puntos porcentuales el porcentaje de mujeres, haciéndolo totalmente compatible con las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística; (iii) se ha incrementado en once puntos porcentuales la participación de encuestados con estudios universitarios; (iv) ha aumentado la participación de empresarios con trabajadores (seis puntos porcentuales) y la de autónomos sin trabajadores (algo más de tres puntos); por el contrario, ha disminuido el peso en la encuesta de los asalariados (5,5 puntos porcentuales) y de los parados (6,5 puntos), si bien, en lo que a estos últimos se refiere se ha detectado una cierta reticencia a contestar una encuesta orientada al ahorro y la inversión; y (v) ha aumentado significativamente el porcentaje de encuestados con capital invertido (15 puntos porcentuales).

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

#### 1. Edad

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Menos de 40 años	206	28,3	28,3	28,3
De 41 a 60 años	377	51,9	51,9	80,2
Más de 60 años	144	19,8	19,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

#### 2. Sexo

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Hombre	414	56,9	56,9	56,9
Mujer	313	43,1	43,1	100,0
Total	727	100,0	100,0	

#### 3. ¿Tiene usted capital invertido?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	147	20,2	20,2	20,2
Sí	580	79,8	79,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

#### 4. Estudios cursados

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Universitarios	531	73,0	73,0	73,0
No universitarios	196	27,0	27,0	100,0
Total	727	100,0	100,0	

#### 5. Situación profesional

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Asalariado	366	50,3	50,3	50,3
Autónomo, sin trabajadores	75	10,3	10,3	60,7
Empresario, con trabajadores	166	22,8	22,8	83,5
Parado	13	1,8	1,8	85,3
Rentista	40	5,5	5,5	90,8
Otra situación laboral	67	9,2	9,2	100,0
Total	727	100,0	100,0	'

#### 4. CONOCIMIENTO Y USO DE ASESORES FINANCIEROS

Del elenco de preguntas relativas al conocimiento y uso de asesoramiento financiero, lo primero que hay que destacar es que el 97,4% de las personas encuestadas utilizan algún tipo de asesoramiento financiero, mientras que únicamente el 2,6% no se plantea asesoramiento financiero alguno. Por consiguiente, el porcentaje de encuestados que utiliza algún tipo de asesoramiento financiero se ha elevado en 18,5 puntos porcentuales respecto de 2011. No obstante, es necesario resaltar que prácticamente dos terceras partes de los encuestados que utilizan algún procedimiento de asesoramiento financiero no utilizan un solo procedimiento sino que combinan al menos dos de ellos.

El **tipo de asesor** financiero más utilizado (si bien no en exclusiva) es el de la entidad bancaria con la que operan (el 87,3%). Un 47,5% se asesora (en exclusiva o en combinación con otros tipos de asesor) mediante asesores fiscales, abogados, economistas, etc., el 24,8% manifiesta tener un asesor financiero independiente (generalmente combinado con otro tipo de asesoramiento) y un 44,8% utiliza como medio de asesoramiento Internet o asesoramiento on-line (blogs, webs financieras, etc, también combinado con otros tipos).

Los anteriores resultados implican un fuerte incremento en el recurso al asesoramiento bancario (del 54,2% en 2011 al 87,3% en 2012) y una mayor inclinación al asesoramiento mediante asesores fiscales, abogados, economistas, etc (del 39,6% al 47,5%). Por el contrario, se registra una tendencia a la baja en asesoramiento financiero independiente (ha bajado del 35,9% en 2011 al 24,8% en 2012) y en el asesoramiento mediante internet u on-line (que cae casi 15 puntos porcentuales).

No obstante, a la hora de interpretar estos resultados, se ha de tener en cuenta que casi dos terceras partes de los encuestados utilizan más de un procedimiento de asesoramiento.

#### ¿Utiliza usted algún tipo de asesor financiero?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	19	2,6	2,6	2,6
Sí	708	97,4	97,4	100,0
Total	727	100,0	100,0	

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

#### ווו – ווו

#### Tipo de asesor financiero utilizado

(en exclusiva con otros tipos)



El 36,2% de los encuestados con más de 20.000 euros disponibles para ser invertidos y que recurre al asesoramiento financiero utiliza un solo método de asesoramiento (40% en 2011). Dicho método es fundamentalmente el asesoramiento por parte de la entidad bancaria (el 71,8% de los casos, 55,1% en 2011). El 28,8% restante se reparte de la siguiente forma: el 3,4% de la población encuestada utiliza el asesoramiento financiero independiente en exclusiva, el 10,6% acude únicamente a asesores fiscales, abogados, economistas, etc., y el 9,8% se asesora solo mediante Internet o asesoramiento on-line. Esto significa una importante reducción del asesoramiento no bancario en exclusiva, puesto que en 2011 los tres tipos de asesoramiento no bancario en exclusiva acaparaban, cada uno, alrededor del 15% de la población encuestada. Resulta de especial relevancia el descenso del asesoramiento en exclusiva por parte del colectivo de asesores financieros independientes, puesto que ha descendido del entorno del 15% a poco más del 3%.

El 25,9% de los individuos con más de 20.000 euros en disposición de ser invertidos utiliza dos procedimientos para asesorarse, porcentaje similar al de 2011. De entre estos, casi dos terceras partes (el 63,2%) combinan el asesoramiento bancario con los denominados en la encuesta "otros asesores financieros", un 22% combina el asesoramiento bancario con el asesoramiento on-line, algo más del 10% utiliza la dupla "banco-asesor financiero independiente" y el resto de las duplas ("asesor financiero independiente-Internet o asesoramiento on-line" y "otros asesores-Internet o asesoramiento on-line") tan solo acaparan, cada una, alrededor del 4% de la población encuestada que utiliza dos procedimientos para asesorarse.

En consecuencia, respecto de 2011, se ha producido un incremento importante en la utilización de la combinación banco-otros asesores financieros (se ha más que duplicado su uso) y un retroceso en el recurso combinado "banco-asesor financiero independiente" y "asesor financiero independiente-otros asesores", ya que el primero ha bajado en 2012 algo más de 10 puntos porcentuales y el segundo más de 15.

El 24,9% de los encuestados se inclina por utilizar tres tipos de asesoramiento (20% en 2011). Centrándonos en ellos, la terna más utilizada es la que excluye el analista financiero independiente (54,1% de los casos). Le siguen la que excluye los denominados "otros asesores" (8,2%), la que no considera el asesoramiento on-line (2,7%) y, finalmente, la que deja fuera a los bancos, que no llega al 1%. A efectos de las oportunas comparaciones, en 2011 la terna más utilizada fue la que excluye Internet o asesoramiento on-line (36,5% de los casos), seguida de la que excluye el analista financiero independiente (28%), la que excluye el banco (19,6%) y la que deja fuera a los denominados "otros asesores" (15,9%).

Tan solo el 10,5% de los encuestados que manifestaron asesorarse a la hora de realizar sus inversiones utilizan los cuatro tipos de asesor en materia de inversión de sus ahorros (porcentaje similar al de 2011).

En resumen, el asesor financiero independiente es utilizado por la cuarta parte de los encuestados que manifiestan tener más de 20.000 euros para invertir y utilizan algún procedimiento de asesoramiento, ya sea en exclusiva o en combinación con otro tipo de asesoramiento. Sin embargo, lo habitual es que el asesor financiero independiente no constituya la única fuente de asesoramiento de los que utilizan esta figura (sólo es así tan solo en el 3,4% de los casos), sino que se suele combinar con el asesoramiento bancario y en menor medida en combinación con uno, dos, o los tres restantes procedimientos de asesoramiento considerados en la encuesta.

Cuando el análisis se lleva a cabo entre aquellos que manifiestan tener capital invertido en el momento de la encuesta, los resultados no experimentan variaciones significativas.

Desde el punto de vista de la asociación entre el asesor financiero utilizado y las características socioeconómicas de los encuestados, si nos centramos en los encuestados que únicamente utilizan un procedimiento de asesoramiento, no se detecta asociación significativa del tipo de asesor con el sexo.

Sin embargo, sí existen asociaciones significativas entre las categorías del tipo de asesor y de las demás variables que constituyen el perfil socio-económico del encuestado. Así, la edad está asociada con el tipo

de asesor, de tal forma que en el estrato de 40 a 60 años muestra una mayor inclinación que los demás por el asesoramiento vía Internet o asesoramiento on-line, y ello a costa del asesoramiento bancario. Justo lo contrario ocurre en el estrato de mayor edad, si bien, en este caso, la intensidad de la asociación es ciertamente leve.

El nivel de estudios también aparece asociado con el tipo de asesor financiero utilizado, siendo la asociación mucho más intensa que en el caso de la edad. En concreto, se detecta una asociación clara de encuestados con nivel de estudios universitarios con los denominados "otros asesores" (asesores fiscales, abogados, economistas, etc.), y ello a costa del asesoramiento bancario. Por el contrario, los encuestados con estudios no universitarios muestran una mayor inclinación que los anteriores hacia el asesoramiento bancario, en detrimento de los "otros asesores". Las categorías de asesoramiento vía asesor financiero independiente o vía Internet no muestran asociación alguna con el nivel de estudios. Respecto a la encuesta 2011, se aprecian las siguientes diferencias: en 2011 no existía asociación entre la edad y el tipo de asesor y, en lo que al nivel de estudios se refiere, la asociación de los encuestados con estudios universitarios ha pasado de ser con el asesoramiento on-line a tener lugar con los denominados "otros asesores".

También se detecta una notable asociación del tipo de asesor con la situación profesional del encuestado. Los asalariados no aparecen asociados con ningún tipo de asesor financiero (igual que en 2011). Los autónomos sin trabajadores continúan asociados a los denominados otros asesores, a costa de la asesoría bancaria. Los empresarios con trabajadores, que en 2011 también estaban asociados con los "otros asesores", en 2012 lo están con los asesores financieros independientes (el porcentaje de ellos que utilizan esta figura es significativamente superior al porcentaje de las otras categorías profesionales que dicen utilizarla), y ello a costa, sobre todo, de la asesoría bancaria. No obstante, el grado de asociación no es demasiado elevado. Finalmente, se detecta una cierta asociación de los rentistas con el asesoramiento bancario y, aunque ciertamente liviana, de los parados con "otros asesores". En la categoría "otra situación laboral" no se detecta asociación alguna con ningún tipo de asesor.

No se detecta asociación entre la ciudad de residencia del encuestado y el tipo de asesor. No obstante, a pesar de que los test de independencia no rechazaron la ausencia de asociación entre la ciudad de residencia y el tipo de asesor, se puede comentar la mayor inclinación (no demasiado importante) de Sevilla al asesoramiento on-line y de Valladolid y Zaragoza al asesoramiento bancario. Este es un cambio ciertamente importante respecto a la encuesta 2011, en la que se detectó que Asturias y Barcelona aparecían asociadas con el asesoramiento bancario en detrimento, en el primer caso, tanto del asesor financiero

independiente como de los otros asesores, y en el segundo caso, clarísimamente, de la figura del asesor financiero independiente; Guipúzcoa figuraba asociada con los "otros asesores", a costa del asesoramiento bancario; y Madrid, muy claramente, con el uso de Internet y asesoramiento on-line, a costa de las tres categorías alternativas, sin perjuicio especial para ninguna de ellas.

Cuando nos centramos en cuestiones de capital invertido, a diferencia de 2011, se advierte una interesante, aunque ligera, asociación positiva entre aquellos que tienen capital invertido y la figura del asesor financiero independiente; y negativa de aquellos que no mantienen posiciones invertidas con este tipo de asesoramiento. En otros términos, si bien el porcentaje de encuestados que manifiesta utilizar el asesoramiento financiero independiente en exclusiva no es elevado, dicho porcentaje se incrementa significativamente entre los que tienen capital invertido y desciende, también significativamente, entre aquellos que no lo tienen. En el primer caso, el perjudicado es la entidad bancaria; en el segundo el beneficiado es también la entidad bancaria. Por consiguiente, en el segmento de individuos que mantienen posiciones invertidas la competencia marginal de las entidades bancarias son los asesores financieros independientes, y en el segmento de individuos que no tienen capital invertido la competencia del asesor financiero independiente son las entidades bancarias.

Profundizando en la cuestión, a diferencia de la encuesta 2011, en la que no se detectó asociación alguna entre el tipo de asesor utilizado y la cantidad disponible para invertir, de la encuesta 2012 se desprende (i) una ligera vinculación del asesoramiento on-line con el tramo de 20.000 a 50.000 euros, a costa de los asesores financieros independientes y los denominados "otros asesores"; (ii) una mayor tendencia al uso de asesores financieros independientes y "otros asesores" en el tramo de 150.000 a 350.000 euros que en los otros tramos, y ello en detrimento del asesoramiento bancario; y (iii) una clara asociación del asesoramiento a través de asesores financieros independientes con una cantidad disponible para invertir superior a los 500.000 euros. Sin embargo, en los tramos de capital disponible para invertir entre 50.000 y 150.000 euros y entre 300.000 y 500.000 euros, no se aprecia asociación alguna con ningún tipo de asesor, de tal forma que los patrones porcentuales de asesoramiento en estos dos tramos no difieren significativamente del general.

Ampliando el campo de visión al segmento de los que utilizan la figura del asesor financiero como fuente, única o compartida, de asesoramiento, los resultados anteriormente expuestos experimentan algunas variaciones. Ahora sí se detecta asociación entre el sexo y el tipo de asesor: en concreto, los varones aparecen asociados con los denominados "otros asesores" y las mujeres con el asesoramiento on-line. En

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

IU – 115

cuanto a la edad, aquellos entre 40 y 60 años ahora aparecen asociados con los asesores fiscales, abogados, economistas, etc., mientras que los mayores de 60 años reflejan una nada despreciable asociación con los analistas financieros independientes (lo cual indica que aunque lo utilicen en combinación con otro tipo de asesoramiento, el asesoramiento sobre el que gira la combinación es el de los asesores financieros independientes). En los de menos de 40 años no se aprecia asociación significativa alguna con ninguno de los tipos de asesor considerados.

El nivel de estudios también sigue apareciendo asociado con el tipo de asesor financiero utilizado, siendo la asociación, también, mucho más intensa que en el caso de la edad. Sin embargo, ahora se detecta una asociación clara de encuestados con nivel de estudios universitarios no solo con los denominados "otros asesores" (asesores fiscales, abogados, economistas, etc.), sino también con los asesores financieros independientes, y ello a costa del asesoramiento bancario.

Si nos referimos a la situación profesional del encuestado, la diferencia fundamental entre cuándo se considera el asesoramiento en exclusividad y cuándo se tienen en cuenta las distintas combinaciones posibles de asesoramiento, es que los autónomos sin trabajadores no solo aparecen asociados con los "otros asesores" sino también con los analistas financieros independientes: es decir, utilizan esta figura, en combinación con otras, con una profusión significativamente mayor que en las demás situaciones profesionales).

Finalmente, al incluir en el análisis las combinaciones de tipos de asesoramiento, no aparece más que una nueva asociación de carácter geográfico adicional respecto de cuando se consideraba el tipo de asesor en exclusiva: Se trata de Málaga, que ahora aparece asociada con el asesoramiento financiero independiente, lo cual indica que entre los encuestados que utilizan varias combinaciones de asesoramiento, los malacitanos hacen un uso del asesoramiento financiero independiente significativamente superior al de los demás encuestados.

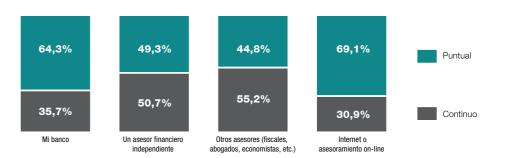
Por fin, señalar que, en lo que a capital invertido se refiere, al pasar del asesoramiento en exclusiva al asesoramiento en exclusiva o combinado, las asociaciones existentes no cambian significativamente.

El **tipo de asesoramiento** que utiliza el encuestado (*continuo* o *recurrente* o bien puntual) constituye un nuevo ítem incluido en la encuesta 2012. A este respecto, se ha de señalar que casi las dos terceras partes de la población encuestada que utiliza alguna modalidad de asesoramiento financiero (concretamente el 64%) manifestó hacer uso del mismo de manera puntual, mientras que el resto (36%) se decanta por el asesoramiento continuo o recurrente. Más específicamente, (i) de las personas que utilizan el asesoramiento

bancario (en exclusiva o no, que constituyen casi el 90% de la muestra) un 64,3% hace uso del asesoramiento puntual mientras que el 35,7% restante manifiesta una necesidad de asesoramiento continuo o recurrente; (ii) de entre las personas que utilizan el asesoramiento de un analista financiero independiente (en exclusiva o no) el reparto de las mismas entre ambos tipos de asesoramiento, puntual o continuo, es prácticamente igualitario: el 49,3% manifestaron necesidades de asesoramiento puntual y el 51,7% de asesoramiento recurrente (iii) algo más de la mitad de los encuestados que recurren a otros asesores (fiscales, abogados, economistas, etc.) en lo que a asesoramiento financiero se refiere, sea en exclusiva o en combinación con otros tipos, manifestó utilizar un asesoramiento recurrente (el 55,2%), mientras que el 44,8% restante declaró requerir puntualmente los servicios de asesoramiento financiero; y (iv) entre los encuestados que utilizan como método de asesoramiento Internet (en exclusiva o no), casi un 70% lo hace de forma puntual, mientras que el resto hace un uso continuado de esta vía de asesoramiento.

#### Tipo de asesoramiento

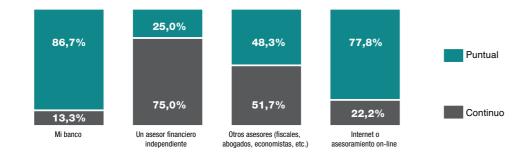
(en exclusiva o en combinación con otros)



Centrándonos en el asesoramiento en exclusiva, el tipo de asesoramiento bancario es prácticamente en su totalidad de tipo puntual; tan sólo el 13,3% de los encuestados utilizan el asesoramiento bancario en exclusiva de forma recurrente. Cuando el asesoramiento en exclusiva es por parte del colectivo de analistas financieros, el porcentaje de encuestados que recurre al asesoramiento continuo se eleva del 50,7% al 75,0%, disminuyendo, en consecuencia, hasta el 25,0%, el porcentaje de los que recurren a este tipo de figura de forma puntual. En el asesoramiento en exclusiva por parte de asesores fiscales, abogados, economistas, etc., no se producen grandes cambios: se eleva en 3,5 puntos porcentuales el recurso al asesoramiento puntual y se reduce en la misma cuantía el recurso al asesoramiento continuo. Finalmente, entre aquellos que utilizan en exclusiva el asesoramiento vía Internet u on-line, se eleva hasta el 77,8% el porcentaje de los que utilizan esta vía de forma puntual, y se reduce hasta el 22,8% el de los que la usan de forma continuada o recurrente.

ANUARIO Inversis 2012 🕨 Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

Tipo de asesoramiento (en exclusiva)



Finalmente, no se detecta asociación alguna entre el tipo de asesoramiento (puntual o recurrente) ni con el sexo ni con la edad. Se aprecia una ligerísima asociación de los encuestados con nivel de estudios universitarios con el asesoramiento recurrente, y de los que no tienen estudios no universitarios con el asesoramiento puntual. También se detectan distintas fuentes de asociación cuando se considera la situación profesional del encuestado: los autónomos sin trabajadores y los empresarios con trabajadores se asocian al asesoramiento recurrente, mientras que los rentistas muestran una inclinación significativamente mayor que las demás situaciones profesionales hacia el asesoramiento puntual. A escala geográfica no se detectan asociaciones significativas (de hecho, el contraste de independencia entre la ciudad de residencia del encuestado y el tipo de asesoramiento no rechaza la hipótesis nula de independencia entre ambos). Si se analiza la relación entre el tipo de asesor y el tipo de asesoramiento, se detecta una muy fuerte vinculación del asesoramiento recurrente con los analistas financieros independientes y los denominados en la encuesta "otros asesores", mientras que los servicios bancarios están fuertemente relacionados con el asesoramiento puntual. Finalmente, se detecta una asociación bastante clara entre los intervalos de capital disponible para invertir comprendidos entre 150.000 a 300.000 euros y 500.000 a 1.000.000 euros con el asesoramiento continuo o recurrente.

En cuanto a la **confianza en el asesor financiero**, un 7,8% de aquellos que cuentan con asesoramiento indican estar plenamente satisfechos, el 45,2% declaran estar bastante satisfechos, el 41,7% tiene poca confianza en su asesor, o no confía en él especialmente, y algo más de un 5% no tiene ninguna confianza en el asesor. En consecuencia, respecto a los resultados obtenidos en la encuesta 2011, se aprecia un cierto deterioro en esta materia: ha disminuido en casi veinte puntos porcentuales el porcentaje de encuestados que declaran estar plenamente satisfechos con el asesoramiento recibido, y se incrementa en la misma medida el de los que tienen poca confianza en su asesor. En las otras dos modalidades ("bastante satisfecho" y "nada, no confío en absoluto") los porcentajes de respuesta son prácticamente los mismos que en 2011.

#### ¿Confía usted en su asesor financiero?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Mucho, plenamente	55	7,8	7,8	7,8
Bastante, en gran medida	320	45,2	45,2	53,0
Poco, no confío especialmente	295	41,7	41,7	94,6
Nada, no confío en absoluto	38	5,4	5,4	100,0
Total	708	100,0	100,0	

La confianza en el asesor financiero de los encuestados que lo tienen no depende de la edad, ni del sexo, ni, en general, de la ciudad de residencia del encuestado, pero sí del nivel de estudios, de la situación profesional y de si tienen o no capital invertido. Así, aunque la intensidad de la asociación es bastante liviana, los encuestados con estudios universitarios están asociados con confiar "bastante, en gran medida" y aquéllos con estudios no universitarios con la nula confianza. Esto significa que el porcentaje de encuestados que confía bastante o en gran medida en el asesor financiero que utiliza (alrededor del 45%) se ve significativamente incrementado en el colectivo de encuestados con estudios universitarios y reducido en el de los que no los tienen; además, el porcentaje de los que no confían nada en su asesor financiero, poco más del 5%, se incrementa significativamente entre los que no tienen estudios universitarios y se reduce, también notablemente, entre los que sí lo tienen.

Cuando lo que se considera es la situación profesional, casi un 60% de los asalariados confía poco, o no confía especialmente, en el asesor financiero y dado que este porcentaje es nítidamente superior al que se da en otras categorías profesionales, se puede decir que los asalariados están asociados con poca confianza en el asesor financiero. Sin embargo, los autónomos sin trabajadores y, sobre todo, los empresarios con trabajadores, son las categorías profesionales donde un elevado porcentaje de encuestados confía mucho en el asesor financiero, porcentaje mucho mayor al que se da en el resto de categorías, por lo que se pueden asociar estas dos situaciones profesionales con bastante o plena confianza en el asesor.

Como ya se avanzó, el nivel de confianza en el asesor también está relacionado con el hecho de si el encuestado tiene posiciones financieras invertidas o no. En concreto, entre los que no tienen capital invertido la respuesta más frecuente es "poco, no confío especialmente", la cual se da casi dos terceras partes de ellos y en poco más de la tercera parte de los encuestados con capital invertido, por lo que se asocia la no tenencia de posiciones financieras en activo con la poca confianza en el asesor. Por el contrario, entre los que tienen capital invertido, prácticamente la mitad de los encuestados manifestaron confiar bastante en el asesor (porcentaje que se

amplía al 60% si se incluye la plena confianza). Dado que este porcentaje es significativamente superior al que tiene lugar entre los que no tienen posiciones invertidas (no alcanza el 15%, incluyendo la plena confianza), se asocia confiar bastante o plenamente en el asesor financiero con tener inversiones financieras en curso.

Distinguiendo por tipos de asesor, aunque el asesoramiento bancario en exclusiva es el más utilizado, está asociado con poca o nula confianza, mientras que el recurso a los analistas financieros independientes lo está a la confianza plena: aunque apenas el 7% de los encuestados tiene confianza plena en su asesor, entre los que utilizan la figura del analista financiero independiente el porcentaje de los que confían plenamente es casi del 60% (el resto confía bastante, o en gran medida, no habiendo ningún caso de poca o nula confianza). El asesoramiento vía asesores fiscales, abogados, economistas, etc. o vía Internet no figura asociado a los niveles de confianza considerados.

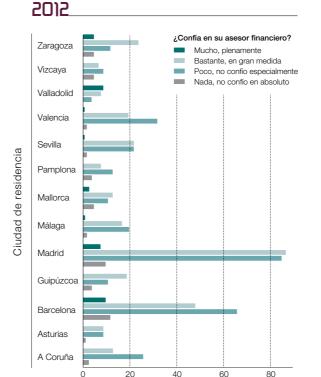
Los resultados antes expuestos son corroborados por el análisis logístico de la probabilidad de confianza en el asesor financiero en función de las variables que conforman el perfil socio-económico del encuestado. Así, por ejemplo, tener estudios universitarios incrementa la oportunidad del asesor de que se confíe en él en 1,2 veces respecto del caso de un encuestado con estudios no universitarios. La tenencia de capital invertido aumenta dicha oportunidad en 1,5 veces, y la conjunción de ambos factores casi duplica la "oportunidad de confianza".

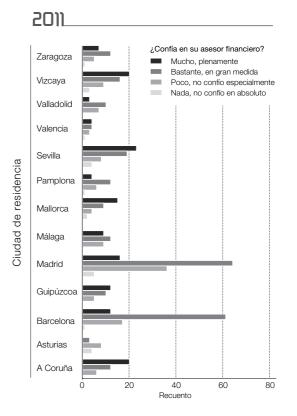
A escala geográfica, no se puede aseverar que exista asociación global entre la ciudad de residencia del encuestado y su nivel de confianza en el asesor financiero utilizado, pero sí se detectan algunas fuentes de asociación interesantes. Así, Vizcaya aparece vinculada con la confianza plena, dado que el porcentaje de encuestados que manifestaron tener confianza plena en su asesor financiero triplica el del conjunto de ciudades consideradas. A Coruña aparece asociada con la confianza en gran medida: casi el 62% de los coruñeses encuestados mostró tener bastante confianza en su asesor financiero (45,2% en el conjunto de entrevistados). Y Valladolid se vincula fuertemente con la confianza nula en el asesoramiento financiero: mientras que poco más de un 5% de los entrevistados manifestó no tener confianza alguna en su asesor, en Valladolid dicho porcentaje alcanza el 42,9%.

A efectos de las oportunas comparaciones, en la encuesta 2011 A Coruña, Mallorca, Vizcaya, Sevilla y Guipúzcoa fueron, por este orden, las áreas geográficas que mostraron asociación positiva con la plena confianza en el asesoramiento financiero. Barcelona y Zaragoza estaban asociadas con la rúbrica "bastante confianza" y Madrid y Valladolid con niveles de confianza no extremos (poca o bastante, pero no mucha ni ninguna). En Asturias la asociación con la poca confianza era bastante clara y mucho más aún con la nula confianza. Finalmente, en Málaga, Pamplona y Valencia no se detectó asociación alguna con ningún nivel de confianza. Como se puede apreciar, en 2012 las cosas han cambiado significativamente en esta materia.

#### ¿Confía usted en su asesor financiero? Desagregación geográfica

	Mucho, plenamente	Bastante, en gran medida	Poco, no confío especialmente	Nada, no confío en absoluto	Total
A Coruña	7,1%	61,9%	31,0%	0,0%	100,0%
Asturias	5,3%	47,4%	47,4%	0,0%	100,0%
Barcelona	8,8%	48,5%	35,3%	7,4%	100,0%
Guipúzcoa	11,8%	32,4%	55,9%	0,0%	100,0%
Madrid	5,3%	44,7%	45,8%	4,2%	100,0%
Málaga	5,0%	50,0%	42,5%	2,5%	100,0%
Mallorca	15,6%	34,4%	40,6%	9,4%	100,0%
Pamplona	16,0%	52,0%	32,0%	0,0%	100,0%
Sevilla	4,3%	46,8%	46,8%	2,1%	100,0%
Valencia	3,6%	58,2%	36,4%	1,8%	100,0%
Valladolid	0,0%	19,0%	38,1%	42,9%	100,0%
Vizcaya	23,8%	42,9%	33,3%	0,0%	100,0%
Zaragoza	10,9%	26,1%	52,2%	10,9%	100,0%
Total	7,8%	45,2%	41,7%	5,4%	100,0%





Por lo que se refiere a la **predisposición a confiar en un asesor financiero entre las personas que no dis- ponen de él,** el 5,3% confiarían plenamente, el 10,2% declaran que confiarían en gran medida, el 36,8% no confiaría especialmente, y casi la mitad, el 47,4%, no tendría ninguna confianza en su asesor financiero. A efectos de las oportunas comparaciones respecto de la encuesta 2011, disminuye en 8 puntos porcentuales el porcentaje de los que confiarían plenamente en un potencial asesoramiento y en más de 15 el de los que confiaría en gran medida, por lo que se estrecha notablemente el potencial nicho de mercado. Se mantiene el porcentaje de los que no confiarían especialmente y, como consecuencia de lo anterior, se duplica el de aquellos que no confiarían en absoluto.

#### Si no lo tiene, ¿confiaría en un asesor financiero?

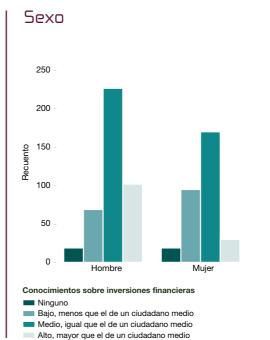
	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Mucho, plenamente	1	5,3	5,3	5,3
Bastante, en gran medida	2	10,5	10,5	15,8
Poco, no confío especialmente	7	36,8	36,8	52,6
Nada, no confío en absoluto	9	47,4	47,4	100,0
Total	19	100,0	100,0	

El **grado de conocimiento sobre las inversiones financieras** que muestran los individuos investigados en la muestra es mayoritariamente medio (54,5%), si bien un 18,2% de ellos manifestó tener un elevado grado de conocimiento sobre este tipo de inversiones. Tan solo un 22,6% de ellos manifestó tener un nivel bajo y no alcanzó el 5% la proporción de encuestados con más de 20.000 euros disponibles para invertir que dijo tener un nulo conocimiento sobre inversiones financieras. Estos resultados son muy parecidos a los obtenidos en 2011.

#### ¿Cuál es su grado de conocimiento sobre las inversiones financieras?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Ninguno	35	4,8	4,8	4,8
Bajo, menos que el de un ciudadano medio	164	22,6	22,6	27,4
Medio, igual que el de un ciudadano medio	396	54,5	54,5	81,8
Alto, mayor que el de un ciudadano medio	132	18,2	18,2	100,0
Total	727	100,0	100,0	

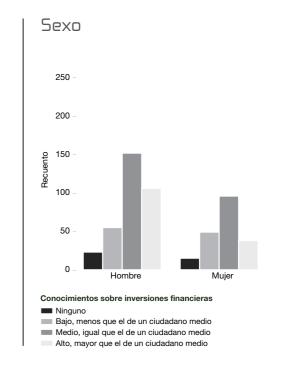
#### 2012

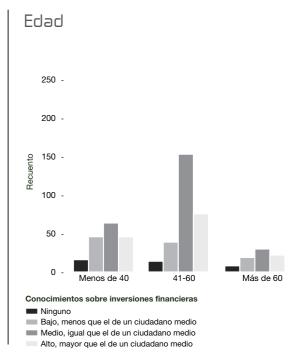


# Medio, igual que el de un ciudadano medio Alto, mayor que el de un ciudadano medio Eclaci 250 200 150 100 -



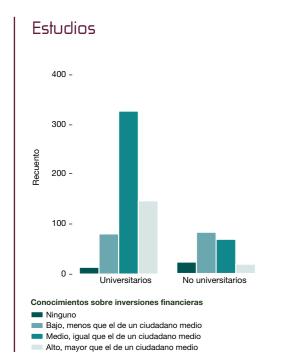
#### 2011



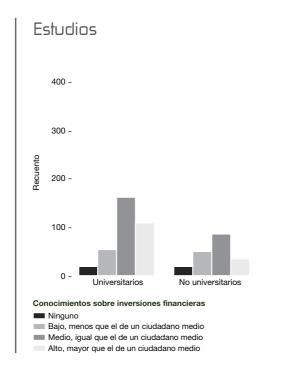


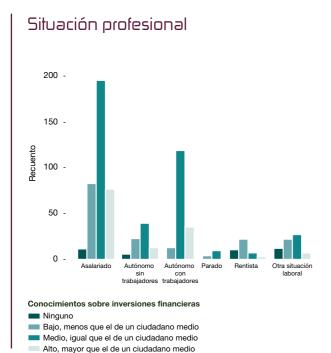
ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

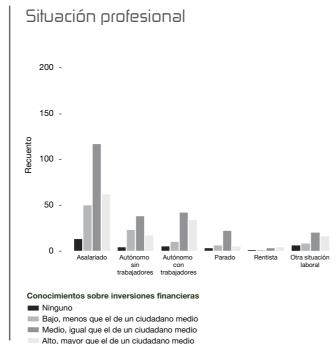




#### 2011\_\_\_\_\_







El nivel de conocimiento en materia de inversiones no resulta independiente ni del sexo ni de la edad de los encuestados. Los varones están asociados con un nivel de conocimiento alto y las mujeres con uno bajo. Es decir, los porcentajes de encuestados varones con un nivel de conocimiento alto, superior al de un ciudadano medio, es significativamente superior al del conjunto de los encuestados (sean varones o mujeres); lo mismo ocurre con el porcentaje de mujeres que tienen un nivel de conocimiento en materia de inversiones financieras inferior al de un ciudadano medio. En cuanto a la edad, los encuestados menores de 40 años aparecen asociados con ningún o bajo conocimiento en el tópico, los de más de 60 años tienen un porcentaje significativamente superior al general en el apartado "bajo, inferior al de un ciudadano medio", y aquéllos con edades comprendidas entre 40 y 60 años aparecen asociados con los niveles medio y alto (el 86,2% de ellos manifiestan tener uno de estos niveles, mientras que en los demás estratos de edad este porcentaje se sitúa entre el 55% y el 65%). Igualmente, los estudios universitarios aparecen fuertemente asociados con los niveles medio y alto de conocimientos mientras que los no universitarios se vinculan con un nivel de conocimientos inferior al de un ciudadano normal o ningún tipo de conocimiento. Sin embargo, la asociación entre la situación profesional del encuestado y su nivel de conocimiento sobre las inversiones financieras es ciertamente débil y solo se da entre los rentistas y "otras situaciones laborales", básicamente jubilados, con un nivel nulo de conocimiento sobre la materia.

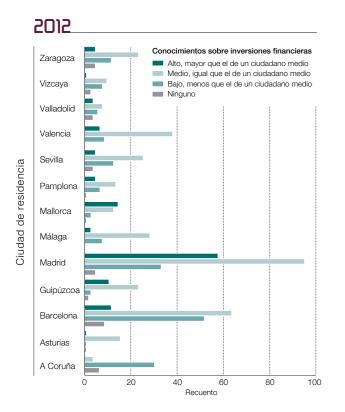
Por otra parte, el nivel de conocimiento nulo o bajo en materia de inversiones financieras está asociado con el asesoramiento proporcionado por las entidades bancarias. El nivel medio no se significa especialmente en ninguno de los tipos de asesoramiento considerados. Finalmente, se detecta una fuerte asociación entre los encuestados que tienen un nivel superior al de un ciudadano medio y el asesoramiento on-line y, sobre todo, vía asesor financiero independiente. Así, mientras que tan solo el 22,4% de los encuestados manifiesta tener un nivel elevado sobre las inversiones financieras, mayor que el de un ciudadano medio, en el colectivo de los que utilizan la figura del asesor financiero independiente este porcentaje se eleva al 75%. Las combinaciones de asesoramiento que incluyen la figura del asesor financiero independiente también aparecen asociadas con el nivel alto de conocimiento en materia de inversiones financieras, si bien la intensidad de la asociación no es tan elevada como cuando el asesoramiento se realiza en exclusiva por un asesor financiero independiente.

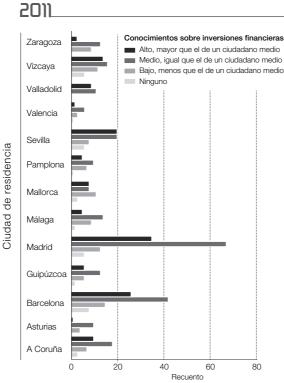
Desagregando según las áreas geográficas de interés, la categoría modal en todas ellas es un nivel de conocimiento medio, igual que el de un ciudadano medio. No obstante, las pruebas estadísticas de detección de asociación entre los factores "área geográfica" y "conocimiento sobre inversiones financieras" detectaron una asociación ciertamente débil entre ambos que se focaliza en las siguientes fuentes: Valladolid y Vizcaya con conocimiento nulo; Barcelona y, de nuevo, Vizcaya, con conocimiento bajo; A Coruña, Málaga, Valencia y, sobre todo, Asturias, con conocimiento medio; y Guipúzcoa, Madrid y, sobre todo, Mallorca, con conocimiento alto.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

#### ¿Cuál es su grado de conocimiento sobre las inversiones financieras? Desagregación geográfica

	Mucho, plenamente	Bastante, en gran medida	Poco, no confío especialmente	Nada, no confío en absoluto	Total
A Coruña	0,0%	16,7%	73,8%	9,5%	100,0%
Asturias	5,3%	5,3%	84,2%	5,3%	100,0%
Barcelona	6,5%	38,1%	46,8%	8,6%	100,0%
Guipúzcoa	5,0%	7,5%	60,0%	27,5%	100,0%
Madrid	2,6%	17,4%	49,7%	30,3%	100,0%
Málaga	0,0%	20,0%	72,5%	7,5%	100,0%
Mallorca	3,1%	9,4%	40,6%	46,9%	100,0%
Pamplona	3,7%	25,9%	51,9%	18,5%	100,0%
Sevilla	8,3%	27,1%	54,2%	10,4%	100,0%
Valencia	0,0%	16,4%	70,9%	12,7%	100,0%
Valladolid	18,2%	27,3%	36,4%	18,2%	100,0%
Vizcaya	13,6%	36,4%	45,5%	4,5%	100,0%
Zaragoza	10,9%	26,1%	52,2%	10,9%	100,0%
Total	4,8%	22,6%	54,5%	18,2%	100,0%





Centrándonos en el **conocimiento del coste del asesoramiento**, entre los encuestados que cuentan con algún tipo de asesor financiero, el 62,7% manifiestan conocer siempre el coste del asesoramiento (en 2011 el porcentaje no llegaba al 40%). Un 20,9% de los mismos (4 puntos porcentuales menos que en 2011) sólo lo conoce a veces y un 16,4% expresa no conocerlo nunca (la mitad que en la encuesta 2011).

#### Si usted tiene algún asesor financiero, ¿Sabe cuánto le cuesta su asesoramiento?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
Sí, siempre	444	62,7	62,7	62,7
Sólo a veces	148	20,9	20,9	83,6
No, nunca	116	16,4	16,4	100,0
Total	708	100,0	100,0	

Igual que en la encuesta 2011, no se detecta asociación alguna del conocimiento del coste del asesoramiento con el sexo del encuestado, pero sí con su edad, nivel de estudios y situación profesional. Se detecta asociación entre los menores de 40 años y el no conocimiento, nunca, del coste del asesoramiento, así como entre el conocimiento, a veces, de dicho coste y el estrato de edad comprendido entre los 40 y 60 años. No se detecta asociación alguna entre el nivel "mayor de 60 años" y el factor "conocimiento del coste del asesoramiento".

Por nivel de estudios, los encuestados con estudios universitarios aparecen claramente asociados con el conocimiento, siempre, del coste del asesoramiento financiero, circunstancia que se deriva del hecho de que, entre los encuestados con este tipo de estudios, el porcentaje de los que manifiestan conocer siempre el coste del asesoramiento más que duplica el porcentaje de encuestados con estudios no universitarios que dicen conocer siempre dicho coste. Lo contrario ocurre con los encuestados con estudios no universitarios, pues aparecen asociados con no conocer nunca dicho coste.

En cuanto a la situación profesional, las fuentes de asociación detectadas son: "autónomo sin trabajadores" y "empresario con trabajadores" con "conocimiento, siempre, del coste de asesoramiento", y "otra situación laboral" con "nunca conoce el coste". También se detecta una asociación (aunque no tan elevada como la detectada en la encuesta 2011) del no conocimiento (nunca) del coste del asesoramiento con aquellos que en el momento de la encuesta no tenían capital invertido, y entre los que tenían capital invertido y el conocimiento, solo a veces, del coste del asesoramiento.

Se aprecia una notable asociación entre el asesoramiento recurrente y el conocimiento, siempre, del coste del asesoramiento, así como del asesoramiento puntual con el no conocimiento, nunca, del mismo. También se localizan tres importantes fuentes de asociación positiva entre el tipo de asesor y el conocimiento del coste del asesoramiento. El asesoramiento on-line y, sobre todo, vía asesor financiero independiente, está claramente asociado con el conocimiento del coste en todas las ocasiones en las que se utiliza el servicio. En el caso de que el servicio sea prestado por un asesor financiero independiente, casi el 90% de los clientes manifiestan conocer siempre el coste (el doble que cuando se trata de asesores fiscales, abogados, economistas, etc., y cuatro veces más que cuando el asesoramiento es de carácter bancario). Por el contrario, el no conocimiento del coste del asesoramiento está muy fuertemente vinculado con el asesoramiento proporcionado con las entidades bancarias. La respuesta "solo, a veces" no está asociada con ningún tipo de asesor.

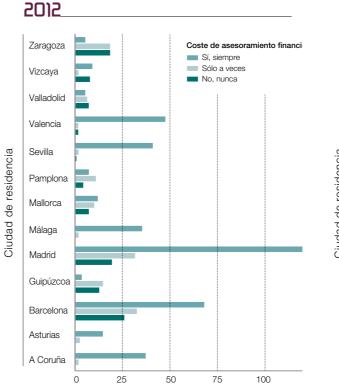
Se observa una ligera asociación entre la cantidad disponible para inversión en el momento de la encuesta y el nivel de conocimiento sobre el coste del asesoramiento: A mayor capacidad económica del cliente potencial, mayor conocimiento sobre el coste del asesoramiento. No obstante, sería razonable pensar que la intensidad de la asociación fuese mucho un poco más fuerte que la detectada, y que la infraestimación de la misma se deba a que, lógicamente, el número de encuestados en cada nivel de cantidad disponible para la inversión desciende a medida que ésta se incrementa, con lo cual los tests se vuelven más conservadores. Parecida circunstancia se da cuando se cruzan los factores "conocimiento sobre las inversiones financieras" y "conocimiento del coste del asesoramiento": A mayor grado de conocimiento de las inversiones financieras, mayor conocimiento sobre el coste del asesoramiento.

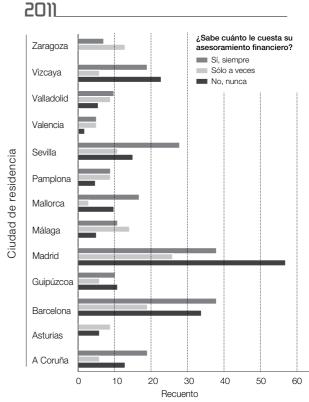
Finalmente, a escala geográfica, "Sí, siempre" es la categoría modal en A Coruña, Málaga, Sevilla, Valencia, Asturias, Madrid, Barcelona, Mallorca y Vizcaya. Es de destacar que, en las cuatro primeras provincias, más del 90% de los encuestados dicen conocer siempre el coste del asesoramiento; en Asturias y Madrid dicho porcentaje supera el 70%; en Barcelona supone algo más del 50% de los encuestados y en Mallorca y Vizcaya menos de la mitad (en concreto, Vizcaya presenta la peculiaridad de que el porcentaje de los que dicen conocer siempre el coste es igual al de los que manifiestan no conocerlo nunca). En Guipúzcoa y Pamplona la categoría modal es "solo a veces", si bien en la primera el porcentaje de encuestados que manifiesta no conocer nunca el coste se aproxima bastante al de los que manifiestan conocerlo solo a veces.

Finalmente, en Valladolid el número de encuestados se reparte, prácticamente a partes iguales, entre las tres modalidades de conocimiento del coste de asesoramiento, y en Zaragoza casi el 90% de la muestra dice conocer solo a veces, o nunca, (repartido a partes iguales) el coste del asesoramiento.

#### ¿Sabe cuánto le cuesta su asesor financiero?

	Sí, siempre	Solo a veces	No, nunca	Total
A Coruña	95,2%	4,8%	0,0%	100,0%
Asturias	84,2%	15,8%	0,0%	100,0%
Barcelona	53,7%	25,7%	20,6%	100,0%
Guipúzcoa	11,8%	47,1%	41,2%	100,0%
Madrid	71,1%	17,9%	11,1%	100,0%
Málaga	95,0%	5,0%	0,0%	100,0%
Mallorca	40,6%	34,4%	25,0%	100,0%
Pamplona	32,0%	48,0%	20,0%	100,0%
Sevilla	93,6%	4,3%	2,1%	100,0%
Valencia	92,7%	3,6%	3,6%	100,0%
Valladolid	28,6%	33,3%	38,1%	100,0%
Vizcaya	47,6%	9,5%	42,9%	100,0%
Zaragoza	13,0%	43,5%	43,5%	100,0%
Total	62,7%	20,9%	16,4%	100,0%





ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

28 - 129

Por lo que se refiere a la disposición de los encuestados a cambiar de asesor financiero, entre aquellos que utilizan algún tipo de asesoramiento financiero casi la mitad de los encuestados (en concreto un 45,8%, diez puntos porcentuales más que en la encuesta 2011) manifiestan estar satisfechos con el actual y, por consiguiente, no tienen predisposición alguna al cambio. El 30% estaría dispuesto a cambiar si se le ofrecieran unas condiciones económicas más ventajosas, porcentaje que también ha aumentado en 10 puntos porcentuales respecto de 2011. Y prácticamente la cuarta parte indica la mejora del rendimiento como la causa que impulsaría su decisión de cambiar de asesor financiero, si bien el porcentaje de encuestados que se decanta por esta opción ha disminuido nada menos que 20 puntos porcentuales respecto de la encuesta 2011.

#### ¿Estaría usted dispuesto a cambiar de asesor financiero?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No, estoy satisfecho con el actual	324	45,8	45,8	45,8
Sí, si me resultase más económico	213	30,1	30,1	75,8
Sí, si mejora el rendimiento de mi inversión	171	24,2	24,2	100,0
Total	708	100,0	100,0	

La disposición al cambio de asesor financiero está asociada, en mayor o menor medida, con todas y cada una de las características que configuran el perfil socio-económico del encuestado.

Se detecta una notable fuente de asociación entre las mujeres y la disposición a cambiar de asesor si les resultase más económico. En cuanto a la edad, los de menos de 40 años se asocian con la disposición al cambio por motivos de un mayor rendimiento, los de 40 a 60 con estar satisfechos con su asesor actual y los de 60 y más años con el cambio de asesor si éste les resultase más económico.

Por lo que se refiere al nivel de estudios, los encuestados con estudios universitarios estarían dispuestos al cambio si el nuevo asesor les proporcionase un mayor rendimiento, mientras que aquéllos con estudios no universitarios tienen una mayor predisposición a no cambiar de asesor. Y si centramos la atención en la situación profesional del individuo, los asalariados, autónomos sin trabajadores y aquéllos encuadrados en la denominada "otra situación laboral", son los que más aversión tienen al cambio de asesor. Los empresarios con trabajadores muestran una mucho mayor inclinación al cambio de asesor por motivos de coste que el resto de las modalidades profesionales consideradas.

Finalmente, no hay ninguna categoría profesional que pueda asociarse a una mayor inclinación al cambio de asesor si este le proporcionase un mayor rendimiento.

Los que en el momento de la encuesta no tienen capital invertido tienen una mayor propensión al cambio de asesor, para conseguir un menor coste económico. Por el contrario, los que tienen capital invertido están fuertemente asociados con la plena satisfacción con su asesor financiero actual, y, sea por motivos de coste o de mayor rendimiento, presentan una ciertamente menor tendencia a cambiar de asesor que aquellos que no lo tienen.

Analizando los resultados por tipo de asesor, la única fuente de asociación detectada es la del asesor financiero independiente con la satisfacción con los servicios prestados y la no disposición al cambio. Así lo manifestó casi el 60% de los encuestados clientes de esta figura, porcentaje notablemente más elevado que en las otras modalidades de asesoría. Si en lo que nos centramos es en el tipo de asesoramiento, el puntual se asocia con la satisfacción con el asesor actual y el recurrente con la mayor disposición al cambio de asesor si le resultase más económico.

Confianza y disposición al cambio también tienen un notable grado de asociación. Las fuentes de asociación son las siguientes: los que confían plenamente en su asesor muestran una mayor inclinación al cambio si éste les aportara un mayor rendimiento; los que confían bastante, en gran medida, en su asesor actual tienen una mayor tendencia al cambio por motivos de coste que los demás; y los que confían poco, o nada, son mucho más reacios a cambiar de asesor y la gran mayoría de ellos desea mantener la situación de asesoramiento que tiene.

La disposición al cambio de asesor también está relacionada con el conocimiento sobre inversiones. Los encuestados con nulo conocimiento sobre inversiones son los más reacios al cambio de asesor, sea cual sea el motivo. Los niveles de conocimiento bajo y medio se asocian con la disposición a cambiar de asesor si el coste les resultase más ventajoso. Y aquellos encuestados con un nivel de conocimiento elevado en materia de inversiones financieras tienen una significativamente mayor disposición que los demás al cambio de asesor por razón de incremento en el rendimiento de su inversión.

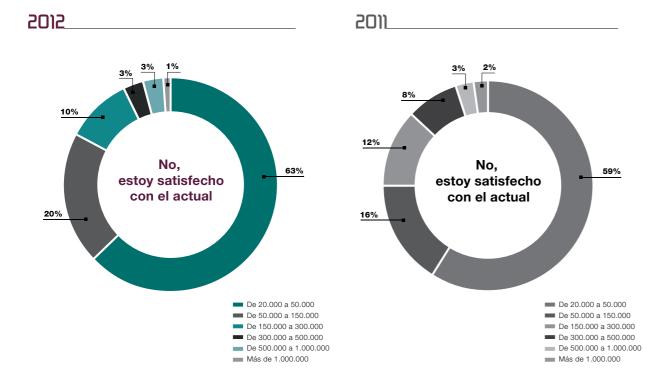
Disposición al cambio de asesor y conocimiento del coste del asesoramiento también constituye un curioso cruce. Aquellos que manifiestan no conocer nunca el coste del asesoramiento son los más reacios al cambio de asesor. Los que conocen dicho coste solo a veces se asocian con el cambio de

asesor por motivos de coste. Y los que dicen conocer siempre el coste del asesoramiento son los más proclives a cambiar de asesor si el rendimiento de sus inversiones se viese mejorado.

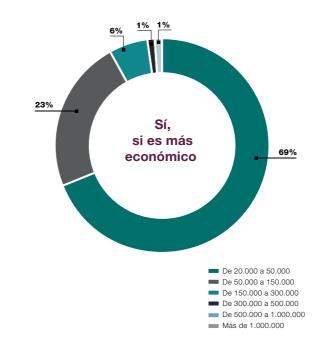
En cuanto a la relación entre los factores "disposición al cambio de asesor" y "cantidad invertida en el momento de la encuesta", se detectan las siguientes fuentes de asociación: (i) la mayor tendencia al cambio por motivos de coste del estrato de 20.000 a 50.000 euros y su clara reticencia a cambiar de asesor por el hecho de que la alternativa sea más barata; (ii) un plus de tendencia al cambio por razones de rentabilidad en los estratos entre 50.000 y 500.000 euros; y (iii) el claro rechazo a la opción de cambio, y por tanto la plena satisfacción con el asesor actual, de los que disponen de un montante susceptible de inversión superior a los 500.000 euros.

Las anteriores conclusiones se ven refrendadas por el análisis logístico de la probabilidad de cambio de asesor financiero en función de las variables que integran el perfil socio-económico del encuestado.

Disposición a cambiar de asesor financiero según cantidad de capital disponible para invertir







#### 2011











ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento y Valoración de los Asesores Financieros

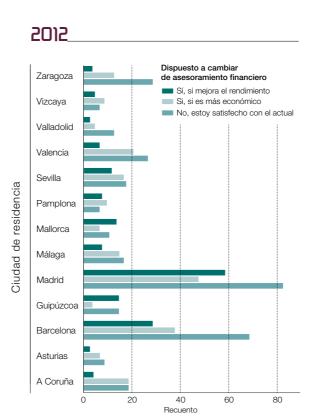
A escala geográfica, Valladolid y Zaragoza son las provincias más reticentes al cambio de asesor (en ambos casos, casi dos terceras partes de los encuestados no se plantean dicha situación). La reticencia al cambio también resulta ser la situación más frecuente en Barcelona, Valencia, Asturias, Madrid, Málaga y Sevilla (por ese orden).

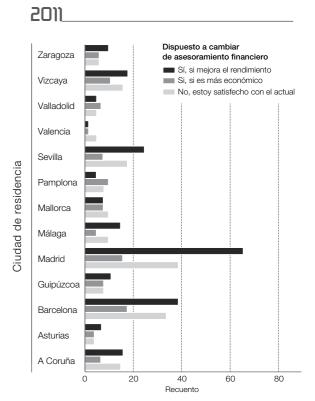
En A Coruña y Guipúzcoa el porcentaje de encuestados que no cambiaría de asesor supera ligerísimamente el de Madrid y Málaga y, más ampliamente, el de Sevilla, si bien la particularidad de estas dos provincias es que en la primera (algo parecido puede decirse de Sevilla) el porcentaje de los que cambiarían por motivos de coste iguala el de aquellos que no cambiarían, y en la segunda el porcentaje de no cambio se ve igualado por el de cambio por mayor rentabilidad.

En Vizcaya y Pamplona la categoría más frecuente, si bien no por mucho, es la del cambio si la alternativa resultase más barata. Y Mallorca es la única provincia en la que el cambio por motivos de rentabilidad es la opción que aglutina mayor número de encuestados

#### ¿Estaría usted dispuesto a cambiar de asesor financiero? Desagregación geográfica

	No, estoy satisfecho con el actual	Sí, si es económico	Sí, si mejora el rendimiento	Total
A Coruña	45,2%	45,2%	9,5%	100,0%
Asturias	47,4%	36,8%	15,8%	100,0%
Barcelona	50,7%	27,9%	21,3%	100,0%
Guipúzcoa	44,1%	11,8%	44,1%	100,0%
Madrid	43,7%	25,3%	31,1%	100,0%
Málaga	42,5%	37,5%	20,0%	100,0%
Mallorca	34,4%	21,9%	43,8%	100,0%
Pamplona	28,0%	40,0%	32,0%	100,0%
Sevilla	38,3%	36,2%	25,5%	100,0%
Valencia	49,1%	38,2%	12,7%	100,0%
Valladolid	61,9%	23,8%	14,3%	100,0%
Vizcaya	33,3%	42,9%	23,8%	100,0%
Zaragoza	63,0%	28,3%	8,7%	100,0%
Total	45,8%	30,1%	24,2%	100,0%





Entre los que dicen no contar con asesoramiento financiero alguno, prácticamente el 58% estaría dispuesto a cambiar a una alternativa más económica, el 32,6% no estaría dispuesto a cambiar y el 10,5% lo haría si el nuevo asesor le proporcionase una mayor rentabilidad.

#### Si no lo tiene, ¿estaría usted dispuesto a tenerlo?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	6	31,6	31,6	31,6
Sí, si me resultase económico	11	57,9	57,9	89,5
Sí, si mejora el rendimiento de mi inversión	2	10,5	10,5	100,0
Total	19	100,0	100,0	

A diferencia de los encuestados que cuentan con algún tipo de asesoramiento, en aquellos que no lo tienen no se detecta asociación alguna de la disposición al cambio con ninguna de las característica socioeconómicas consideradas en el cuestionario.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

#### 5. CONOCIMIENTO Y FAMILIARIDAD CON LAS INVERSIONES FINANCIERAS

En cuanto al conocimiento y grado de familiaridad con las inversiones financieras, el 16,9% de los encuestados indicaron estar muy interesados en los temas relacionados con las inversiones financieras y un 17,6% manifestaron estar simplemente interesados. Esto significa que la proporción de encuestados que se ubican en estas dos categorías del interés por los temas relacionados con las inversiones financieras ha disminuido diez puntos porcentuales respecto del año pasado. El 39,1% de la población encuestada (que, recuérdese, dispone de un montante de al menos 20.000 euros susceptible de ser invertido) manifiesta no tener un especial interés por estas cuestiones (en 2011, este porcentaje fue del 22,3%). El 17,7% dice tener escaso interés con las inversiones financieras, proporción prácticamente idéntica a la resultante de la encuesta 2011. Y, finalmente, el 8,7% (cinco puntos porcentuales menos que en 2011) declara no tener ningún interés en el ámbito de las inversiones financieras. Por consiguiente, respecto de la situación en 2011, en general, se aprecia un incremento en el desinterés por el tópico de la inversión de carácter financiero.

Por lo que se refiere a comentar con amigos o familiares temas relacionados con inversiones financieras, la modalidad central "ni de acuerdo, ni en desacuerdo" es la más frecuente, con algo más del 30% de los casos. Casi una tercera parte de los encuestados está en desacuerdo o totalmente en desacuerdo, y casi el 40% de acuerdo o totalmente de acuerdo. Por consiguiente, en lo que respecta a esta materia, la situación es muy similar a la del año pasado.

En lo que a la cuestión relativa a la consulta de información sobre inversiones financieras se refiere, los resultados siguen la misma pauta que los obtenidos en el caso en el que los encuestados son preguntados por la cuestión de si suelen hablar con amigos y familiares sobre inversiones financieras. La única diferencia digna de mención es que el porcentaje de los indiferentes (ni sí ni no) sobre la cuestión se reduce ligeramente mientras que el de los que están de acuerdo (suelen hablar del tema) se incrementa en la misma proporción en la que se redujo el colectivo anterior. Tampoco en este aspecto se aprecia cambio relevante alguno respecto de los resultados derivados de la encuesta 2011.

En cuanto al nivel de familiaridad con las cuestiones relativas a inversiones financieras, un 28% de los encuestados se clasifica en los dos apartados que indican una menor familiaridad (diez puntos porcentuales menos que en 2011). El 28,6% se ubica en el apartado central y el 43,6% restante en los dos superiores (28,9% en el cuarto y 14,7% en el quinto, "muy familiarizado"). En comparación con 2011, la diferencia

fundamental radica en que los diez puntos porcentuales menos registrados en las dos categorías que indican una menor familiaridad con las inversiones financieras se han trasladado a las dos modalidades superiores: familiaridad similar a la de un ciudadano medio y familiaridad algo superior a la de un ciudadano medio.

Un 31,5% de los encuestados manifiesta entender la terminología financiera y un 7,8% adicional indica entenderla perfectamente. Un 26,1% se ubica en la categoría intermedia (ni de acuerdo ni en desacuerdo) y la tercera parte restante manifiesta entenderla poco (21,6%) o nada (12,9%). Estos resultados son muy similares a los obtenidos en 2011, siendo la única nota discordante digna de señalar el ligero descenso del porcentaje de la población que entiende perfectamente la jerga financiera.

Finalmente, si nos centramos en el conocimiento de los aspectos que determinan el rendimiento de las inversiones financieras, los resultados son prácticamente idénticos a cuando se les pregunta por el nivel de entendimiento de la terminología utilizada en las inversiones financieras y su nivel de familiaridad con el entorno financiero. Así, una tercera parte contesta conocer los factores latentes a los rendimientos financieros (el 27,4% los conocen y el 6,1% los conocen perfectamente), un 28% apenas los conoce (15,8%) o no los conoce en absoluto (12,1%), y el resto, casi un 40%, se ubica en la categoría intermedia (ni de acuerdo ni en desacuerdo). En aras a las oportunas comparaciones temporales, las respuestas en 2012 son menos extremas que en 2011, puesto que en el año precedente tres cuartas partes de la población encuestada se agrupó, prácticamente a partes iguales, en las dos categorías inferiores y en las dos superiores.

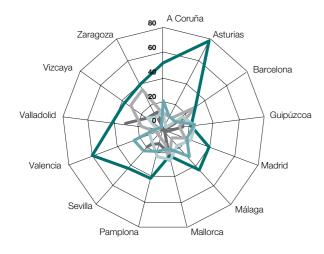
#### Conocimiento y familiaridad con las inversiones financieras (en %)

	Me interesan los temas de inversiones financieras	Suelo hablar con amigos sobre inversiones financieras	Me gusta consultar información inversiones financieras	En general, estoy familiarizado con las inversiones financieras	En general, entiendo la terminología de las inversiones financieras	Sé qué aspectos determinan el rendimiento de las inversiones financieras
Totalmente en desacuerdo	8,7	14,9	10,2	14,2	12,9	12,1
En desacuerdo	17,7	15,1	16,1	13,6	21,6	15,8
Ni de acuerdo ni en desacuerdo	39,1	32,9	28,6	28,6	26,1	38,7
De acuerdo	17,6	29,0	35,2	28,9	31,5	27,4
Totalmente de acuerdo	16,9	8,1	9,9	14,7	7,8	6,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

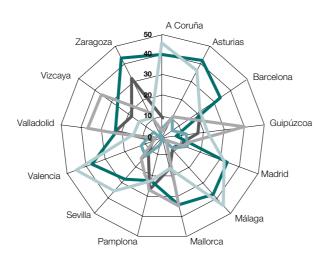
#### Desagregación geográfica: conocimiento y familiaridad con las inversiones financieras (%)

#### 2012

## Me interesan los temas de inversiones financieras



## Suelo hablar con amigos sobre inversiones financieras



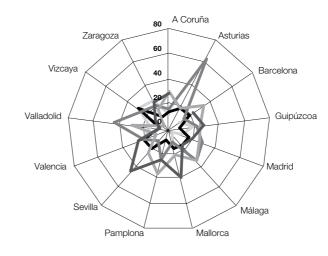
## Me gusta consultar información sobre inversiones financieras



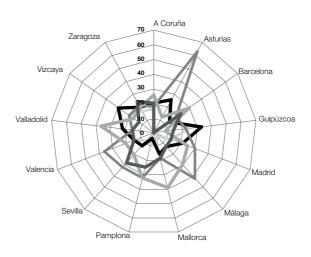
# Totalmente en desacuerdo Ni de acuerdo ni en desacuerdo Totalmente de acuerdo En desacuerdo De acuerdo

#### 2011

### Me interesan los temas de inversiones financieras

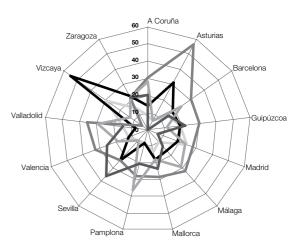


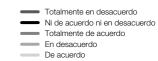
## Me gusta consultar información sobre



inversiones financieras

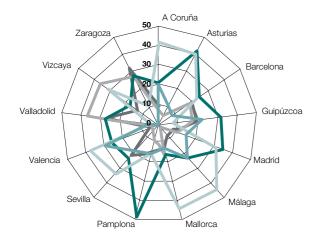
## Suelo hablar con amigos sobre inversiones financieras



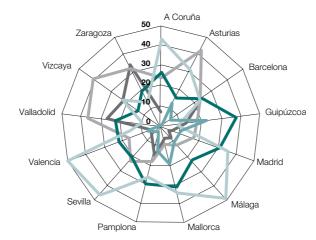


#### 2012

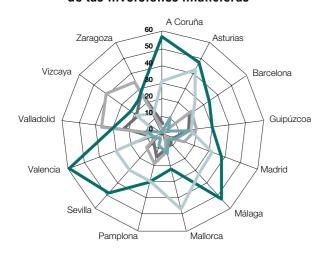
## En general, estoy familiarizado con las inversiones financieras



## En general, entiendo la terminología de las inversiones financieras



## Sé qué aspectos determinan el rendimiento de las inversiones financieras

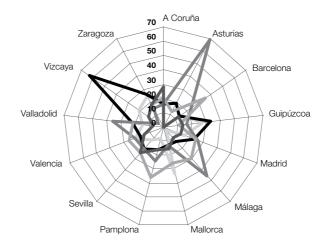


## Totalmente en desacuerdo Ni de acuerdo ni en desacuerdo Totalmente de acuerdo En desacuerdo

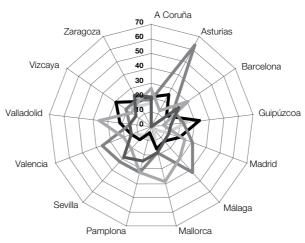
De acuerdo

#### 2011

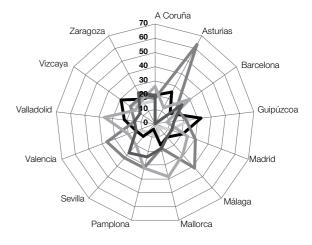
## En general, estoy familiarizado con las inversiones financieras

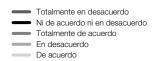


## Sé qué aspectos determinan el rendimiento de las inversiones financieras



## En general, entiendo la terminología de las inversiones financieras





1/(1 - 1/1)

No obstante, cuando se cruzan las anteriores opiniones sobre inversiones financieras con el tipo de asesoramiento utilizado, entre aquellos que lo utilizan, el interés por los temas relativos a las inversiones financieras está asociado con el uso del asesoramiento on-line y, sobre todo, vía asesor financiero independiente: tres cuartas partes de los encuestados que hacen uso de la figura del asesor financiero independiente declaran tener un gran interés por las cuestiones relativas a las inversiones financieras, cuando, en general, este porcentaje es del 13%. Sin embargo, el desinterés por la cuestión aparece ligeramente vinculado con el asesoramiento bancario.

Idénticas conclusiones se obtienen cuando se trata de hablar con amigos y familiares sobre inversiones financieras, consultar información sobre las mismas, familiaridad con ellas, entendimiento del lenguaje en el entorno de las inversiones financieras y conocimiento de los factores que determinan su rendimiento. Es decir, el analista financiero independiente (y en mucha menor medida el asesoramiento on-line) está asociado con un público de "excelencia" en cuestiones financieras, mientras que las entidades bancarias se vinculan con un público cuya práctica en el medio es escasa y no hace demasiado por involucrarse más. Los denominados "otros asesores" y el uso de múltiples vías de asesoramiento no aparecen ligados a personas bastante bien informadas sobre los acontecimientos financieros, con excepción de la dupla "analista financiero independiente-asesoramiento vía Internet u on-line".

#### 6. VALORACIÓN DE LA FIGURA DEL ASESOR FINANCIERO

Algo más del 80% de los encuestados manifiesta conocer la figura del asesor financiero, si bien el 54,5% declara no haberla usado nunca; el 27,5% restante sí indica haber requerido sus servicios alguna vez. En consecuencia, casi el 20% de la población entrevistada manifiesta un total desconocimiento sobre la figura del asesor financiero. Estos resultados son muy similares a los derivados de la encuesta 2011, si bien casi un 9% de encuestados que en 2011 no conocían la figura del asesor financiero, en 2012 ya manifiestan conocerla, aunque no han hecho uso de sus servicios.

#### ¿Conoce usted la figura del Asesor Financiero?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	131	18,0	18,0	18,0
Sí, pero no lo he usado	396	54,5	54,5	72,5
Sí, lo he usado alguna vez	200	27,5	27,5	100,0
Total	727	100,0	100,0	

En otro orden de cosas, el no conocimiento de la figura del asesor financiero está asociado con las mujeres y el conocimiento de los mismos, acompañado además del uso de la figura, con los hombres. Por edades, la mayor inclinación al desconocimiento de la figura del asesor financiero se da en el tramo de edad inferior a 40 años, mientras que el conocimiento de la figura, si bien no habiéndola usado nunca está más ponderado en el tramo de edad comprendido entre 40 y 60 años. Entre los mayores de 60 años no existe una inclinación significativamente distinta a la general por ninguno de las tres categorías de respuesta. También el nivel de estudios está fuertemente vinculado con el conocimiento de la figura del asesor financiero: aquellos que no tienen estudios universitarios presentan una mayor propensión al no conocimiento de la figura del asesor financiero, mientras que los que sí los tienen manifiestan conocerla significativamente más que los demás, si bien no han hecho uso de sus servicios. Por categorías profesionales, son los autónomos sin trabajadores y los empresarios con trabajadores los que conocen significativamente mejor que las demás categorías profesionales, la figura del asesor financiero, si bien en el primer caso existe una asociación ciertamente intensa (un mucho mayor porcentaje que en las demás modalidades) con el uso de la figura y en el segundo con no haberla utilizado. Los rentistas y las denominadas "otras situaciones laborales" presentan un porcentaje significativamente superior al de las demás categorías profesionales en lo que al no conocimiento de la figura del asesor financiero se refiere.

No se detecta ningún tipo de vinculación especial entre la tenencia o no de capital invertido y el conocimiento de la figura del asesor financiero (se haya hecho uso del mismo o no). En línea con resultados anteriormente comentados, el recurso al asesor financiero viene asociado a un nivel alto (superior al de un ciudadano medio) de conocimiento en materia de inversiones. El nivel medio también aparece especialmente vinculado con el conocimiento de la figura del asesor financiero, pero sin haber hecho uso de la misma. Por el contrario, un nivel bajo o nulo de conocimiento en materia de inversiones financieras está estrechamente vinculado al no conocimiento del colectivo de asesores financieros.

También se detecta un nivel de asociación importante entre el nivel de conocimiento de la figura del asesor financiero y la cantidad disponible para invertir en el momento de realización de la encuesta. En concreto, las fuentes de asociación localizadas son las siguientes: los encuestados con un montante disponible para invertir entre 20.000 y 50.000 euros se asocian con el conocimiento del colectivo de asesores financieros, si bien sin haber recurrido nunca a sus servicios (casi dos terceras partes de los mismos así lo indican). En los tramos 50.000-150.000 euros, 150.000-300.000 euros y, sobre todo, por encima de los 500.000 euros se observa una mucho mayor propensión al conocimiento de la figura y, además, a haber hecho uso de ella. En el estrato 300.000-500.000 euros no se aprecia una inclinación distinta de la general hacia ninguna de las tres modalidades consideradas.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Conocimiento u Valoración de los Asesores Financieros

Estos resultados se ven refrendados por el análisis logit de la probabilidad de conocer la figura del asesor financiero en función de las variables integrantes del perfil socio-económico del encuestado. Así, por ejemplo, el ser varón incrementa en 1,6 veces la oportunidad de conocer la figura del asesor financiero; el tener estudios universitarios la incrementa en 1,3 veces respecto de no tenerlos; y el ser autónomo sin trabajadores o empresario con trabajadores la incrementa en 1,2 veces respecto del caso de los asalariados.

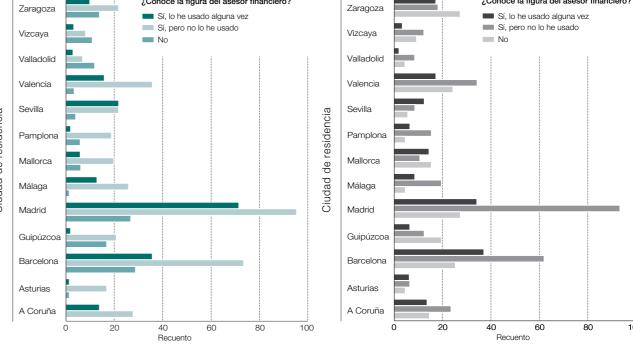
Por lo que se refiere al análisis geográfico de la cuestión relativa al conocimiento de la figura del asesor financiero, Vizcaya y Valladolid destacan por ser las provincias con mayor porcentaje de encuestados que dicen desconocer dicha figura (la mitad de los encuestados en el primer caso y el 54% de los mismos en el segundo). Por el contrario, en Asturias, Málaga, Valencia, Sevilla y A Coruña el porcentaje de desconocimiento de la figura es ciertamente mínimo, llegando a ser nulo en el caso de A Coruña. "Sí, pero no lo he usado" es, en la mayoría de las provincias consideradas, la respuesta más frecuente. Este es el caso de Asturias (casi el 90% de los encuestados), Pamplona (70% de los entrevistados), A Coruña y Valencia (dos terceras partes de las respuestas), Málaga (65%), Mallorca (62,5%), Barcelona (53,2%), Guipúzcoa (52,5%), Madrid (49,2%) y Zaragoza (47,8%). En Sevilla la respuesta más frecuente es "Si, lo he usado alguna vez" (45,8% de los encuestados en la provincia), compartiendo moda con "Sí, pero no lo he usado". El conocimiento y uso de este tipo de asesor también despliega notables porcentajes en A Coruña, Madrid, Málaga y Valencia, donde alrededor de la tercera parte de las respuestas se ubican en esta opción. En Barcelona la cuarta parte de los entrevistados dice conocer y usar el asesor financiero. Por el contrario, En Asturias, Guipúzcoa y Pamplona la proporción de encuestados que dicen no solo conocer sino también usar los servicios de los asesores financieros no alcanza el 7,5%.

En términos de significación estadística, Madrid y Sevilla aparecen asociados con el conocimiento de la figura del asesor financiero y el haber hecho uso de sus servicios alguna vez. Asturias aparece asociada con el conocimiento de la figura del asesor financiero, pero esta vez sin hacer uso de sus servicios. Finalmente, Zaragoza, y especialmente Valladolid, Vizcaya y Guipúzcoa están estadísticamente más relacionadas que las demás provincias con el no conocimiento de la figura en cuestión.

#### ¿Conoce la figura del asesor financiero? Desagregación geográfica

	No	Sí, pero no lo he usado	Sí, lo he usado alguna vez	Total
A Coruña	0,0%	66,7%	33,3%	100,0%
Asturias	5,3%	89,5%	5,3%	100,0%
Barcelona	20,9%	53,2%	25,9%	100,0%
Guipúzcoa	42,5%	52,5%	5,0%	100,0%
Madrid	13,8%	49,2%	36,9%	100,0%
Málaga	2,5%	65,0%	32,5%	100,0%
Mallorca	18,8%	62,5%	18,8%	100,0%
Pamplona	22,2%	70,4%	7,4%	100,0%
Sevilla	8,3%	45,8%	45,8%	100,0%
Valencia	5,5%	65,5%	29,1%	100,0%
Valladolid	54,5%	31,8%	13,6%	100,0%
Vizcaya	50,0%	36,4%	13,6%	100,0%
Zaragoza	30,4%	47,8%	21,7%	100,0%
Total	18,0%	54,5%	27,5%	100,0%





En cuanto a los **aspectos que más se valoran en los asesores financieros**, la formación es considerada un aspecto crucial para el 58,7% de los encuestados y la valoran mucho otro 33,0%. Solo un 5,5% le otorga una valoración normal y no alcanza el 5% el porcentaje de población entrevistada que lo considera poco importante o sin importancia alguna. En comparación con la encuesta 2011, la principal diferencia es el traslado de encuestados desde la valoración normal (en 2011 era casi el 20%) a la opción "fundamental" (que el pasado año fue señalada por el 44,2% de los encuestados).

La experiencia del asesor es considerada fundamental para el 64,6% de los encuestados (44,3% en 2011) y muy importante para el 23,1% de ellos (31,4% el pasado año). Un 9,4% de los entrevistados (siete puntos porcentuales menos que en 2011) no le da una excesiva importancia a tal capacidad (la valora como normal) y un 3% (5% el pasado año) le otorga una importancia baja o nula.

El desarrollo profesional continuo, ítem incluido en la encuesta 2012, es considerado fundamental por prácticamente la mitad de los encuestados. Una tercera parte lo valora mucho, algo más del 10% lo valora como normal y alrededor del 5% le da poca o nula importancia.

La relación personal con el cliente es vital para el 56,1% de la muestra (20 puntos porcentuales más que en la encuesta 2011) y muy importante para la cuarta parte de los encuestados (30,9% el pasado año). Un 13,1% le concede una importancia normal y es poco más del 5% (9% en 2001) el porcentaje de los que no consideran que la relación personal con el cliente tenga importancia alguna o tiene poca importancia. Por consiguiente, respecto de la situación en 2011 se aprecia una mayor valoración de la relación personal con el cliente.

La independencia del asesor es valorada como muy importante o fundamental por casi el 81% de los encuestados (20,1% y 60,9% respectivamente; 30,6% y 42,4% en 2011). Un 13,8% de ellos (ocho puntos porcentuales menos que en la encuesta precedente) le da una importancia normal y, como en 2011, son alrededor del 5% los que le otorgan una importancia baja o nula. Por consiguiente, también en esta materia se aprecia un incremento en la exigencia de la población con más de 20.000 euros susceptibles de ser invertidos.

Algo más del 80% de los encuestados valoran mucho (el 23,9%) o consideran fundamental (el 57,6%) una especial atención a su perfil de riesgo y a comprender los riesgos a los que se enfrenta (ítem también incluido por primera vez en la encuesta 2012). Este aspecto es valorado como "normal" por el 11,4% de la muestra y tan solo el 7% del colectivo entrevistado le otorga una valoración baja o nula.

La diversidad de productos es un aspecto crucial para el 42,2% de la población encuestada (diez puntos porcentuales más que en 2011) y muy importante para el 35,1% (porcentaje prácticamente idéntico al que se obtuvo de la encuesta 2011). Un 16,1% (10% menos que un año antes) de los encuestados le dan una importancia normal y el resto, un 6,7%, le conceden una importancia mínima o nula. Por consiguiente, la diferencia fundamental entre las encuestas 2011 y 2012, en lo que se refiere a este aspecto, es que un 10% de los encuestados se han movido de la valoración "normal" a la "fundamental".

En cuanto a la descripción clara y concreta de los servicios de asesoramiento, ítem de nueva inclusión en la encuesta 2012, es considerada fundamental para casi dos terceras partes de la población encuestada. Un 16,5% de la misma la valora mucho, un 13,2% le otorga una valoración normal y poco más de un 5% le da una importancia baja o nula. Prácticamente los mismos resultados se obtienen en la valoración del ítem, también de nueva inclusión, "tarifas claras y concretas".

Finalmente, los menores costes de intermediación son fundamentales para el 51,7% de los clientes o potenciales clientes con más de 20.000 euros disponibles para ser invertidos (35,2% en 2011). El 32,2% (22,8% el pasado año) califican esta característica de muy importante, el 12,8% (24,1% en la encuesta 2011) de normal y apenas el 6% (dos puntos y medio porcentuales menos que en 2011) de poco o nada importante. Por consiguiente, como en los restantes aspectos del asesor financiero analizados anteriormente, se aprecia un incremento en la exigencia de la población con más de 20.000 euros susceptibles de ser invertidos.

### Importancia de los siguientes aspectos de un Asesor Financiero (en %)

	Formación	Experiencia	Desarrollo profesional continuo	Relación personal	Indepen- dencia	Atención a mi perfil	Diversidad de productos	Claridad del servicio	Tarifas concretas	Menores costes de inter- mediación
Nada	1,7	1,4	1,8	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,5	2,1
Poco	2,1	1,5	3,9	4,0	3,6	5,2	5,1	4,0	4,8	3,7
Normal	5,5	9,4	11,7	13,1	13,8	11,4	16,1	13,2	12,8	12,8
Mucho	33,0	23,1	34,0	25,4	20,1	23,9	35,1	16,5	13,8	22,8
Fundamental	57,8	64,6	48,7	56,1	60,9	57,6	42,2	64,6	67,1	57,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Cuando se cruzan las anteriores opiniones sobre inversiones financieras con el tipo de asesoramiento utilizado, entre aquellos que lo utilizan, no se aprecia asociación alguna entre la formación del asesor y el tipo de asesor, ni entre el establecimiento de tarifas claras y concretas y la modalidad de asesoramiento. Sin embargo, si se detectan relaciones significativas entre los demás aspectos considerados en la encuesta y el tipo de asesor.

En lo relativo a la experiencia del asesor, se detecta una asociación negativa entre el asesoramiento vía asesor financiero independiente y la valoración como fundamental de la experiencia del asesor, es decir, entre los que utilizan el asesoramiento financiero independiente no resulta tan fundamental como en los demás tipos de asesor el factor "experiencia". Por otra parte, lógicamente, los factores asesoramiento vía Internet y la no exigencia para nada de experiencia del asesor aparecen fuertemente ligados.

En lo que se refiere al desarrollo profesional continuo, la única asociación detectada es la del asesoramiento on-line con no valorar en absoluto el anterior aspecto. Lo mismo ocurre cuando se valora la relación personal y el conocimiento de la situación concreta del potencial cliente. Esto significa que no existe diferencia significativa alguna entre los patrones de valoración del desarrollo profesional continuo y de la relación personal con el cliente de los otros tipos de asesoramiento: bancario, del asesor financiero independiente y de los denominados "otros asesores".

La independencia, es decir, que sea la situación la que determine los productos ofrecidos por el asesor al cliente, no es una característica que esté asociada con los clientes que utilizan la combinación de asesores financieros independientes y otro tipo de asesores puesto que éstos parecen estar libres de compromisos comerciales. La poca valoración de la independencia está asociada con aquellos que manifiestan utilizar en exclusiva los servicios prestados por los bancos. Finalmente, se detecta una fuerte asociación entre los encuestados que manifestaron utilizar una multiplicidad de medios de asesoramiento, que excluyen el asesoramiento on-line, y el hecho de considerar fundamental la independencia en el asesoramiento.

La especial atención al perfil de riesgo del cliente y a que éste comprenda los riesgos a los que se enfrenta es significativamente más valorada como muy importante entre los encuestados que utilizan el asesoramiento bancario que entre los que utilizan otro tipo de asesoramiento. Considerar este aspecto relativo al perfil de riesgo como fundamental es valorado especialmente importante entre los encuestados que utilizan los servicios de los asesores financieros independientes (casi el 60% de ellos, mientras que solo valoran como fundamental este aspecto la cuarta parte de los que utilizan el asesoramiento bancario y un tercio de los

que recurren a los "otros asesores"). Como viene siendo habitual, la nula valoración de este aspecto es significativamente más frecuente entre los que utilizan el asesoramiento vía Internet que entre los que se asesoran mediante otras alternativas.

Por lo que se refiere a la diversidad de productos ofrecidos, se detecta una única doble fuente de asociación: la de los encuestados que utilizan en exclusiva el asesoramiento vía Internet con las opciones "nada" o "fundamental". En los demás tipos de asesor, la distribución de porcentajes de respuesta entre las distintas modalidades de valoración no puede considerarse diferente en términos estadísticos.

La descripción clara y concreta de los servicios de asesoramiento es considerada fundamental por un porcentaje significativamente mayor de los encuestados que utilizan los servicios de los "otros asesores" que por los demás. Y, de nuevo, aparece una fuente de asociación entre no valorar nada el aspecto que estamos considerando y el asesoramiento vía Internet.

Finalmente, dar mucha, pero no fundamental, importancia a los costes de intermediación está asociado con los encuestados que utilizan el asesoramiento de las entidades bancarias, dar una importancia normal a dichos costes está vinculado a la población encuestada que utiliza los servicios del asesor financiero independiente, y dar una nula importancia a este aspecto se relaciona fuertemente con el asesoramiento por Internet o por múltiples formas de asesoramiento.

Merece la pena destacar que, entre aquellos que no utilizan asesoramiento financiero, los encuestados con más de medio millón de euros disponibles para invertir, sobre todo los pertenecientes al estrato de más de un millón de euros, no valoran nada ninguna de las características anteriores: formación, independencia del asesor, la experiencia del mismo, la relación con el cliente, la diversidad de productos ofrecidos y unos menores costes de intermediación, ni tampoco aquellas de nueva inclusión en la encuesta 2012. En los estratos de montante económico inferior al medio millón de euros no se detecta relación alguna entre la cantidad disponible para invertir y la valoración de la figura del asesor financiero. Estos resultados son prácticamente idénticos a los que se obtuvieron de la encuesta 2011.

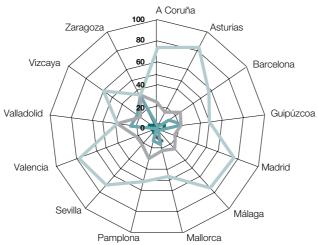
Desagregación geográfica:
valoración de la figura del asesor financiero (%)

2012

### Nivel de formación, titulación, acreditación



## Años de experiencia, conocimiento del mercado



### Menores costes de asesoramiento





### 2011

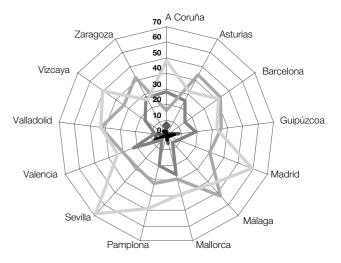
### Nivel de formación, titulación, acreditación



Menores costes de asesoramiento



## Años de experiencia, conocimiento del mercado



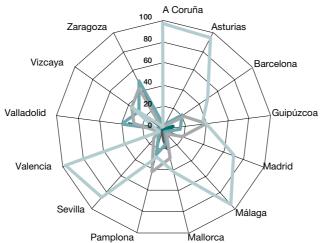


### 2012

## Relación personal, conocimiento de mi situación concreta



## Independencia, que sea mi situación la que determine los productos



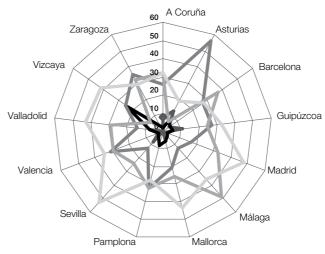
### Diversidad en los productos afrecidos



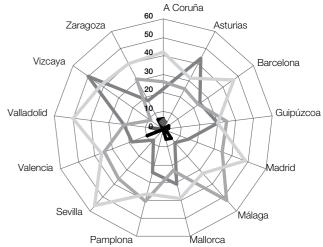
# Nada Poco Normal Mucho Fundamental

### 2011\_\_\_\_\_

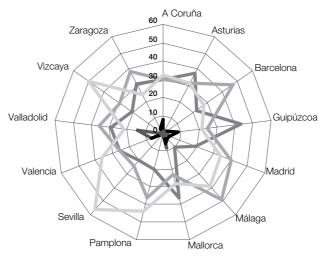
## Relación personal, conocimiento de mi situación concreta



## Independencia, que sea mi situación la que determine los productos

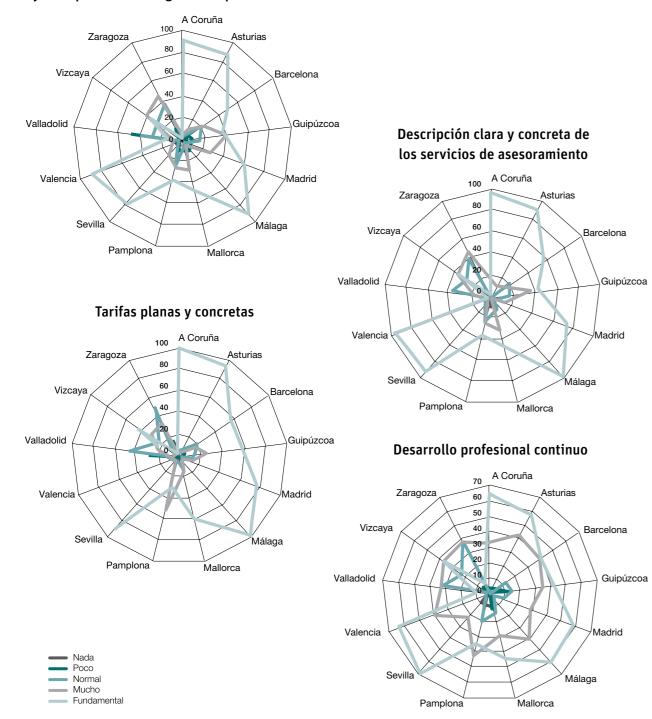


### Diversidad en los productos afrecidos





## Especial atención a mi perfil de riesgo y a que yo comprenda los riesgos a los que me enfrento



## 7. DISPOSICIÓN A PAGAR POR UN ASESOR FINANCIERO

En el apartado relativo a la **disposición a pagar por los servicios de un asesor financiero**, el 60,8% estaría dispuesto a pagar por una mayor confianza y claridad en los servicios de asesoramiento, porcentaje que ha disminuido en 10 puntos porcentuales en el último año. El 55,6% apuntó a la dedicación a su situación financiera concreta como motivo de pago (lo que supone 20 puntos porcentuales más que en la encuesta 2011). El 42,8% se manifiesta dispuesto a pagar por los servicios de asesoramiento si obtiene menores costes de intermediación (casi el mismo resultado que un año antes). Y tan solo poco más de la cuarta parte pagaría por una mayor amplitud de la oferta de productos (casi el 40% en 2011). Así que respecto a 2011, desciende el porcentaje de encuestados dispuestos a pagar por motivo confianza y por una mayor oferta de productos, se mantiene el de los que contratarían en caso de obtener menores costes de intermediación y aumenta el de los potenciales clientes por una mayor atención a su situación concreta.

### Mayor dedicación a mi situación concreta

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	323	44,4	44,4	44,4
Sí	404	55,6	55,6	100,0
Total	727	100,0	100,0	

### Mayor amplitud de oferta de los productos

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	532	73,2	73,2	73,2
Sí	195	26,8	26,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

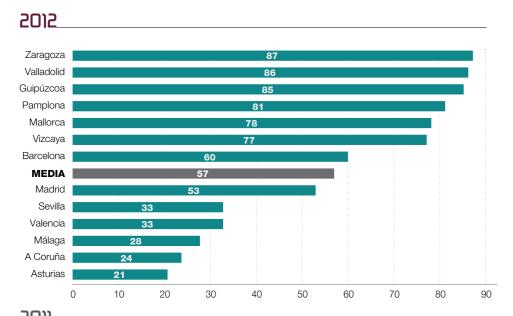
### Menor coste que otros asesores financieros

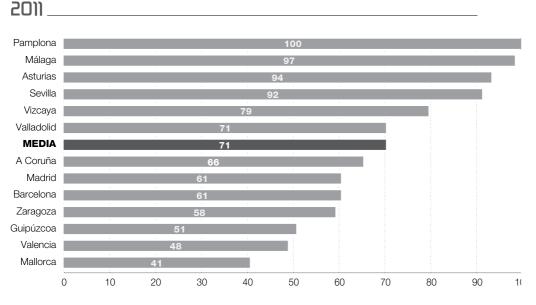
	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	416	57,2	57,2	57,2
Sí	311	42,8	42,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

### Más confianza y claridad en sus servicios

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	285	39,2	39,2	39,2
Sí	442	60,8	60,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

Mayor dedicación a mi situación concreta. Propensión a la contratación (%)

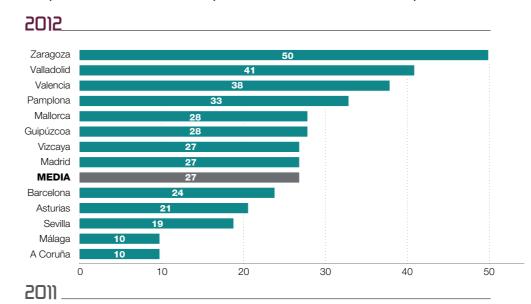


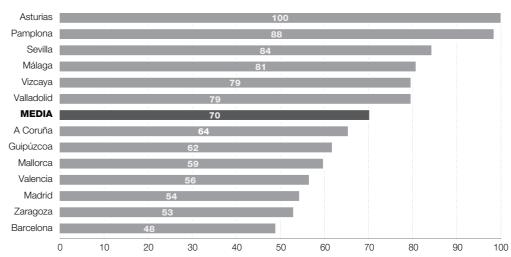


La mayor atención a la situación concreta del encuestado está ciertamente asociada con el sexo; en concreto, son las mujeres las que le dan una mucho mayor importancia a este aspecto. Por lo que se refiere a la edad, se observa una significativamente mayor predisposición a la contratación por este motivo entre los menores de 40 años. En lo tocante a nivel de estudios, son los que no tienen estudios universitarios los que tienen una mucho mayor predisposición a la contratación si ésta lleva aparejada una mayor atención a su situación

concreta. Rentistas y aquellos incluidos en las denominadas "otras situaciones laborales" también presentan una predisposición a la contratación significativamente superior a la de las demás categorías profesionales por motivo confianza. Los autónomos sin asalariados y los empresarios con trabajadores son, sin embargo, los que muestran menos predisposición a la contratación por este motivo. El asesoramiento puntual se asocia fuertemente con la intención de cambio por motivo confianza, lo que deja vislumbrar un amplio nicho de mercado, y, finalmente, también se detecta una mayor predisposición a la contratación por motivo confianza entre los que tienen capital invertido que entre aquellos que no lo tienen.

Amplitud de la oferta de productos financieros. Propensión a la contratación (%)





56 - 157

Ni la edad, ni el sexo, ni el nivel de estudios, ni la situación profesional del encuestado constituyen factores asociados a la contratación de un asesor financiero que ofrezca un **amplio abanico de productos**. Sin embargo, en el colectivo que no tiene capital invertido la proporción de individuos no dispuestos al pago por esta circunstancia es significativamente superior a la del grupo con capital invertido.

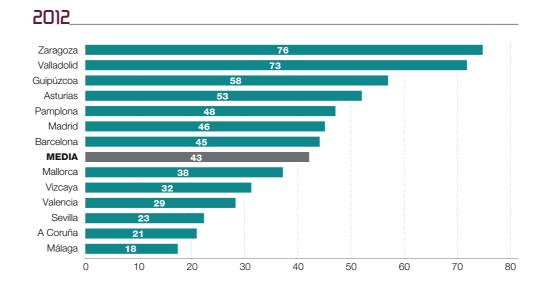
Por el contrario, la proporción de potenciales clientes con capital invertido dispuestos al pago por el hecho de que les sea ofrecida una mayor amplitud de productos financieros es manifiestamente más elevada que en el caso de potenciales clientes que no invierten su ahorro. Por tanto, la contratación por variedad de productos ofrecidos es una característica que está relacionada con la tenencia o no de capital invertido: existe una mucho mayor propensión a la contratación entre aquellos que sí lo tienen que entre aquellos que manifiestan no tener inversiones financieras. También se detectan una liviana fuente de asociación entre el asesoramiento puntual y la disposición a la contratación por este motivo y entre el asesoramiento recurrente y la no contratación.

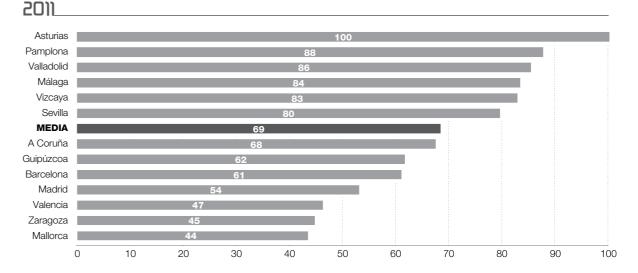
La contratación de los servicios de un asesor financiero por el hecho de que este ofrezca un **menor coste de intermediación** no está relacionada con el sexo pero sí mínimamente con la edad (los menores de 40 años tienen una mayor propensión que los demás a la contratación por este motivo). También está relacionada con el nivel de estudios (los encuestados con nivel no universitario muestran una inclinación a la contratación significativamente mayor que aquellos que tienen estudios universitarios si el resultado es un menor coste de intermediación: 57% frente a 37%.

Se detectan, igualmente, varias fuentes de asociación entre la situación profesional y el aspecto objeto de análisis. Así, los autónomos sin trabajadores y los empresarios con trabajadores son estadísticamente más reacios que las demás situaciones profesionales a contratar un asesor por el hecho de tener un menor coste de intermediación. Lo contrario ocurre entre los que se agrupan bajo la denominada "otra situación laboral".

En cuanto al tipo de asesoramiento, el puntual está asociado con la contratación por el motivo que nos ocupa, mientras que el recurrente se vincula a una especial reticencia. Finalmente, no se detecta asociación alguna entre la posibilidad de contratar un asesor financiero si este ofrece unos menores costes de intermediación y el hecho de que el potencial cliente tenga o no capital invertido.

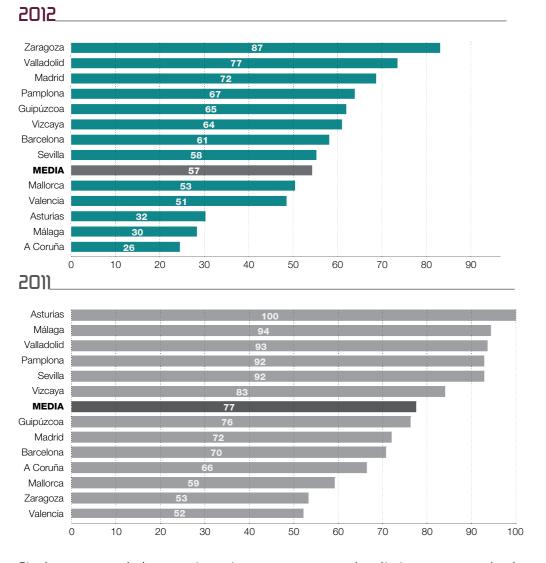
Menor coste que otros asesores financieros. Propensión a la contratación (%)





La contratación de los servicios de un asesor financiero por motivos de mayor confianza y claridad en sus servicios se comporta, en lo que a asociación con los factores indicativos de la condición socio-económica del encuestado se refiere, exactamente igual que cuando el motivo es un menor coste de intermediación. La única diferencia radica en que, en este caso, no se detecta asociación alguna con el tipo de asesoramiento (puntual o recurrente).

### Mayor confianza y claridad en sus servicios. Propensión a la contratación (%)



Finalmente, cuando los anteriores ítems se cruzan con los distintos estratos de ahorro susceptibles de ser objeto de inversión, no se detecta patrón de comportamiento diferente alguno en la disposición a la contratación. En otros términos, sea cual sea el nivel de ahorro susceptible de ser invertido que manifiesta el encuestado, la disposición a la contratación por una mayor dedicación a su situación concreta, por una mayor amplitud en la oferta de productos, por un menor coste de intermediación o por una mayor confianza y claridad en sus servicios, es significativamente igual.

Casi tres cuartas partes de la población encuestada estarían dispuestas a pagar por un servicio de asesoramiento financiero. El 50,3% de ellos estaría dispuesto a pagar una comisión de los beneficios obtenidos y el 19,4% restante una cantidad fija por los servicios prestados. Tan solo el 30,3% utilizaría un servicio de asesoramiento financiero en caso de que este fuese gratuito. Estos resultados apenas han variado respecto de la encuesta 2011.

¿Estaría dispuesto a pagar por un servicio de asesoramiento financiero?

	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No, sólo si fuese gratuito	220	30,3	30,3	30,3
Sí, una comisión de los beneficios obtenidos	366	50,3	50,3	80,6
Sí, una cantidad fija por sus servicios	141	19,4	19,4	100,0
Total	727	100,0	100,0	

La disposición a pagar por un servicio de asesoramiento financiero no está especialmente relacionada con el sexo del encuestado, pero las mujeres presentan una ligera mayor predisposición que los hombres cuando el pago es una comisión sobre beneficios. Por el contrario, la disposición a pagar por un servicio de asesoramiento financiero está ciertamente relacionada con la edad: los de menos de 40 años se asocian con la gratuidad del servicio, los de 40 a 60 tienen una mayor predisposición que los demás al pago de una cantidad fija, y los de 60 y más años se inclinan mucho más que los demás estratos de edad hacia el pago en forma de comisión sobre los beneficios obtenidos. En cuanto al nivel de estudios, la inclinación hacia la gratuidad o un pago fijo de aquellos que tienen estudios no universitarios es estadísticamente superior a la de los que sí los tienen; por el contrario, estos últimos muestran una predisposición hacia el pago en forma de comisión sobre beneficios significativamente superior a la de los que no tienen estudios universitarios. Si lo que consideramos es la situación profesional, asalariados, rentistas y los encuadrados en las "otras situaciones laborales" muestran una mayor inclinación a la contratación solo en caso de gratuidad que las demás situaciones profesionales consideradas. Los empresarios con trabajadores están claramente asociados con el pago en forma de comisión sobre beneficios y, por último, los autónomos sin trabajadores son los que mayor tendencia tienen al pago en forma de un montante establecido.

Finalmente, la disposición a pagar por un servicio de asesoramiento financiero no parece encontrarse asociada con el hecho de que el potencial cliente tenga o no capital invertido, ni, en este último caso,

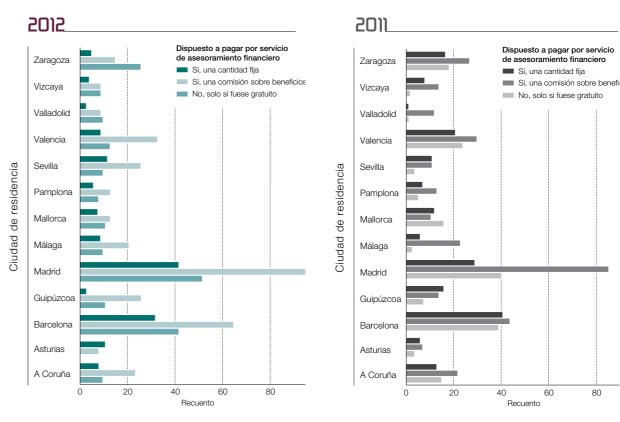
con la cantidad disponible para invertir. Sin embargo, si se relaciona con el tipo de asesoramiento: aquellos que requieren asesoramiento puntual son más propensos que los que reciben asesoramiento recurrente a la contratación solo en caso de que el servicio sea gratuito, mientras que los encuestados que se asesoran de forma continua son mucho más proclives que los que lo hacen de forma puntual a contratar un asesor si el pago fuese una comisión sobre el beneficio obtenido.

Los anteriores comentarios se ven, nuevamente, refrendados por el análisis logit de la probabilidad de pago por un servicio de asesoramiento en función de las variables que conforman el perfil socio-económico del encuestado. Así, el tener estudios universitarios aumenta en 1,1 veces la oportunidad de pagar por un servicio de asesoramiento financiero respecto de los que no lo tienen; el avance en un tramo de edad la aumenta en 1,2 veces respecto del anterior; y, en el otro lado de la balanza, el tener capital invertido apenas la aumenta respecto de los que no lo tienen.

A escala geográfica, Zaragoza, Valladolid y Vizcaya son, en este orden, las provincias con mayor porcentaje de encuestados dispuestos a la contratación de un servicio de asesoramiento financiero solo si éste fuese gratuito. Así lo manifiesta el 56,5% de los encuestados en Zaragoza, el 45,5% de los encuestados en Valladolid, el 42,1% de los encuestados en Asturias y el 40,9% de los encuestados en Vizcaya, donde otro 40,9% manifiesta su predisposición a contratar un asesor financiero si el pago de sus servicios se realizase en forma de comisión sobre beneficios. Precisamente la disposición a contratar si el pago es en forma de comisión sobre beneficios, la opción más frecuente a escala general, es especialmente elevada en Guipúzcoa (65%), Valencia (60%), Asturias y A Coruña (algo más del 57%) y Sevilla (54,2%). Finalmente, Barcelona, Madrid, Málaga, Mallorca y Pamplona son las provincias que registran un mayor porcentaje de población dispuesta a contratar los servicios de un asesor financiero si el coste del servicio se estableciese en forma de cantidad fija (entre el 20% y el 25%).

### Dispuesto a pagar por servicio de asesoramiento financiero

	No, sólo si fuese gratuito	Sí, una comisión sobre beneficios	Sí, una cantidad fija	Total
A Coruña	23,8%	57,1%	19,0%	100,0%
Asturias	42,1%	57,9%	0,0%	100,0%
Barcelona	30,2%	46,8%	23,0%	100,0%
Guipúzcoa	27,5%	65,0%	7,5%	100,0%
Madrid	26,7%	51,8%	21,5%	100,0%
Málaga	25,0%	52,5%	22,5%	100,0%
Mallorca	34,4%	40,6%	25,0%	100,0%
Pamplona	29,6%	48,1%	22,2%	100,0%
Sevilla	20,8%	54,2%	25,0%	100,0%
Valencia	23,6%	60,0%	16,4%	100,0%
Valladolid	45,5%	40,9%	13,6%	100,0%
Vizcaya	40,9%	40,9%	18,2%	100,0%
Zaragoza	56,5%	32,6%	10,9%	100,0%
Total	30,3%	50,3%	19,4%	100,0%



### 8. PERFIL DEL ENCUESTADO COMO INVERSOR

Los productos más propensos a ser objeto de asesoramiento financiero son la compra-venta de valores bursátiles y la compra de participaciones en fondos de inversión. Dos terceras partes de los encuestados utilizarían un servicio de asesoramiento financiero en materia de compra-venta de acciones que coticen en mercados de valores y algo más de la mitad cuando el objeto de la inversión es la compra-venta de participaciones en fondos de inversión. Alrededor de un 40% de la muestra manifestó estar dispuesta a contratar un servicio de asesoramiento financiero en operaciones de renta fija o con productos estructurados. Este porcentaje se reduce a algo menos del 25% en el caso de los derivados y se establece en poco más del 10% en el de los warrants.

¿En qué productos utilizaría usted un servicio de asesoramiento financiero?

BOLSA	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	240	33,0	33,0	33,0
Sí	487	67,0	67,0	100,0
Total	727	100,0	100,0	

FONDOS DE INVERSIÓN	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	318	43,7	43,7	43,7
Sí	409	56,3	56,3	100,0
Total	727	100,0	100,0	

DERIVADOS	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	554	76,2	76,2	76,2
Sí	173	23,8	23,8	100,0
Total	727	100,0	100,0	

RENTA FIJA	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	410	56,4	56,4	56,4
Sí	317	43,6	43,6	100,0
Total	727	100,0	100,0	

PRODUCTOS ESTRUCTURADOS	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	442	60,8	60,8	60,8
Sí	285	39,2	39,2	100,0
Total	727	100,0	100,0	

WARRANTS	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
No	650	89,4	89,4	89,4
Sí	77	10,6	10,6	100,0
Total	727	100,0	100,0	

El asesoramiento financiero en materia de operaciones bursátiles no está asociado ni con la edad ni con el sexo, ni con el hecho de si el potencial cliente tiene o no capital invertido, ni con el tipo de asesoramiento requerido, pero sí con el nivel de estudios y con la situación profesional. En lo que al nivel de estudios se refiere, el porcentaje de encuestados con estudios no universitarios que utilizarían un servicio de asesoramiento financiero para realizar operaciones en bolsa es significativamente, aunque levemente, superior al de aquellos con estudios universitarios (77,0% frente a 63,3%). En cuanto a la situación profesional, los autónomos sin trabajadores son estadísticamente más reacios que las demás categorías laborales a la contratación de un servicio financiero para asesorarse en materia de operaciones bursátiles; justo lo contrario ocurre con aquellos que se encuadran en las denominadas "otras categorías laborales".

El asesoramiento en materia de fondos de inversión tampoco se encuentra asociado con el sexo, la edad, y el tipo de asesoramiento utilizado, pero sí con el nivel de estudios, la situación profesional y la tenencia o no de capital invertido. Dos terceras partes de los encuestados con nivel de estudios no universitarios utilizaría los servicios de asesoramiento financiero en materia de fondos de inversión y el tercio restante no, mientras que entre los que cuentan con estudios universitarios la diferencia entre los que utilizarían el servicio y los que no lo harían es tan solo de cinco puntos porcentuales. Por otra parte, en lo que a situación profesional se refiere, la única fuente de asociación que se detecta es la que hace referencia a la significativamente mayor no predisposición de los empresarios con trabajadores a contratar un servicio de asesoramiento para realizar operaciones con fondos. Por último, se detecta una ligera mayor inclinación a utilizar servicios de asesoramiento en materia de fondos de inversión entre aquellos que no tienen capital invertido que entre los que sí lo tienen.

En línea con los dos casos anteriores, cuando se hace referencia al asesoramiento en renta fija, su potencial utilización por la población encuestada se encuentra asociada a la edad y al nivel de estudios, pero resulta independiente del sexo, la situación profesional, el tipo de asesoramiento y la tenencia o no de capital

invertido. Así, los menores de 40 años tienen una propensión a utilizar los servicios de asesoramiento en materia de renta fija significativamente superior a la del resto de edades, y los mayores de 60 años son, también significativamente, mucho más reticentes a contratar un servicio de asesoramiento por este motivo. En cuanto al nivel de estudios, la población con estudios no universitarios es mucho más proclive a utilizar un servicio de asesoramiento en renta fija; sin embargo, los que cuentan con estudios universitarios son más reacios a ello (el 60% no lo haría).

En el caso de los productos estructurados, la potencial utilización de un servicio de asesoramiento resulta independiente del sexo y de la tenencia o no de capital invertido, pero depende, en mayor o menor medida, del resto de elementos que conforman el perfil socio-económico del encuestado. En lo que se refiere a la edad, son los menores de 40 años los que mayor predisposición tienen al uso del servicio, mientras que los mayores de 60 están especialmente asociados al no uso. Igualmente, más de la mitad de los que tienen estudios universitarios utilizarían un servicio de asesoramiento financiero en materia de productos estructurados, mientras que apenas un tercio de los que no los tienen contratarían el servicio por este motivo. Si nos referimos a la situación profesional, los asalariados y, especialmente, los rentistas y aquellos encuadrados en las denominadas "otras situaciones laborales" muestran una inclinación significativamente superior a la media a la contratación de un servicio de asesoramiento sobre este tipo de productos financieros; por el contrario, los autónomos sin trabajadores y los empresarios con trabajadores se muestran mucho más reacios que los demás a la prestación de dicho servicio. En cuanto al tipo de asesoramiento, los encuestados que dicen requerir asesoramiento financiero puntual tienen una significativamente mayor propensión a la prestación del servicio que aquellos que indican requerir asesoramiento continuo o recurrente.

Por lo que se refiere a la potencial contratación de un servicio de asesoramiento financiero en materia de productos derivados y warrants, ésta resulta independiente de todos y cada uno de los factores que conforman el perfil socio-económico de la población encuestada.

Para cerrar este apartado, señalar que no se detecta relación significativa alguna entre la potencial contratación de un asesoramiento en productos bursátiles, fondos de inversión y warrants con la cantidad que el encuestado manifiesta tener disponible para invertir. Sin embargo, se detecta una especial asociación de aquellos que disponen de más de un millón de euros para invertir con la contratación de un servicio de asesoramiento en la negociación con derivados (tres cuartas partes de ellos lo harían). También se aprecia una ligera mayor predisposición que la media a la contratación de asesoramiento

en materia de renta fija entre los que disponen de entre 50.000 y 150.000 euros para invertir (más de la mitad manifiestan la posibilidad de hacerlo), mientras que se observa una especial reticencia entre los que tienen entre 150.000 y 300.000 euros disponibles para ser invertidos. Por último, en el tramo de 50.000 a 150.000 euros disponibles se aprecia una significativamente mayor propensión al asesoramiento en materia de productos estructurados que en el resto de los tramos, especialmente si la comparación es con los más reticentes (los que disponen de entre 300.000 y 500.000 euros).

En cuanto al último apartado de la encuesta 2012, el 60% de la población encuestada (el 53,6% en 2011) manifestó disponer de entre 20.000 y 50.000 euros como cantidad para invertir en el momento de la encuesta. Casi una cuarta parte disponía de entre 50.000 y 150.000 euros (el 23,5%, exactamente igual que un año antes) y un 10,2% (dos puntos menos que en 2011) estimaba su ahorro disponible para inversión entre 150.000 y 300.000 euros. El 7% restante apuntó disponer de más de 300.000 euros susceptibles de ser invertidos (4,0% entre 300.000 y 500.000 euros, 2,2% entre 500.000 y 1.000.000 de euros y 0,6% más de 1.000.000 de euros).

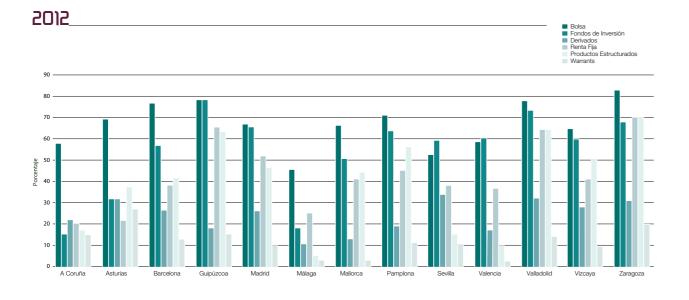
### Aproximadamente, ¿de qué cantidad podría usted disponer para invertir?

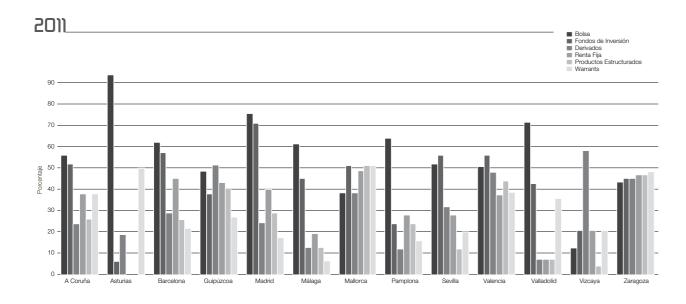
	Frecuencia	%	% válido	% acumulado
De 20.000 a 50.000	433	59,6	59,6	59,6
De 50.000 a 150.000	171	23,5	23,5	83,1
De 150.000 a 300.000	74	10,2	10,2	93,3
De 300.000 a 500.000	29	4,0	4,0	97,2
De 500.000 a 1.000.000	16	2,2	2,2	99,4
Más de 1.000.000	4	,6	,6	100,0
Total	727	100,0	100,0	

Se aprecia que la cantidad disponible para invertir que manifiestan tener los encuestados no está asociada con la tenencia o no de capital invertido, pero sí con el resto de las variables-perfil consideradas.

Las mujeres se encuentran asociadas con el tramo 20.000-50.000 euros y los varones con el doble tramo 50.000-300.000 euros; es decir, en el tramo que más encuestados concentra, el inferior, el porcentaje de mujeres es significativamente superior que al de los varones y lo contrario ocurre en los dos tramos siguientes, donde el porcentaje de encuestados ya es muy inferior al del primer tramo.

### Productos en los que utilizaría servicio de asesor financiero





En lo relativo a la edad, la única fuente de asociación detectada es que el porcentaje de mayores de 60 años que disponen para invertir de entre 300.000 y 500.000 euros duplica al de los demás tramos de edad. En los otros intervalos de montante disponible para inversión no se aprecia relación significativa con ningún tramo de edad.

Lo mismo ocurre con los encuestados con estudios universitarios: el porcentaje de ellos con un montante disponible para inversión entre 300.000 y 500.000 euros más que triplica al de los que no tienen dicho tipo de estudios (si bien no alcanza el 5%). Como en el caso anterior, en los demás intervalos de montante disponible para inversión no se aprecia relación significativa alguna con el tipo de estudios.

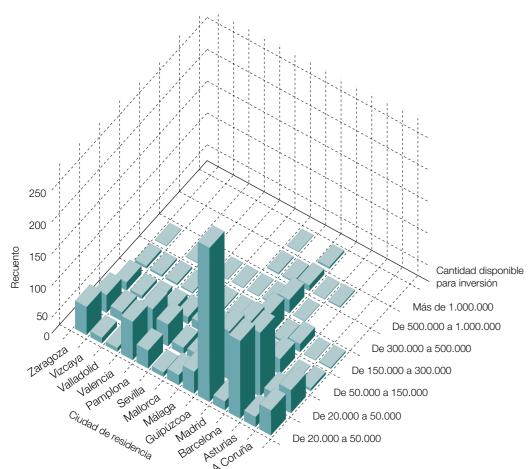
Por lo que se refiere a la situación profesional, los asalariados aparecen ligeramente asociados con el tramo 20.000-50.000 euros disponibles para invertir (casi dos terceras partes de ellos, frente a menos del 60% sin distinción de profesión) y los empresarios con trabajadores con el tramo de más de un millón de euros (prácticamente todos los encuestados con más de un millón de euros disponibles para invertir son empresarios con trabajadores, si bien aparecen algunas frecuencias en la categoría de "otras situaciones laborales"). Curiosamente, se detecta una fuente de asociación entre los parados y un montante comprendido entre 150.000 y 300.000 euros disponibles para ser invertidos. Esta cantidad, que a escala general, la tienen disponible para inversión el 10% de los encuestados, en el caso de los parados se eleva al 38,5%.

Finalmente, si lo que se tiene en cuenta es el tipo de asesoramiento, el asesoramiento puntual es claramente más frecuente en los dos tramos inferiores (de 20.000 a 150.000 euros), mientras que el recurrente o continuo es estadísticamente predominante por encima de los 150.000 euros.

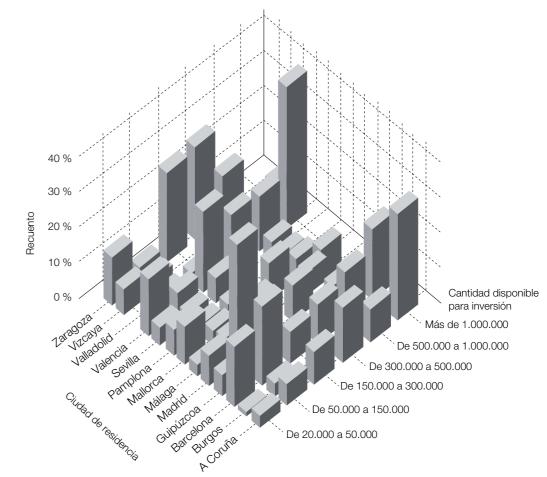
A escala geográfica, en Vizcaya, Málaga, Barcelona, Sevilla y, sobre todo, con bastante diferencia, Valencia, A Coruña y Asturias, el porcentaje de encuestados con una cantidad disponible para inversión entre 20.000 y 50.000 euros es significativamente superior al que se computa para el conjunto geográfico analizado (59,6%). En Mallorca y Pamplona se duplica el porcentaje general (23,5%) de encuestados con un capital susceptible de ser invertido entre 50.000 y 150.000 euros. En Madrid, los porcentajes de encuestados con un montante para ser invertido superior a los 150.000 euros son claramente superiores a los medios que se obtienen cuando se consideran todas las provincias. Y, finalmente, Valladolid y Guipúzcoa no se encuentran asociadas con ningún estrato de capital disponible para invertir: sus patrones porcentuales son muy similares al patrón porcentual medio de las provincias consideradas en el estudio.

### Cantidad disponible a invertir a escala geográfica











## Entrevistas

Antonio Losada 172

Gloria Hernández Aler 174

Alfonso Roa 176

Carlos Orduña 178

Javier Kessler 179

Pablo Cousteau 180

Cristóbal Amorós 182

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Entrevistas

## Antonio Losada

DIRECTOR GENERAL DE LA DIVISIÓN DE PRIVATE WEALTH DE DEUTSCHE BANK

¿Cómo puede cambiar la figura del regulador una normativa como MiFID II?

MiFID II avanzará en los esquemas de protección del inversor y es probable que provoque una reorganización del modus operandi del sector, muy arraigado en la cultura del país. En este caso, el regulador deberá desempeñar un papel básico de advisory a las entidades, modulando el funcionamiento de las mismas de tal modo que no afecte a su viabilidad futura.

¿Qué balance haría de MiFID I tras estos años?

Ha potenciado desde luego el celo de las entidades en la defensa de los intereses de los clientes y la correcta adecuación a su perfil y objetivos de inversión. También se ha realizado un gran esfuerzo didáctico de explicación detallada de las características y riesgos de los productos de inversión.

¿Cuáles son los obstáculos que perduran para la consecución de un Mercado Único de servicios financieros de la UE, y cómo puede afectar los cambios regulatorios que se avecinan?

Desde mi punto de vista, el principal obstáculo es cultural y de prácticas de la industria de cada país. Por citar dos ejemplos, el cliente español no está acostumbrado a pagar comisiones de suscripción en fondos de inversión, ni tampoco por el servicio de asesoramiento de inversiones, al contrario que el cliente anglosajón o centroeuropeo.

¿Cómo puede afectar MiFID II a las denominadas arquitecturas abiertas?

En una labor de asesoramiento global, la arquitectura abierta, convertida ya en commodity respecto a la mera provisión del servicio y basado su fundamento en el análisis discriminatorio y su recomendación, seguirá siendo un elemento fundamental en el servicio. Será imprescindible verificar una postura definitiva de Bruselas respecto de la existencia o no de rebates en la industria de fondos de inversión.

¿Sale fortalecido el asesoramiento de calidad de esta crisis financiera?

Indudablemente. Este es un negocio de personas y en la medida en la que el asesoramiento lo suministren personas más experimentadas, capaces de ofrecer soluciones de inversión y protección que faciliten la preservación del patrimonio en cualquier escenario de mercado, ello redundará en una mayor calidad de su labor cuyo principal beneficiario será el cliente.

ANUARIO Inversis 2012 Entrevistas

## Gloria Hernández Aler

SOCIA DEL DEPARTAMENTO REGULATORIO FINANCIERO DE DELOITTE

### ¿Qué balance haría de la MiFID I tras estos años?

MiFID I ha sido desde su promulgación y continúa siendo una norma dinámica. Los modelos MiFID han ido evolucionando desde el momento inicial de implementación en las entidades allá por el año 2007 hasta nuestros días. De hecho poco tienen que ver los modelos originales con los requerimientos y estándares exigidos a la fecha por los supervisores fruto de las muy numerosas guías y recomendaciones emitidas tanto por el ESMA como por la CNMV (alineada con el ESMA si bien, en ocasiones, incluso anticipando en nuestra regulación aspectos incorporados en MiFID II). Por ello la evaluación de MiFID ha de ser continua pero, como comentario general, indicar que si bien las normas deben de ser susceptibles de una cierta flexibilidad en su concreción, el proceso de ajuste de MiFID a través principalmente de las Guías del ESMA, ha supuesto en ocasiones un coste normativo y de implementación relevante requiriendo que las entidades hagan cambios continuos o en muy poco espacio de tiempo en sus procesos de venta, organización y sistemas.

### ¿Qué supone MiFID II para el sector del asesoramiento financiero?

MiFID II es una nueva vuelta de tuerca para la industria de los servicios de inversión. La norma pretende subsanar los aspectos de MiFID I que, a juicio del regulador y supervisores europeos, no han funcionado adecuadamente. Principalmente la existencia de incentivos en ciertos servicios de inversión y la comercialización de productos complejos especialmente sofisticados a los inversores minoristas. El entorno que dibuja MiFID II supone un mayor esfuerzo de control por parte de las entidades, impactando principalmente en los departamentos de cumplimiento normativo y auditoría interna que verán incrementada el alcance de su labor así como en los propios Consejos de Administración respecto de los que la nueva propuesta de Directiva incide en asignarles el roll de ser los responsables últimos de su seguimiento.

### ¿Cómo cree que quedará la regulación de los incentivos?

Es previsible que se adopte finalmente la posición dual de diferenciar tipos o subcategorías de asesoramiento y gestión de carteras según se cobren o no incentivos. Es decir, la posibilidad de diferenciarse comercialmente como prestador "independiente" de estos servicios si no se cobran incentivos de terceros o, por el contrario,

no utilizar esta denominación de "independiente" y continuar cobrándolos (si bien bajo un régimen reforzado de transparencia de los mismos). Éste es un aspecto clave sobre el que las entidades han de reflexionar profundamente para decidir su estrategia y posicionamiento comercial en el entorno post MiFID II.

## ¿Está hoy el inversor particular realmente protegido por la normativa? ¿En qué dirección cree que se podría seguir avanzando?

El inversor particular está hoy más protegido en el ámbito de los servicios de inversión. Sin embargo es necesario continuar avanzando en la protección del cliente retail no sólo en los servicios de inversión sino también en otros productos y servicios que las entidades comercializan a los clientes como son los seguros o los productos bancarios (sean de activo o de pasivo). En este sentido se pronuncia la última regulación y propuestas normativas que extienden criterios MiFID a los ámbitos asegurador y bancario y comienzan a dibujar una aproximación hacia el Consumer Protection del inversor minorista independientemente del producto que se le comercialice. Un adelanto de esta tendencia lo encontramos en el *Retail Distribution Review* en Reino Unido ya en vigor desde enero de 2013.

### ¿Cómo queda la regulación europea con MiFID II frente a otros entornos económicos?

Nos encontramos inmersos en una nueva ola de regulación tanto en Europa como en los Estados Unidos. La primera ola de regulación se inicio en este lado del Atlántico con el Plan de Acción de Servicios Financieros de la UE en los noventa, consecuencia del cual se comenzó a hablar de avalancha regulatoria. Con la crisis financiera, crisis como se ha visto global, la marea regulatoria se ha avivado y nos encontramos con una nueva etapa de oleaje intenso que afecta tanto a EE.UU. como a Europa. La regulación en curso abarca desde ajustes de normas preexistentes como son las segundas y hasta quintas partes de las mismas tales como MiFID II, MAD II, UCITS V, etc hasta nuevos ámbitos, como EMIR, AIMFD, PRIPs, etc. En los Estados Unidos la situación no es más sencilla desde un punto de vista regulatorio siendo Dodd Frank la norma más relevante que impacta a la comunidad financiera. Es decir, cada vez mayor presión de regulación y cada vez una regulación más parecida (mucha es consecuencia de la agenda del G2O) si bien continúa siendo necesario esforzarse en que la regulación de EE.UU. y la UE sea aún más homogénea en un entorno financiero global.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Entrevistas

## Alfonso Roa

PRESIDENTE DEL COMITÉ DE ACREDITACIÓN DE EFPA

¿La redefinición del sector financiero en España ha puesto de manifiesto la necesidad de regular el tema de las certificaciones como hacen otros países?

Creo que es un buen momento que junto al nuevo diseño de la arquitectura del sistema financiero español también intentemos regular el tema de las certificaciones. El regulador español (CNMV) debería seguir los mismos pasos dados por el regulador británico (FSA) que este año ha introducido en su normativa (RDR) la obligatoriedad de que los asesores financieros cumplan con unos estándares mínimos de formación, basados en unos determinados niveles de certificación profesional. A su vez, también la ESMA (asociación de reguladores europeos) apunta en su borrador de la MiFID II la necesidad de que los asesores dispongan de conocimientos y que las entidades vengan obligadas a especificar los criterios utilizados para validar la formación de sus asesores.

### ¿En qué debería afectar MiFID II a la formación y a las certificaciones?

Mi deseo de la MiFID II es que sirva para asegurar que el colectivo de asesores cumpla con las nuevas normas de estándar de cualificaciones profesionales. El actual borrador de la MiFID II, en mi opinión, no recoge con tanta nitidez como la normativa británica (RDR) la necesidad del nivel de cualificación al máximo para así aumentar la calidad del asesoramiento. Las entidades financieras y los asesores deberán considerar la necesidad de mantener unas ciertas acreditaciones profesionales de carácter internacional y sobre todo la exigencia de invertir un número concreto de horas por año para su formación continuada.

La asociación EFPA, se ha convertido en el referente en España para la certificación en materia de asesoramiento financiero, con el título de EFA, ¿qué valor añadido respecto a EFA aporta la nueva acreditación de Financial Planner?

Una vez obtenida la certificación EFA, el profesional está en disposición de poder acceder a un nivel superior que es la certificación EFP (certificación europea de planificador financiero) que acredita para un asesoramiento de mayor completitud tanto en productos como en el servicio a ofrecer al cliente final.

Por ejemplo, cuando tratamos con clientes de grandes patrimonios (más de 2 millones de euros) tenemos que ser capaces de ofrecer un asesoramiento basado en una solución integral de su patrimonio. Esto pasa no solo por ofrecer un servicio de "asignación de activos", sino también por realizar una planificación financiera del patrimonio a lo largo de todo su ciclo de vida en función de los distintos objetivos que se vaya marcando el cliente.

El planificador financiero dispone de una herramienta mágica, que es la capacidad de identificar los objetivos del cliente y poner los números financieros a disposición de ellos. Dicho de otra manera: hacen más probable que los clientes logren sus objetivos más importantes y significativos durante su vida.

El planificador financiero ayuda en numerosos aspectos al cliente: incrementar su ahorro, evitar problemas vinculados a deudas, maximizar la rentabilidad de sus inversiones, optimizar el aspecto impositivo de la sucesión, preparación de la misma...

ANUARIO Inversis 2012 > Entrevistas

## Carlos Orduña

#### PRESIDENTE EAF, CONSEJO DE COLEGIOS DE ECONOMISTAS DE ESPAÑA

¿Cómo ha evolucionado durante estos años la figura de la EAFI? Con cierta lentidud, solo hay 107 que es poco para el mercado español.

¿Qué balance haría de la MiFID I tras estos años? Mejora la seguridad del inversor particular frente a los bancos que distribuyeron productos inadecuados.

¿Qué cree que puede suponer la MiFID II para la figura del EAFI? Un refuerzo, siempre que se adapte a la situación y características de cada país.

¿Cree que existe un compromiso real por parte del regulador en que esta figura termine alcanzando una cuota de mercado relevante como existe en otros países?

No realmente, dejan que la figura se consolide por sí misma.

## Javier Kessler

#### PRESIDENTE ASEAFI, ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

¿Cómo ha evolucionado durante estos años la figura de la EAFI?

La figura de la EAFI se está consolidando a un ritmo lento pero sólido. La propuesta de especialización e independencia que ofrecemos forma parte de lo que la normativa actual busca para la mejora del sector financiero.

¿Qué balance haría de la MiFID I tras estos años?

El balance es muy positivo pues la MiFID ha puesto de manifiesto la necesidad de buscar nuevas vías de enfocar la prestación de servicios de inversión. La industria financiera está entendiendo que sólo se puede avanzar hacia estructuras más desarrolladas y eficientes si confluyen los intereses de las empresas con los intereses de los clientes.

¿Qué cree que puede suponer la MiFID II para la figura del EAFI?

La MiFID II asentará un concepto principal de la norma: La protección del cliente final debe marcar las actuación de la entidad prestadora de un servicio de inversión.

¿Cree que existe un compromiso real por parte del regulador en que esta figura termine alcanzando una cuota de mercado relevante como existe en otros países?

Sin duda. Las EAFIs son una pieza esencial en el nuevo entramado financiero. No será posible alcanzar los objetivos de la MiFID si no existen estructuras definidas con dedicación exclusiva en un análisis y asesoramiento financiero de calidad que filtre la información existente y ayude a tomar decisiones financieras válidas.

¿Cree que el regulador debería entrar en la regulación de la formación de las EAFI's, incluso como acreditador?

Existen muchas entidades dedicadas a formación financiera que podrían acreditar la suficiencia académica de los candidatos. El regulador siempre podrá contar con su experiencia en este campo.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Entrevistas

## Pablo Cousteau

#### **DIRECTOR DE PROGRAMAS ESPECIALIZADOS DEL IEB**

### ¿Cómo puede el IEB mejorar la formación de los asesores financieros?

Desde hace ya muchos años, el IEB es un centro de formación de referencia en la preparación de los asesores financieros a través de diferentes programas de formación. En ese sentido, a lo largo de los últimos años, el IEB ha preparado un gran número de candidatos para la obtención de la acreditación EFA (European Financial Adviser), tanto en formato presencial como on line. También imparte actualmente un programa en abierto para la preparación de la acreditación EFP (European Financial Planner) y otro programa de Gestión Patrimonial Familiar. Por otro lado, se imparten de manera recurrente cursos de formación a medida para profesionales del sector que pertenecen a diferentes Entidades Financieras. Además, es constante la organización de jornadas, y seminarios cortos de actualización, que permiten a los asesores estar a la vanguardia del conocimiento en todo aquello que tiene relación con cambios normativos, regulatorios, fiscales, nuevos productos, etc... En definitiva, el esfuerzo que ha realizado el IEB en estos últimos 10 años en la formación y actualización de los conocimientos de los asesores financieros (especialmente en todo aquello que tiene que ver con aspectos técnicos relacionados con productos y mercados financieros), ha sido titánico y así seguirá siendo en un futuro próximo.

### ¿Qué balance haría de la MiFID I tras estos años?

El balance es muy positivo y ha dado al desarrollo de la normativa MiFID II, que además ha sido objeto de un estudio muy prolijo y completo que se publica también en este anuario. Era claramente necesaria una normativa que evitase conflictos de interés, otorgara mayor transparencia al asesoramiento financiero en España, y legislara todo aquello relacionado con la segmentación y el trato diferenciado a los clientes en función de sus perfiles.

Para ser Asesor Financiero, en España se da mayor relevancia a la experiencia profesional que a la formación. ¿Cuál es su opinión al respecto?

Quizás esta aseveración era más cierta hace algunos años que ahora pero al día de hoy, la proliferación de acreditados EFA y DAF hace que un gran porcentaje de asesores financieros cuenten con una

cualificación profesional fruto de una formación recibida profunda y que engloba materias muy diversas. Además, hay que tener en cuenta que el nacimiento de la figura de las EAFIs y el creciente volumen de patrimonios gestionados por ellas, lleva aparejada de manera inevitable una apuesta por su formación, de tal forma que la cualificación profesional de los EAFIs derive no sólo en un asesoramiento financiero independiente, sino también de calidad. Por último, la sofisticación de los productos y su creciente complejidad (productos estructurados, opciones, productos híbridos, etc...) requieren ahora de un conocimiento y formación por parte del asesor financiero mucho más técnico para que las recomendaciones a sus clientes sean cada vez más profesionales y efectivas.

El IEB es una institución de formación con una amplia oferta formativa en finanzas. ¿Qué demanda existe en cuanto al ámbito del Asesoramiento Financiero? ¿Cómo se está adaptando a esas nuevas exigencias el mercado?

Además de las certificaciones que menciono al principio de la entrevista, los asesores financieros necesitan contar con un grado de especialización cada vez más alto. Por ello, programas de formación especializados en el ámbito de las opciones y futuros financieros, o programas más centrados en las especificidades de la gestión alternativa (como la certificación CAIA), son cada vez más demandados. Por otro lado, es importante mencionar que los asesores deben tener una formación global pero a su vez muy técnica, con el objetivo de poder justificar y explicar a sus clientes los motivos y los argumentos utilizados en su misión como asesor financiero. En ese sentido, programas especializados en análisis técnico, valoración de empresas, renta fija, mercados de capitales, etc... tienen un gran interés para todos aquellos interesados en profundizar en estas materias específicas. Por último, las nuevas modificaciones regulatorias, como MiFID II, las tendencias a nivel internacional en el ámbito del asesoramiento financiero o las novedades fiscales que afectan a los inversores, son materias de sumo interés para este colectivo.

ANUARIO Inversis 2012 ▶ Entrevistas

## Cristóbal Amorós

PRESIDENTE DE IFAFI

### ¿Sale fortalecido el asesoramiento de calidad de esta crisis financiera?

Desde nuestro punto de vista, seguro que sí. Muchos inversores han tomado conciencia de la importancia de ser asesorados desde una óptica profesional, con calidad en el servicio prestado, y fundamentalmente, desde la independencia. La tendencia claramente se ha iniciado y los clientes lo comienzan a valorar cada vez más, pero aún es pronto para ver si realmente se consolida y los inversores son conscientes de que ese tipo de asesoramiento tiene un valor y lógicamente un coste.

### ¿Cómo ha evolucionado durante estos años la figura de la EAFI?

De forma muy lenta, extraordinariamente lenta, por los motivos que todos conocemos (excesivos requisitos y regulación, falta de cultura financiera, intrusismo, etc), pero hasta ahora sólo ha sido el surgir de una nueva figura, que tiene por supuesto no solo vocación de consolidación sino que seguro comenzará a cobrar un papel cada vez mas relevante con el paso del tiempo.

### ¿Qué balance haría de la MiFID I tras estos años?

Excesiva regulación, y una notable confusión conceptual entre asesoramiento, gestión, comercialización y ejecución.

¿Qué consecuencias puede tener para las EAFIs la regulación de los incentivos? Si la regulación se dirige hacia la transparencia y la supervisión de las prácticas abusivas, las consecuencias serán muy positivas. Por el contrario, si la intención del regulador se centra exclusivamente en "retros sí / retros no", entonces se pondrá en peligro la supervivencia de la propia figura de la EAFI. Siempre que el asesoramiento se preste de forma profesional, transparente y libre de conflictos de interés, y que la existencia de incentivos pueda significar beneficio para el cliente final, la postura del regulador debería ser a favor de la no oposición sobre los distintos modelos.

¿Cuáles son los principales temas de preocupación/obstáculos para las EAFIs? (respecto de su actividad actual, día a día, relación regulador, así como para que crezca y desarrolle esta industria en clientes y en número de EAFIs).

Lo que ya sabemos todos y estamos permanentemente manifestando en los diferentes foros y círculos de opinión (ASEAFI, CGCEE, IFAFI): excesiva regulación y requisitos normativos, cuestionamiento de las retrocesiones, dificultades en la aceptación de pagar por los servicios por parte del cliente particular, etc. ¿Cree que existe un compromiso real por parte del regulador en que esta figura termine alcanzando una cuota de mercado relevante como existe en otros países? Espero y confío en que así sea.



## **ANEXO**

Encuesta realizada

ANUARIO Inversis 2012 

Encuesta realizada

## Encuesta IEB

Desde el IEB queremos realizar una encuesta sobre el conocimiento y valoración de los Asesores Financieros. ¿Sería tan amable de contestar al siguiente cuestionario?, le llevará cinco minutos. La información será totalmente anónima y nos será de gran utilidad.

1. Ciudad (*)			
1. A Coruña	<ul><li>4. Guipúzcoa</li></ul>	7. Mallorca	○ 10. Valencia
<ul><li>2. Asturias</li></ul>	○ 5. Madrid	O 8. Pamplona	<ul><li>11. Valladolid</li></ul>
○ 3. Barcelona	○ 6. Málaga	○ 9. Sevilla	○ 12. Vizcaya
			🔾 13. Zaragoza
2. Edad			
O Menos de 40 años	O De 41 a 60 años	O Más de 60 años	
3. Sexo			
○ Hombre ○ Muj	er		
4. ¿Tiene usted actual	mente algún capital i	nvertido?	
○ Sí ○ No			
5. Estudios cursados			
<ul><li>Universitarios</li></ul>	<ul><li>No Universitarios</li></ul>		
6. Situación profesion	al		
<ul><li>Asalariado</li></ul>			
O Autónomo, sin traba	ajadores		
<ul><li>Empresario, con tra</li></ul>	bajadores		
<ul><li>Rentista</li></ul>			
O En paro			
<ul><li>Otra situación</li></ul>			

7.	¿Utiliza usted alguno de los siguientes tipos de asesoramiento financiero?
	O Mi banco
	O Un Asesor Financiero Independiente
	Otros asesores (fiscales, abogados, economistas, etc.)
	O Internet o asesoramiento on-line (blogs, web financieras, etc.)
8.	¿Qué tipo de asesoramiento financiero utiliza?
	Asesoramiento continuo o recurrente
	O Asesoramiento puntual, es decir, lo utiliza para obtener recomendaciones de inversión
9.	¿Confía usted en su Asesor Financiero?
	○ Si no lo tiene, ¿confiaría en él? (*)
	O Mucho, plenamente
	O Bastante, en gran medida
	O Poco, no confío especialmente
	O Nada, no confío en absoluto
10	D. ¿Cuál es su grado de conocimiento sobre las inversiones financieras?
	○ Ninguno
	O Bajo (menor que el de un ciudadano medio)
	○ Medio (igual que el de un ciudadano medio)
	O Alto (mayor que el de un ciudadano medio)
11	. Si tiene usted algún asesor financiero, ¿sabe cuánto le cuesta su asesoramiento?
	○ Si, siempre
	○ Sólo a veces
	O No, nunca consigo saberlo
12	2. ¿Estaría dispuesto a cambiar de asesor financiero?
	O Si no lo tiene, ¿estaría dispuesto a tenerlo?
	○ No
	○ Sí, si me resultase más económico
	O Sí, si mejorase el rendimiento de mi inversión

<ul> <li>13. Por favor, valore de 1 a 5 las siguientes opiniones sobre inversiones financieras, donde</li> <li>1 significa "totalmente en desacuerdo" y 5 "totalmente de acuerdo"</li> <li>1 2 3 4 5</li> </ul>
<ul> <li>Me interesan los temas relacionados con las inversiones financieras</li> <li>Suelo hablar con amigos y familiares sobre inversiones financieras</li> <li>Me gusta consultar información sobre inversiones financieras</li> <li>En general, estoy familiarizado con las inversiones financieras</li> <li>En general, entiendo el lenguaje utilizado en las inversiones financieras</li> <li>Sé qué aspectos determinan el rendimiento de las inversiones financieras</li> </ul>
14. Por favor, indique una escala de 1 a 5 la importancia para usted de los siguientes aspectos de un Asesor Financiero, donde 1 significa "nada" y 5 "fundamental":  ① ② ③ ④ ⑤
<ul> <li>Nivel de formación, titulación, acreditación, etc.</li> <li>Años de experiencia, conocimiento del mercado</li> <li>Desarrollo profesional continuo</li> <li>Relación personal, conocimiento de mi situación concreta</li> <li>Independencia, que sea mi situación la que determine los productos que me ofrece</li> <li>Especial atención a mi perfil de riesgo y a que yo comprenda los riesgos a los que me enfrento</li> <li>Diversidad en los productos ofrecidos</li> <li>Descripción clara y concreta de los servicios de asesoramiento</li> <li>Tarifas claras y concretas</li> <li>Menores costes de asesoramiento</li> </ul>
<ul> <li>15. ¿Conoce usted la figura del Asesor Financiero Independiente?</li> <li>No, no sé lo que es</li> <li>Sí, aunque nunca he trabajado con ninguno</li> <li>Sí, he utilizado sus servicios alguna vez</li> </ul>

16. Indique cuál de las siguientes situaciones le harían contratar un servicio de asesoramiento financiero
O Una mayor dedicación a mi situación concreta
Amplitud de oferta de productos financieros
Menor coste que otros asesores financieros
Más confianza y claridad en sus servicios
17. ¿Estaría dispuesto a pagar por un servicio de asesoramiento financiero?
O No, sólo lo utilizaría si fuese gratuito
O Sí, una comisión de los beneficios obtenidos
○ Sí, una cantidad fija por sus servicios
18. Por último, ¿en qué productos utilizaría usted un servicio de asesoramiento financiero?
○ Bolsa
O Fondos de Inversión
<ul><li>Derivados</li></ul>
○ Renta Fija
O Productos Estructurados
○ Warrants
19. Aproximadamente, ¿de qué cantidad podría usted disponer para invertir?
O Hasta 20.000?
O De 20.000 a 50.000?
O De 50.000 a 150.000?
O De 150.000 a 300.000?
O De 300.000 a 500.000?
O De 500.000 a 1.000.000?
○ Más de 1.000.000?

Finalizar >>