Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II

Coordinador: *Sergio Miguez*

Jesús H. Sarria | *Ángel Faustino* | *Jorge Ferrer*

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2016-1014-TA

ÍNDICE

0. Índice de ilustraciones y tablas 4

1. Presentación 6

2. Introducción 10

3. Marco jurídico 13

3.1. Estado actual de la normativa MiFID II en Europa 13
3.2. Estado actual de la normativa MiFID II en España 16

4. Principales cambios introducidos por la normativa MiFID II 18

4.1. Registros 18
4.2. Incentivos 19
4.3. Modelo de asesoramiento independiente y modelo de asesoramiento no independiente 23
4.4. Gobernanza de productos 25
4.5. Información a clientes 26
4.6. Idoneidad y conveniencia 27
4.7. Conflictos de interés 29
4.8. Remuneraciones 32
4.9. Conocimientos y experiencia 33
4.10. Cumplimiento normativo *(compliance function)* 34
4.11. Venta cruzada 35

5. Modelos de asesoramiento en España 37

5.1. El mercado de banca privada en España 37
5.2. La industria de fondos de inversión en España 39
5.3. Descripción y avances en los modelos de gestión patrimonial en España 44
5.4. Cifras del sector. Patrimonio asesorado/gestionado 47
5.5. Características de la riqueza de los hogares en España y en su entorno 51
5.5.1. Comparables 51
5.5.2. Datos España 56

6. Los nuevos modelos de asesoramiento financiero. Contraste con Europa **58**

6.1. Modelo de negocio y avances en Reino Unido 58

6.2. Otros países del entorno europeo 68

6.2.1. Caso de Holanda 69

6.2.2. Caso de Francia 71

6.2.3. Caso de Italia 74

7. Retos y evolución previsible en España del asesoramiento financiero **77**

7.1. El futuro del asesoramiento financiero en España. Estudio demoscópico 77

7.2. Cuantificación del valor del asesoramiento 80

7.3. Necesidades de los clientes. ¿Por qué pagarán en adelante? ¿Qué esperarán del asesor? 83

7.3.1. *Investor Pulse* de BlackRock 83

7.3.2. Ahorro financiero de las familias españolas (Inverco) 88

7.3.3. *The Price of Financial Advice* de State Street Global Advisors 93

7.3.4. Hacia un asesoramiento financiero ideal. Caceis / PwC 96

7.4. Certificaciones profesionales y nuevos requisitos para la acreditación de conocimientos y competencias 97

7.5. Nuevas herramientas financieras y canales alternativos en materia de asesoramiento financiero 103

7.5.1. ¿Dónde está la oportunidad de negocio? 103

7.5.2. Retos para el inversor – DIY *(Do-it-yourself)* 104

7.5.3. La respuesta a estas inquietudes se viene desarrollando desde hace algunos años 106

7.5.4. El gran protagonista. *Robo advisor* 109

7.5.5. *Robo advisors* en Estados Unidos 113

7.5.6. *Robo advisors* en España 115

7.5.7. Impactos en el Mercado Local 118

8. Conclusiones **120**

9. Bibliografía **123**

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

0. ÍNDICE DE ILUSTRACIONES Y TABLAS

Ilustraciones

1. Calendario de implementación MiFID II 15
2. Izquierda: Canal de distribución de activos en España; der: Patrimonio gestionado por EEFF oct-2016 39
3. Composición de la cartera de activos de las familias 39
4. Estructura del ahorro de los hogares españoles 40
5. Distribución del patrimonio de los fondos de inversión en España 41
6. Evolución patrimonios por grupo (importes en miles de euros) 41
7. Evolución de patrimonio y número de fondos por clases en España 28
8. Evolución comisiones de gestión – SGIIC 42
9. Comisiones de gestión y comercialización SGIIC 43
10. *Ranking* de agentes financieros por EEFF en España 45
11. Evolución de los resultados contables de las EAFIs 46
12. Evolución del negocio de las EAFIs (patrimonio en miles de euros) 46
13. Patrimonio asesorado y gestionado por agencias y sociedades de valores 47
14. Patrimonio banca privada España 2015 por canal 47
15. *Ranking* patrimonio total en banca privada septiembre 2015 49
16. Número de contratos de asesoramiento financiero firmados por ESIs 50
17. Importe medio gestionado por contrato 50
18. Evolución de la riqueza por adulto y país 2006-2016 52
19. Variación porcentual de la riqueza por países 2006-2016 52
20. Patrón de la riqueza por países 2016 53
21. Pirámide de patrón de riqueza en España 54
22. Composición de la riqueza por país 2000-2015 55
23. Riqueza de los adultos de clase media 2016 56
24. Evolución de la riqueza en España 2006-2016 56
25. Riqueza en España por adulto a precios constantes y corrientes 57
26. Composición de la riqueza por adulto – España 2016 57
27. Flujos netos por clase de activos en Reino Unido 62
28. Asesores financieros en Reino Unido post RDR 62
29. Volumen de ventas asesoradas y no asesoradas en Reino Unido (miles de libras) 63
30. Izq.: Ingresos consolidados del negocio minorista; der.: Ingresos por todos los tipos de negocio asesorado 64

31. Comportamiento de los beneficios por año de la categoría *"financial advisor"* en Reino Unido 65
32. Comportamiento de las ganancias después de impuestos y dividendos 65
33. Distribución de comisiones pre-RDR y post-RDR 66
34. Comportamiento del volumen de ventas por tipo de firma y productos 67
35. Composición de los activos de las familias en Holanda 69
36. Distribución de los instrumentos financieros objeto de asesoramiento en Italia 74
37. Número de asesores financieros registrados en Italia 75
38. Evolución portafolio medio por asesor financiero en Italia 75
39. Planificación de la jubilación en España y resto de mercados 86
40. Certificaciones EFPA 103
41. Proceso de toma de decisiones financieras Kotler y Keller, 2011 104
42. Estructura de distribución de fondos de inversión 106
43. Plataformas D2C – canal minorista bajo regulación 107
44. Punto de equilibrio D2C – activos minoristas bajo gestión por canal en reino Unido, 2014 (£miles de millones) 108
45. Ventas por canal y principales *players* - plataformas D2C 108
46. Estimaciones de activos bajo gestión por *robo advisors* 111

Tablas

1. Patrimonio total en banca privada evolución 2015 48
2. Evolución de la riqueza por países 2006-2016 51
3. Distribución de HNWI adultos por rango de riqueza 54
4. Retos en materia de asesoramiento financiero en Holanda - MiFID II 70
5. Número de intermediarios financieros en Francia (SP: servicios de pago) 72
6. Número de CIF por asociación de intermediarios financieros 73
7. Retos en materia de asesoramiento financiero en Francia - MiFID II 73
8. Retos en materia de asesoramiento financiero en Italia - MiFID II 76
9. Tasa de rendimiento real anual de fondos de universidades en Estados Unidos 81
10. Tasa bruta de sustitución de acuerdo al sistema de pensiones 87
11. Composición del ahorro de las familias españolas 89
12. Comparativa de costes de asesoramiento a través de carteras de fondos 91
13. Criterios para la selección de un asesor financiero 95
14. *Robo advisor* – potenciales beneficios y riesgos para clientes y entidades 110
15. Comparativa de los modelos de asesoramiento automatizados frente al modelo de asesoramiento tradicional 112

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

I. Presentación

CARLOS TUSQUETS

Presidente de EFPA España

Desde hace 17 años, en EFPA España trabajamos por una mayor cualificación de los asesores financieros. Creemos que tanto la formación como la cualificación de los asesores, más que una exigencia, es una necesidad. Las certificaciones profesionales suponen un sello de calidad que garantiza al cliente que su asesor personal cuenta con un nivel de conocimiento necesario para ejercer tareas de asesoramiento, que cumple con un estricto código ético y que está sujeto a una exigencia de formación continua y actualización de sus conocimientos sobre los nuevos productos y el escenario del mercado.

Siendo EFPA la única asociación europea –presente en España– que representa y defiende los intereses de los profesionales del asesoramiento y la planificación financiera personal, hemos detectado que la normativa MiFID II y su implementación en nuestro país es una cuestión que ha generado dudas e incertidumbre entre los profesionales y las entidades del sector.

En EFPA España apostamos de manera decidida por la formación y el conocimiento financiero. Por ello nos congratula haber participado junto al IEB en la elaboración del estudio *"Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las modificaciones regulatorias de MiFID II"*. El informe, cuya importancia es vital en un contexto marcado por la incertidumbre en torno a las implicaciones del próximo cambio regulatorio, pretende aportar una visión global sobre las consecuencias de la nueva normativa.

En concreto, el estudio analiza asuntos de gran interés para nuestro sector como los nuevos modelos de negocio, la comparativa con los principales países europeos y los distintos modelos de asesoramiento financiero vigentes hoy en España y su viabilidad una vez que se haya adoptado la nueva normativa. Asimismo, el estudio visualiza los retos y contingencias que creemos deberán abordarse en el momento de su implementación.

Por último, aprovecho esta oportunidad para dar las gracias a nuestros socios en este proyecto, IEB y KPMG, cuyas valiosas aportaciones han hecho posible el desarrollo de este informe, sin duda el más completo e integrado de los que se conocen hasta la fecha.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II

Sergio Miguez IEB; Jesús H. Sarria IEB; Ángel Faustino EFPA España; Jorge Ferrer KPMG.

PABLO COUSTEAU

Director de Programas Especializados del IEB

El IEB, como centro de formación especializado en el ámbito del asesoramiento financiero, ha podido comprobar estos últimos años la inquietud en el sector por conocer en detalle la normativa MiFID II y sus consecuencias.

Por ello, es para el IEB un placer haber elaborado este estudio, cuya trascendencia para el sector financiero es vital y supone un cambio regulatorio radical en la actividad de asesoramiento financiero que actualmente desarrollan los bancos, EAFIs o *Family Offices*.

En ese sentido, este amplio informe, que ha contando con el patrocinio de EFPA, y sin cuyo apoyo no podría haberse llevado a cabo, se analiza tanto el marco jurídico actual como las modificaciones que se prevén como consecuencia de la aplicación de la nueva normativa.

Además del agradecimiento a EFPA por su patrocinio y la colaboración en el contenido del estudio, tenemos que manifestar nuestra gratitud a KPMG que también ha tenido una aportación relevante en algunas partes del mismo.

Aunque la normativa no se empezará a aplicar hasta enero de 2018, las entidades financieras pertenecientes al ámbito de la UE deben prepararse de manera rigurosa y eficiente, con el objetivo de que su negocio de asesoramiento financiero y banca privada no se vea afectado y que los agentes puedan adaptarse a la nueva normativa con la suficiente antelación.

Los nuevos modelos de negocio, la comparativa con los principales países de nuestro entorno, los modelos de asesoramiento financiero en España, su viabilidad una vez que se haya implantado la nueva normativa, así como los retos y perspectivas que se enfrentarán a partir de ese momento son aspectos que se abordan con profundidad en el estudio.

Este informe es un punto de partida necesario que se irá ampliando y enriqueciendo a lo largo de los años, por lo que la necesidad de actualización será evidente al cabo de un tiempo.

Creemos que este estudio es el más completo, y detallado de cuantos se han elaborado hasta ahora, y pretende establecer una visión global sobre las consecuencias de MiFID II.

Por último, destacar que el IEB también desarrolla trabajos de investigación en el ámbito de la Gestión de Activos, del *Corporate Finance*, de la Tecnología Financiera y la Banca Digital, y de los Riesgos Financieros, por lo que este estudio viene a ratificar la vocación investigadora el IEB, cuyo objetivo final es el de clarificar y profundizar en este nuevo reto que afronta el sector financiero. ■

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

2. Introducción

La crisis financiera que estalló en Estados Unidos en el año 2007, y que rápidamente se expandió a gran parte de los países desarrollados, provocó que saltaran todas las alarmas respecto a los instrumentos financieros disponibles en el mercado y los riesgos asociados a los mismos. Muchos de los problemas afloraron tras el proceso "desregulatorio" iniciado en la década de los 80 en Estados Unidos, bajo la administración Reagan, que propició que las entidades financieras expandieran los riesgos de sus productos y de las carteras de sus clientes.

Por su parte, en el año 2007, en Europa entraba en vigor la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, comúnmente conocida como MiFID, remplazando de este modo la anterior Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión, vigente hasta entonces, cuyo objetivo fundamental fue mejorar la transparencia y eficiencia de los mercados financieros europeos, aumentar la competencia de las entidades que prestan servicios de inversión y reforzar la protección al inversor minorista.

La preocupación de las autoridades en ese momento no se hizo esperar, siendo evidente la necesidad de adecuar la regulación bajo los principios de transparencia, confianza y protección del inversor por los fallos existentes en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros.

En Europa, incluso con la entrada en vigor de la normativa MiFID, la normativa en materia de protección del inversor no siempre fue respetada, especialmente en los casos de inversores minoristas, puesto que, entre otros incumplimientos, era frecuente la comercializaron de productos complejos a inversores con conocimientos financieros limitados y, en ocasiones, nulos.

En la exposición de motivos de la Directiva MiFID II se explican aquellos que llevaron al legislador europeo a revisar la normativa en materia de mercados financieros, argumentos que son similares a los ya enunciados por el propio G20 en la Declaración de Londres de fecha 2 de abril de 2009. Particularmente en el Considerando 4º de la citada directiva se recoge que "*La crisis financiera ha dejado al descubierto algunos puntos débiles en el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros. La evolución de los mercados financieros ha dejado clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también cuando la negociación tiene lugar en mercados extrabursátiles, con el fin de aumentar la transparencia, mejorar la protección de los inversores, reforzar la confianza, abordar los ámbitos no regulados y garantizar que se den a los supervisores las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos*".

Algunos de los principales aspectos recogidos en la normativa MiFID II son los siguientes:

- Prohibición de recibir incentivos cuando se preste el servicio de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras, y un aumento de los requisitos para considerar que se aumenta la calidad del servicio y, por tanto, poder cobrar incentivos en asesoramiento no independiente y mera ejecución.

- Se incrementan los deberes de información a ser proporcionada a los clientes, en particular, respecto a la información sobre costes y gastos, el servicio de asesoramiento y sobre las características de los instrumentos financieros; siendo necesario en todo momento tener en cuenta la necesidad de proporcionar esta información y cualquier otra exigida por la normativa MiFID II con suficiente antelación.

- Prohibición de retribuir a los empleados de servicios de inversión en función de objetivos de ventas, evitando de esta forma que dicha remuneración pueda ser un incentivo para que se comercialice o recomiende un producto determinado habiendo una alternativa que se ajuste más al perfil del cliente.

- La formación del personal que va a prestar el servicio de asesoramiento financiero o va a proporcionar información a los clientes sobre servicios de inversión o auxiliares y productos financieros debe ser adecuada.

Entre los ejemplos recientes de prácticas indebidas, destaca la incorrecta comercialización de participaciones preferentes cuyo volumen ascendió hasta 42.622 millones de euros[1] en el año 2012, ofrecidos como instrumentos de renta fija y sin tomar en consideración gran parte de su riesgo cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la "CNMV") los definió como *"instrumentos complejos, híbridos y de riesgo elevado, pues pueden generar rentabilidad, pero también pérdidas en el capital invertido"*. En este tipo de productos, la rentabilidad está condicionada a que la sociedad emisora obtenga beneficios distribuibles y, en caso de liquidación de la sociedad emisora, se sitúan, en orden de preferencia, por detrás de todos los acreedores (comunes y subordinados) y por delante de las acciones ordinarias, información que, en la mayoría de los casos, no se facilitó a los inversores. La solución al problema de las participaciones preferentes varía dependiendo del país en cuestión y, en el caso español, algunas entidades decidieron voluntariamente canjear estos instrumentos, mientras que otras se negaron a ello, teniendo los inversores que optar por la vía judicial o extrajudicial.

Otros ejemplos de falta de transparencia en la información proporcionada a los clientes ha sido el caso de los SWAP de tipos de interés o permutas financieras, los cuales permiten intercambiar un tipo de interés fijo por un tipo variable y viceversa, y los productos estructurados. En el caso de los SWAP de tipos de interés, durante los años previos al estallido de la crisis financiera, cuando los tipos eran altos, estos productos fueron vendidos junto a hipotecas como "seguros" ante potenciales variaciones del tipo de interés. Sin embargo, tal y como ha ocurrido con el caso de las participaciones preferentes, la jurisprudencia ha sentenciado que este tipo de derivado financiero se comercializó a personas con escasos conocimientos del sector, proporcionando además información incompleta sobre el producto. Tras el inicio de la crisis y las correspondientes bajadas de los

[1] Informe sobre la comercialización de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada. Comisión de Seguimiento de Instrumentos Híbridos de Capital y Deuda Subordinada.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

tipos de interés, los clientes que habían contratado este producto no se vieron beneficiados por las bajadas de los tipos de interés, dado que su hipoteca a tipo variable no era sensible a la variación de tipos por el SWAP contratado.

Los Tribunales españoles han sido los primeros en atacar la incorrecta comercialización de este tipo de productos. Así, por ejemplo, la sentencia de 20 de enero de 2014 del Tribunal Supremo[2] señala que la comercialización se llevó a cabo sin tan siquiera realizar los test de idoneidad obligatorios conforme a la normativa MiFID, además de la deficiente información que se facilitó en relación a las características propias del producto y sus riesgos.

Respecto a los productos estructurados, según la CNMV, consisten en la unión de dos o más productos financieros en una sola estructura, siendo muy común una combinación de un producto de renta fija al que se incorpora uno o más derivados. Estos productos son de carácter complejo y cuentan con un elevado riesgo, por lo que, al igual que en los casos anteriores, en diversas sentencias se recoge que estos productos complejos fueron comercializados a personas con conocimientos financieros limitados, a los cuales no se les explicó adecuadamente ni el alcance de la operación ni sus riesgos, lo que provoca un error invencible en el cliente y, por tanto, la nulidad del contrato.

Todos estos casos han provocado un clima de desconfianza social respecto a las entidades financieras y a los instrumentos comercializados o asesorados por las mismas y, en este contexto, surgen la Directiva 2014/65/UE (en adelante, "MiFID II") y el Reglamento (UE) no. 600/2014 (en adelante, "MiFIR") cuyo objeto es potenciar la protección al inversor y corregir algunos errores que desembocaron en la crisis financiera.

En el punto 4º posterior se recoge una detallada descripción de las principales novedades introducidas por la normativa MiFID II en materia de protección al inversor, realizándose el análisis en los distintos bloques en que pueden diferenciarse los nuevos requerimientos.

[2] STS 354/2014, de 20 de enero de 2014. Sala de lo Civil Madrid, por la cual se dicta nulidad de contrato de permuta financiera (SWAP) de inflación.

3. Marco jurídico

El marco regulatorio de MiFID II se encuentra estructurado en 4 niveles principales, de conformidad con el sistema Lamfalussy (sistema utilizado para el desarrollo legislativo de los servicios financieros en la Unión Europea):

Nivel 1: Directiva MiFID II y Reglamento MiFIR, propuestos por la Comisión Europea y aprobados por el Parlamento Europeo y el Consejo.

Nivel 2: Directivas y Reglamentos que complementan el nivel 1, emitidos por la Comisión Europea con el asesoramiento de la European Securities and Market Authority (en adelante, "**ESMA**") quien, adicionalmente se encarga de redactar los estándares técnicos de regulación o de implementación.

Nivel 3: Directrices y recomendaciones que deberán ser publicadas por ESMA para lograr unas prácticas de supervisión consistentes, eficientes y efectivas y así asegurar la aplicación uniforme de la normativa en los Estados miembros de la Unión Europea (en adelante, "**UE**"). Estas guías, si bien no son de obligado cumplimiento, han de ser adoptadas por las autoridades nacionales competentes de cada uno de los Estados miembro o, en caso de que se decida la no aplicación de dichas guías y recomendaciones, se deberá justificar conforme al principio de *"comply or explain"*.

Nivel 4: Recomendaciones de ESMA a las autoridades nacionales competentes tras llevar a cabo una revisión del cumplimiento en los Estados miembro de la normativa aplicable. Dichas recomendaciones tienen como fin lograr una interpretación más consistente de la legislación comunitaria y mayor convergencia en las prácticas supervisoras nacionales.

3.1 Estado actual de la normativa MiFID II en Europa

La Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) es la referencia regulatoria principal de servicios financieros en la UE. Surge debido a la necesidad de evolución de la regulación relativa a los servicios de inversión e instrumentos financieros y tiene como propósito alcanzar un grado de armonización que permita ofrecer a los inversores un alto nivel de protección al mismo tiempo que posibilita a las empresas de inversión prestar sus servicios en todo el territorio de la UE.

Atendiendo al asesoramiento técnico de ESMA y a las consultas públicas realizadas, la Comisión Europea aprobó, el 20 de octubre de 2011, una propuesta de revisión del bloque normativo MiFID, revisión que desembocó en la elaboración de una nueva directiva y un nuevo reglamento de nivel 1. Tras dos años de intenso debate, la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR fueron aprobados

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

por el Parlamento Europeo, el 15 de abril de 2014, y por el Consejo, el 13 de mayo de ese mismo año, siendo publicados en el Diario Oficial de la UE (en adelante, "**DOUE**") el 12 de junio de 2010.

El 2 de julio de 2014, 20 días después de su publicación en el DOUE, el citado cuerpo normativo entró en vigor, si bien su efectiva aplicación no tendría lugar hasta 30 meses después, estando prevista para el 3 de enero de 2017. No obstante lo anterior, en fecha 10 de febrero de 2016, la Comisión Europea publicó una propuesta de Directiva y de Reglamento para la modificación de MiFID II y MiFIR, respectivamente, por las cuales se retrasa un año, hasta el 3 de enero de 2018, la aplicación efectiva de dicho conjunto normativo.

En relación al nivel 2, las medidas de ejecución que complementan MiFID II y MiFIR, como ya se ha citado anteriormente, toman la forma de actos delegados y normas técnicas elaborados por ESMA y posteriormente adoptados por la Comisión Europea mediante directivas y reglamentos de nivel 2. En este sentido y bajo la solicitud de la Comisión Europea, el 22 de mayo de 2014, ESMA dio a conocer un documento de consulta (*consultation paper)* por el que se aconsejaba y asesoraba sobre cuál ha de ser el contenido de los actos delegados (*ESMA Technical Advice to the Commission on MiFID II/MiFIR*). Posteriormente, el 19 de diciembre 2014, tras haber recibido el *feed-back* de la industria, ESMA emitió su Informe Final (*Final Report)*.

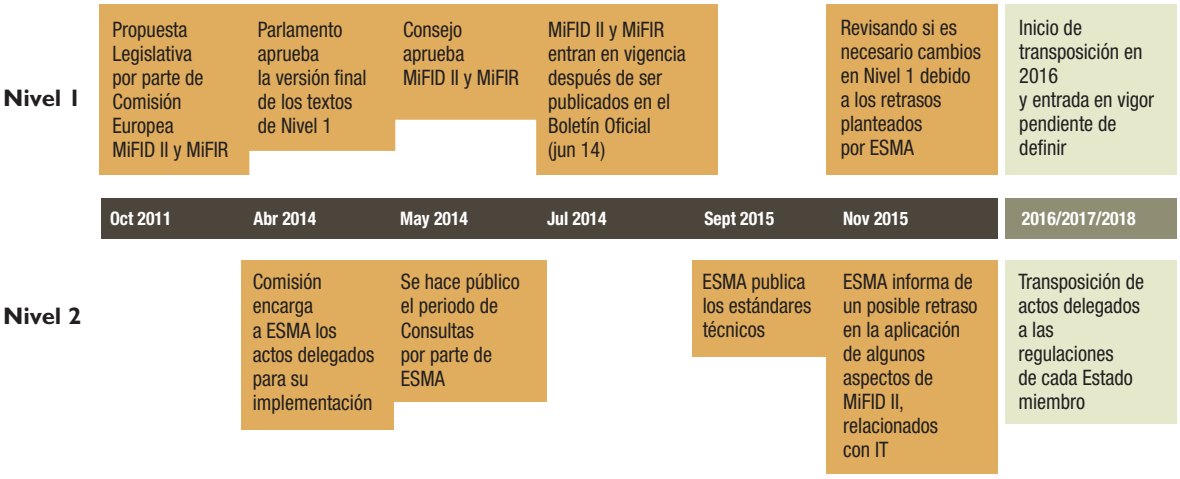
Tras la publicación de su Informe Final, ESMA abrió un periodo de consulta pública sobre los actos delegados y normas técnicas de regulación y ejecución (RTS/ITS), cuya fecha límite de respuesta fue el 2 de marzo 2015, celebrándose previamente una audiencia pública en fecha 19 de febrero de 2015. El 29 de junio y el 28 de septiembre de 2015, ESMA publicó y envió a la Comisión el primer y el segundo set de estándares técnicos, respectivamente.

Adicionalmente y al hilo de lo citado anteriormente, el pasado 10 de febrero, la Comisión propuso retrasar un año la entrada en vigor de la Directiva MiFID II, hasta el 3 de enero de 2018, debido a la compleja infraestructura técnica que se necesitaría poner en marcha para que el paquete MiFID II funcionase de manera eficaz en su totalidad. La Comisión Europea había sido informada por ESMA de que ni las autoridades competentes ni los participantes del mercado tendrían implantados los sistemas necesarios en la fecha inicialmente programada para la entrada en vigor. No obstante lo anterior, la fecha de transposición del bloque normativo de MiFID II a cada uno de los ordenamientos jurídicos nacionales, prevista para el 3 de julio de 2016, ha permanecido invariable. Por tanto, los Estados miembro tendrán hasta dicha fecha, y a falta de publicación del nivel 2, para transponer la normativa MiFID a sus respectivos ordenamientos jurídicos.

Por último, el pasado 7 de abril de 2016, la Comisión Europea publicó el proyecto de Directiva Delegada de implementación, en relación a la protección de instrumentos financieros y fondos de clientes, gobernanza de producto y las reglas aplicables para la recepción o pago de honorarios, comisiones o cualquier beneficio monetario o no monetario. Llegado a este punto y en relación al proceso legislativo, el Parlamento Europeo y el Consejo disponen de un plazo de tres meses, a contar desde el citado 7 de abril, para aceptar u oponerse a dicho acto delegado, no pudiendo entrar en vigor en este último caso.

■ Ilustración 1. **Calendario de implementación MiFID II**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Comisión Económica Europea.



Aquellas áreas de la normativa que podrían haber generado el citado retraso, en tanto su efectiva implantación requiere complejas y profundas modificaciones en los sistemas informáticos, son, entre otras, las siguientes:

- **Datos de referencia:** la publicación de los datos de referencia es una de las piedras angulares del sistema de datos de la MiFID. ESMA necesita recopilar y publicar datos de referencia diarios de cada uno de los centros de negociación o internalizadores sistemáticos, los cuáles comunicarán dichos datos a las autoridades nacionales competentes, siendo éstas las encargadas de transmitirlos sin demora a ESMA, que las publicará inmediatamente en su sitio web.

- **Reporte de transacciones:** las empresas de servicios de inversión que ejecuten operaciones con instrumentos financieros deberán comunicar los datos completos y exactos de esas operaciones a la autoridad competente con la mayor brevedad, y a más tardar, al cierre del siguiente día hábil.

- **Régimen de transparencia:** MiFID II incluye un aumento exponencial del número de instrumentos sujetos a las obligaciones de transparencia pre y post-negociación, así como del número de campos que deberá contener la información a reportar en relación con dichos instrumentos financieros. Este aumento en el número de instrumentos financieros sujetos al régimen de transparencia se debe al aumento del ámbito de aplicación de la Directiva.

- **Informes de posiciones:** el sistema de notificación de posiciones en materia de derivados sobre *commodities* es otra de las nuevas obligaciones de gestión de datos impuesta por MiFID II. Dicha obligación exige grandes desarrollos y recursos en materia de IT, así como

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

información específica de los centros de negociación, los miembros de los mercados y las empresas de servicios de inversión, de forma que se lleve a cabo, diariamente, un recuento de las posiciones en este tipo de productos que mantienen tanto las propias empresas como sus clientes.

- **Registro de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas:** MiFID II podría extender la obligación de grabar conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas a aquellas conversaciones cuya intención sea dar lugar a una operación, incluso en caso de que ésta no se lleve a cabo finalmente, así como a conversaciones internas que den lugar a operaciones por cuenta propia, generando un impacto elevado en términos de adaptación de los sistemas de grabación de las entidades que se transformará en un incremento de los costes.

3.2. Estado actual de la normativa MiFID II en España

Los avances respecto a la implementación de la normativa MiFID II en España, están marcados por el calendario propuesto por la Comisión Europea y, como consecuencia, la industria española descansa en el retraso de un año propuesto por la Comisión para la entrada en vigor de la citada norma. No obstante, algunas entidades nacionales están valorando anticipar algunas decisiones estratégicas con vistas a posicionarse en el mercado, así como avanzar en la implementación de determinados requerimientos.

Respecto a la normativa vigente, la implementación de MiFID I en España supuso el primer reto, el cual no se pudo lograr en los tiempos marcados. La Directiva fue publicada en el DOUE en fecha 30 abril de 2004, debiendo ser incorporada al Derecho Nacional de los Estados miembro en los 24 meses siguientes a su entrada en vigor, esto es, no más tarde del 30 de abril de 2006. En España MiFID no entró en vigor hasta el 19 de diciembre de 2007, tras la publicación en el Boletín Oficial del Estado (en adelante, "**BOE**") de la Ley 47/2007, por la que se modifica la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. Este hecho no fue pasado por alto por la Comisión Europea, que presentó una denuncia ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea contra España, República Checa y Polonia por la no transposición de la normativa MiFID.

La normativa española relativa a los mercados de valores e instrumentos financieros se encuentra hoy, por tanto, profundamente marcada por normas de carácter europeo. La transposición de la MiFID se ha realizado a través de dos normas fundamentales:

- La citada Ley 47/2007, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- El 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.

Entre los principios inspiradores de dicha reforma se encuentran los siguientes:

- **La modernización de los mercados de valores españoles,** con el fin de adaptarlos a las necesidades del momento. Para responder a dichas necesidades, la Ley del Mercado de Valores amplió el catálogo de servicios de inversión que podrían prestar las entidades, así como los instrumentos financieros bajo su ámbito de aplicación, y reconoció distintos sistemas o métodos para la ejecución de operaciones.

- **Refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores.** La ley ha establecido un amplio catálogo de normas a las que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión.

- **Adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades** que presten servicios de inversión para garantizar que su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan.

- **Mejora de las potestades supervisoras de la CNMV,** potenciando los instrumentos y mecanismos para fomentar la cooperación, nacional e internacional entre supervisores.

Por su parte, actualmente la CNMV se encuentra llevando a cabo una ardua tarea regulatoria, prestando la máxima colaboración tanto a la Comisión Europea como a ESMA canalizando las consultas sobre la implementación de diferentes normas comunitarias con el mismo espíritu y en la misma dirección que los principios generales de MiFID II.

Particularmente, durante el año 2015, la CNMV colaboró en la elaboración de numerosas normas regulación y ejecución vinculantes, derivadas de la normativa europea de nivel 1 aprobada durante 2014. Entre las modificaciones normativas más relevantes cabe destacar la revisión de la Directiva (MiFID II), de la Directiva 2014/57/UE, de 16 de abril, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado (en adelante, "MAD") y del Reglamento (UE) no. 596/2014, de 16 de abril, sobre el abuso de mercado (en adelante, "MAR"), el Reglamento (UE) no. 909/2014, de 23 de julio, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, la Directiva 2014/91/UE, de 23 de julio, que modifica la Directiva UCITS en lo que se refiere a las funciones del depositario, las funciones de remuneración y las sanciones (en adelante, "UCITS V") y el Reglamento sobre productos financieros de inversión empaquetados dirigidos a minoristas (PRIIPS).

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

4. Principales cambios introducidos por la normativa MiFID II

Una vez revisadas las razones principales que motivaron la adecuación de la normativa así como el marco jurídico actual, se procede a identificar cuáles son las novedades más relevantes para el modelo de negocio de las entidades introducidas por MiFID II.

Los aspectos recogidos a continuación provienen mayoritariamente de las respuestas de los *stakeholders* al *consultation paper* de ESMA, en el cual participaron empresas de servicios de inversión, asociaciones de consumidores, las distintas autoridades nacionales competentes e incluso la propia ESMA, con el objeto de desarrollar el asesoramiento técnico.

4.1. Registros

Las novedades introducidas por MiFID II en materia de registro pueden dividirse en dos grupos principales, por un lado las obligaciones relativas a la conservación de determinados registros mínimos y, por otro, la gran novedad de registrar todas aquellas conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas que puedan dar lugar a la ejecución de una operación por cuenta del cliente o por cuenta propia, incluso si dicha operación no llega efectivamente a producirse.

En relación al primer grupo de obligaciones, MiFID ya incorporaba la obligación, de las empresas de servicios de inversión, de llevar un registro de todos los servicios y operaciones que realizase, MiFID II introduce nuevos requerimientos en el apartado 2.5 del *Technical Advice to the Commision* de ESMA. Dichos requisitos hacen referencia al soporte de los registros, de forma que se permita el acceso informático a la información contenida en los mismos, el cumplimiento de las obligaciones de la entidad con independencia de la tecnología que sirva de soporte a dicho registro y a la extensión del número de campos que debe contener los registros de operaciones y de órdenes.

Asimismo, se incrementa el listado de registros mínimos obligatorios, si bien la normativa española, en virtud de la Resolución de CNMV de 7 de octubre de 2009 relativa a los registros mínimos que deben tener las empresas que prestan servicios de inversión, la mayoría de dichos registros ya eran exigibles. También se incrementa el listado de campos de información que deberán contener el registro de órdenes y de operaciones.

Respecto al registro de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas, el artículo 16 de MiFID II, apartado 7, introduce la obligación de grabar todas las conversaciones y comunicaciones relativas, al menos, a las operaciones realizadas cuando se negocia por cuenta propia y a la prestación de servicios que estén relacionados con la recepción, transmisión y ejecución de órdenes (en adelante, "RTO") de clientes. Entre dichas conversaciones y comunicaciones deberán figurar también aquellas cuya intención sea dar lugar a operaciones realizadas en el marco de una negociación por cuenta

propia o en la prestación del servicio de RTO a los clientes, incluso si las mismas no dan lugar a la realización de tales operaciones.

Este tipo de registros se deberá conservar por un periodo mínimo de cinco años y, cuando la autoridad competente así lo requiera, durante un periodo de hasta siete años.

La normativa de nivel 2, por su parte, establece requisitos de organización para permitir a las empresas de servicios de inversión cumplir correctamente con los anteriores requerimientos. Entre dichos requisitos se encuentran los siguientes:

- supervisión y control efectivo por parte de la alta dirección de la entidad;
- contar con una política de grabación de conversaciones telefónicas y comunicaciones electrónicas, por escrito, y adecuada al tamaño de la entidad;
- contar con medidas que sean neutrales desde un punto de vista tecnológico;
- mantener y actualizar de forma periódica un registro de todos aquellos empleados a los que se les ha facilitado dispositivos móviles propiedad de la entidad o, dispositivos propios que han sido autorizados por la entidad para uso profesional; y
- seguimiento y revisión periódica de los registros de órdenes y operaciones, incluyendo las órdenes telefónicas, para asegurar que se cumple con las obligaciones de MiFID II en materia de registros.

Por último, MiFID II introduce también la posibilidad de registrar el contenido de los encuentros presenciales con clientes mediante actas o notas, si bien la normativa de nivel 2 parece indicar que se trata de una obligación más que de una posibilidad.

4.2. Incentivos

Incentivos en relación a los servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras

MiFID II establece, en virtud de su artículo 24, apartados 7 y 8, que todos aquellos honorarios, comisiones y beneficios monetarios o no monetarios pagados o percibidos por la empresa de servicios de inversión, comúnmente conocidos como “incentivos”, estarán prohibidos siempre que la entidad preste el servicio de asesoramiento independiente o de gestión discrecional de carteras. En caso de que se perciban incentivos de un tercero cuando se presten estos servicios, la entidad deberá reintegrar las cantidades percibidas a los clientes, no permitiéndose compensar dichos incentivos con costes y gastos a ser abonados por los clientes.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Además, bajo la nueva normativa, será necesario proporcionar información a los clientes sobre los incentivos percibidos por la Entidad y posteriormente abonados al cliente, tanto *ex-ante* como *ex-post*. En este sentido, las entidades deberán informar periódicamente a sus clientes sobre todas aquellas transferencias realizadas en sus cuentas en concepto de incentivos pagados por terceros.

No obstante lo anterior, el artículo 12 de la Directiva Delegada de MiFID II, publicado por la Comisión Europea, establece que siempre que se informe al cliente de su existencia, se seguirá permitiendo la recepción de determinados beneficios no monetarios que tienen la condición de menores, en tanto no es probable que dichos incentivos menores tengan la capacidad de influir en el comportamiento de quien los recibe, en detrimento del interés del cliente. Sin embargo, se establece una lista tasada de beneficios no monetarios menores que las empresas de servicios de inversión podrán pagar o percibir de terceros, entre los que figuran beneficios como, por ejemplo, documentación relativa a un instrumento financiero o participación en eventos sobre beneficios y características de un servicio de inversión. Aquellos beneficios que no figuren en la citada lista tasada no podrán tener la consideración de no monetarios menores.

Incentivos en relación al resto de servicios de inversión

En todos aquellos servicios de inversión diferentes al asesoramiento independiente y la gestión discrecional de carteras, el cobro o pago de incentivos sigue estando permitido, si bien se endurecen los requisitos para ello.

En este sentido, cabe destacar que MiFID I ya establecía que, siempre que se revelase al cliente la existencia de dichos incentivos con carácter previo a la prestación del servicio y que el pago de éstos aumentase la calidad del servicio prestado al cliente y no entorpeciera el cumplimiento de actuar en el mejor interés del cliente, el cobro de incentivos se consideraba una actividad lícita. No obstante, MiFID II endurece tanto las obligaciones de información a los clientes sobre la existencia de incentivos permitidos, como las condiciones para considerar que éstos aumentan la calidad del servicio.

En relación con los requisitos para el cobro de honorarios, comisiones o beneficios monetarios o no monetarios, la Directiva de Desarrollo de MiFID II, en su artículo 11, establece que para su cobro éstos deberán cumplir, en todo momento, los siguientes requisitos:

1. deben justificarse mediante la prestación de un servicio adicional o de mayor calidad ("*quality enhancement*") que sea proporcional a los incentivos percibidos, como por ejemplo:

    a. la prestación del servicio de **asesoramiento no independiente** con acceso a una amplia gama de instrumentos financieros idóneos para el cliente, incluyendo un número adecuado de instrumentos de terceros que no tengan vínculos estrechos con la entidad;

b. la prestación del servicio de **asesoramiento no independiente** combinado con la posibilidad, al menos de forma anual, de evaluar de forma continuada la idoneidad de los instrumentos financieros en los que el cliente ha invertido; o con cualquier otro servicio recurrente que aporte valor añadido al cliente, tal y como asesoramiento sobre la distribución óptima de los activos del cliente (*"asset allocation"*); u

c. ofrecer acceso, a un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros que son adecuados para satisfacer las necesidades del cliente, incluyendo un número adecuado de instrumentos financieros de terceros que no tengan vínculos estrechos con la entidad; junto con bien herramientas de valor añadido, que permitan, por ejemplo, ayudar al cliente a tomar decisiones de inversión o hacer seguimiento, adecuar y ajustar la gama de instrumentos financieros en los que ha invertido; o la provisión de informes periódicos sobre el rendimiento y los costes y gastos asociados a los instrumentos financieros.

2. no deben beneficiar directamente a la entidad que los recibe, sus accionistas o empleados, sin que exista un beneficio tangible para el cliente; y

3. deben justificarse mediante la prestación de un beneficio recurrente para el cliente, en el caso de que los incentivos se reciban de forma recurrente.

Adicionalmente, las entidades deberán conservar evidencias del cumplimiento de los requisitos de *quality enhancement* a través de listas internas en las que se establezcan la totalidad de incentivos percibidos de terceros en relación a un servicio de inversión o auxiliar y a través de registros en los que conste cómo los incentivos aumentan la calidad del servicio que se proporciona a los clientes y las medidas tomadas para no perjudicar el deber de actuar de forma honesta, justa y profesional respecto a los intereses de los clientes.

Asimismo, las entidades tienen obligaciones específicas de información sobre los incentivos pagados o recibidos. En este sentido, tendrán la obligación de proporcionar a los clientes, de forma previa a la prestación de los servicios de inversión o auxiliares, los incentivos que se van recibir. Cuando dicha información no pueda calcularse de forma previa, además de proporcionar a los clientes el método de cálculo, se les deberá facilitar información *ex-post* sobre la cantidad exacta de incentivos recibidos. Por último, y como mínimo una vez al año, en tanto el servicio que se preste y los incentivos que se reciban sean recurrentes, se deberá informar a cada cliente, de forma individual, sobre el total de incentivos recibidos en relación a los servicios de inversión que se le han prestado. Los beneficios no monetarios menores podrán describirse de forma genérica.

Consideración de los análisis de inversión (*"research"*) como incentivo

Respecto a los informes de análisis de inversión, al no encontrarse comprendidos en el listado de beneficios no monetarios menores anteriormente citado, se considera un incentivo "prohibido" cuando se prestan los servicios de asesoramiento independiente y de gestión discrecional de carteras. Esto supone

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

un considerable aumento de los costes para las entidades que prestan dichos servicios, barreras de entrada al negocio del *research* y una reducción de la diversidad de los informes, con el consiguiente impacto negativo para aquellas entidades de menor tamaño que no puedan hacer frente a todas estas dificultades.

Al objeto de regular la provisión de *research* cuando se prestan servicios de inversión, el artículo 13 de la Directiva Delegada de MiFID II establece los requisitos para no ser considerado un incentivo. En este sentido, no serán considerados incentivos todos aquellos informes que se reciban a cambio de:

1. pagos directos realizados por la empresa de servicios de inversión de sus propios recursos;

2. pagos desde una cuenta separada, controlada por la empresa de servicios de inversión, siempre y cuando se cumplan las siguientes condiciones para poder operar en dicha cuenta:

    a. la cuenta debe estar fundada en un cargo específico al cliente;

    b. se deberá llevar a cabo periódicamente evaluaciones del presupuesto destinado a *research*, como una medida administrativa interna;

    c. la entidad será responsable de la cuenta de pago del *research*;

    d. se deberá llevar a cabo evaluaciones periódicas de la calidad de los informes de inversión adquiridos, sobre la base de unos criterios robustos y de la capacidad de contribuir a tomar mejores decisiones de inversión;

3. si la entidad hace uso de la cuenta de pago de los informes de inversión, deberá proporcionar a sus clientes la siguiente información:

    a. antes de la prestación del servicio, se informará sobre la cantidad a la que asciende el presupuesto para *research* y del importe estimado de cada uno de los cargos que se efectuarán al cliente; y

    b. anualmente, se proporcionará información sobre el total de los costes en los que ha incurrido el cliente en concepto de informes de inversión de terceros proveedores.

Cuando la empresa de servicios de inversión opere en una cuenta de pago de análisis de inversión, deberá facilitar, previa solicitud de los clientes o de la autoridad competente, un resumen de los pagos hechos desde dicha cuenta, las cantidades totales pagadas durante un periodo concreto, los beneficios y servicios recibidos por la empresa y cómo el coste total de los análisis de inversión se coteja con el presupuesto de *research*.

En aquellos casos en los que los análisis de inversión se cobren junto a la comisión de ejecución, se deberá indicar de forma separada el importe del *research*.

4.3. Modelo de asesoramiento independiente y modelo de asesoramiento no independiente

MiFID II añade al concepto de asesoramiento (entendiendo éste como la prestación de recomendaciones personalizadas al cliente, ya sea a petición de éste o por iniciativa propia de la empresa de servicios e inversión, sobre uno o más instrumentos financieros concretos) el adjetivo de "independiente" o de "no independiente", diferenciando, por tanto, entre varios tipos de asesoramiento.

De conformidad con el artículo 24.7 de MiFID II, para que el servicio de asesoramiento sea considerado independiente, deberá cumplir los siguientes requisitos:

1. evaluar una gama suficiente de instrumentos financieros disponibles en el mercado, que sea suficientemente diversificada en lo que respecta a sus tipos y a sus emisores o proveedores, a fin de garantizar que los objetivos de inversión del cliente puedan cumplirse adecuadamente y no se limiten a instrumentos emitidos por la propia empresa de servicios de inversión, entidades con las que tenga vínculos estrechos u otras entidades con las tenga vínculos jurídicos o económicos; y

2. no se podrán aceptar o retener honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios (o no monetarios) abonados por terceros en relación a la prestación del servicio a los clientes.

   Se excluyen de la prohibición anterior los beneficios no monetarios menores que, como se ha indicado previamente en el apartado relativo a incentivos, podrán percibirse siempre que se comuniquen previamente al cliente y no afecten al deber de la entidad de actuar de forma honesta, justa y profesional respecto a los intereses de sus clientes.

Por su parte, ESMA ha clarificado, en su *Technical Advice to the Commission*, qué se entiende por una amplia gama de instrumentos financieros. En este sentido, el apartado 2.16 de dicho documento establece que la entidad deberá definir e implementar un proceso de selección mediante el que evalúe y compare diferentes instrumentos financieros disponibles en el mercado, proceso que deberá incluir los siguientes elementos:

1. una selección diversificada de instrumentos financieros por tipo, emisor o proveedor, que no se limite a instrumentos financieros emitidos o proporcionados por la entidad o por entidades con las que tiene vínculos estrechos legales o económicos;

2. el número y variedad de los instrumentos debe ser proporcional al alcance de los servicios de asesoramiento ofertados por el asesor independiente;

3. el número y variedad de los instrumentos debe ser considerada suficientemente representativa de los instrumentos disponibles en el mercado;

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

4. la cantidad de instrumentos financieros emitidos por la entidad o por entidades con las que se tengan vínculos estrechos deberá ser proporcionar al número de instrumentos financieros analizados; y

5. los criterios para comparar los instrumentos deben incluir aspectos como el riesgo, los costes y la complejidad, así como las características de los clientes.

En aquellos casos en los que no sea posible realizar el proceso de selección anterior debido al modelo de negocio o el alcance específico de los servicios prestado por la entidad, no podrá calificarse el servicio como "independiente". Lo anterior, sin embargo, no impide que, cuando el asesoramiento proporcionado por la entidad se centre en determinadas categorías o tipos de instrumentos financieros, el servicio que se ofrezca pueda ser considerado independiente, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos.

Por último, el servicio de asesoramiento no independiente será aquel que no cumpla los requisitos anteriormente citados.

Modelo de asesoramiento mixto

La Directiva MiFID II no obliga a las entidades a decantarse por la prestación de un tipo u otro de asesoramiento financiero, siendo posible la prestación simultánea de ambos tipos de asesoramiento, independiente y no independiente, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos de información a clientes los cuales se recogen en el apartado 2.16 del *Technical Advice to the Commision* de ESMA.

Dicho apartado establece que una empresa de servicios de inversión que preste ambos tipos de asesoramiento deberá cumplir con los siguientes requisitos:

1. la empresa de servicios de inversión deberá, antes de la prestación del servicio de asesoramiento y mediante soporte duradero, informar a sus clientes minoristas si el tipo de asesoramiento que se prestará es independiente o no;

2. la empresa de servicios de inversión no deberá presentarse como independiente para la totalidad de su negocio, si bien la entidad sí que podrá ofrecerse como independiente para aquellos servicios en los que se preste asesoramiento independiente; y

3. deberá contar con medidas organizativas y controles adecuados para asegurar que ambos tipos de asesoramiento están claramente diferenciados. En este extremo, la entidad no permitirá que un mismo asesor proporcione ambos tipos de asesoramiento, y deberá asegurarse de que los clientes entienden el servicio que están recibiendo y el tipo de asesoramiento que es más adecuado para ellos.

4.4. Gobernanza de productos

En materia de gobierno de producto, MiFID II establece diversas obligaciones dirigidas a las empresas de servicios de inversión que actúan como fabricantes de instrumentos o productos financieros y a las entidades que actúen como distribuidoras de los instrumentos o productos financieros fabricados por las primeras.

Si bien la normativa MiFID II introduce importantes novedades en materia de gobierno de producto los recientemente publicados Actos Delegados de la Comisión detallan las obligaciones a este respecto que deben ser interpretados bajo la luz de las guías y directrices regulatorias que las autoridades supervisoras europeas (ESA) han publicado sobre gobierno de producto.

Los requerimientos de MiFID II diferencian entre las obligaciones de los fabricantes de productos y los distribuidores de los mismos, según se detalla a continuación:

Respecto a las empresas de servicios de inversión que diseñen o fabriquen instrumentos financieros, MiFID II establece la obligación de mantener, gestionar y revisar periódicamente un proceso para la aprobación de productos de las entidades, que debe contemplar, entre otros, los siguientes aspectos:

- la detección y gestión adecuada de potenciales conflictos de interés en el proceso de aprobación de nuevos productos;
- la delimitación del público objetivo al que se pretenda dirigir el instrumento en cuestión así como la delimitación del segmento de la población al que no se debe comercializar dicho instrumento;
- llevar a cabo análisis de escenarios o pruebas de simulación de sus productos;
- el análisis de la estructura de coste propuesta y su nivel de adecuación al público objetivo delimitado;
- mecanismos de flujos de información entre fabricantes y/o distribuidores;
- el seguimiento de los productos de forma periódica; y
- la involucración de los órganos de administración y su alineamiento con la estrategia de distribución de la entidad.

Respecto a las entidades que actúan como distribuidores de los instrumentos financieros, MiFID II también desarrolla obligaciones específicas, siendo las principales las que se detallan a continuación.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- tener procedimientos adecuados para asegurar que los productos y servicios ofrecidos o recomendados se ajustan a las necesidades, características y objetivos del público objetivo delimitado;
- obtener información necesaria de los fabricantes respecto a los productos que comercializa;
- el seguimiento de los productos de forma periódica; y
- la involucración de los órganos de administración y su alineamiento con la estrategia de distribución de la entidad.

Para el correcto funcionamiento y aplicación de las obligaciones en materia de gobierno de producto que se establecen, es necesario que exista un adecuado flujo de información entre la entidad fabricante y la que actúa como distribuidora. No solo porque el fabricante deba informar al distribuidor sobre el producto que ha diseñado y a qué público objetivo debe y no debe comercializarse, sino, en sentido contrario, para que el distribuidor pueda informar periódicamente al fabricante sobre su experiencia con el producto, el comportamiento de éste en el mercado. El distribuidor deberá ofrecer datos e información (volúmenes de venta, quejas y reclamaciones recibidas, tipos de clientes que adquieren el producto) que sean necesarios para que el fabricante pueda revisar y comprobar que el producto continúa siendo adecuado a las necesidades, características y objetivos del público objetivo definido por el fabricante.

4.5. Información a clientes

Los nuevos requisitos de información, establecidos en el artículo 24 de MiFID II, apartados 3 y 4, se centran en 3 aspectos principales:

1. Información relativa a los instrumentos financieros.

    a. La información facilitada sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión propuestas deberá incluir advertencias y orientaciones apropiadas sobre los riesgos asociados a dichos instrumentos o estrategias. La descripción de los riesgos deberá incluir cualquier impedimento o restricción a la desinversión, incluyendo un ejemplo ilustrativo de los posibles métodos de salida de la inversión y sus consecuencias.

    b. Información sobre si el producto se encuentra diseñado para clientes minoristas o profesionales.

    c. Inclusión de información relativa al funcionamiento y rendimientos de un instrumento financiero bajo diferentes condiciones de mercado (tanto negativas como positivas).

2. Información acerca del propio servicio de asesoramiento que se va a prestar.

   a. Información sobre la naturaleza y tipo de asesoramiento que se presta, esto es si el servicio se presta, o no, de forma independiente, incluyendo la prohibición de recibir incentivos.

   b. Información relativa al rango de instrumentos analizados y su proceso de selección, esto es, si el asesoramiento se basa en un análisis general o más restringido de instrumentos financieros y, en particular, si la gama se limita a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión, o bien cualquier otro tipo de relación jurídica o económica que pueda mermar la independencia del asesoramiento.

   c. Información sobre si se proporcionará, o no, una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados para ese cliente.

3. Información sobre costes y gastos asociados.

   a. Se aplica a todas las categorías de clientes, si bien en caso de clientes profesionales o contrapartes elegibles es posible acordar una aplicación más limitada de dichos requerimientos de información.

   b. La información comprenderá los costes y gastos asociados tanto a los instrumentos financieros como a los servicios de inversión y auxiliares, y se facilitará de forma agregada, en porcentaje y en nominal, tanto *ex-ante* como *ex-post*, de forma que el cliente pueda comprender el efecto acumulativo sobre el rendimiento de la inversión.

   c. A solicitud del cliente se proporcionará un desglose de la totalidad de costes y gastos.

   d. Para aquellos productos en los que se requiera proporcionar al cliente el KID de PRIIPs o el KIID de UCITS, únicamente será necesario facilitar aquella información sobre costes y gastos que no figuren en dichos documentos.

   e. En aquellos casos en los que la información sobre costes y gastos asociados a un producto no esté disponible, podrá proporcionarse información histórica sobre costes y gastos asociados como indicador esperado de los costes y gastos.

4.6. Idoneidad y conveniencia

Los requerimientos relativos a la evaluación de conveniencia e idoneidad se encuentran recogidos en el artículo 25 de la Directiva MiFID II.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Por un lado, la evaluación de idoneidad necesaria para la prestación del servicio de asesoramiento o de gestión discrecional de carteras se refuerza en el texto de la nueva Directiva, en tanto se exige, por un lado, obtener más información sobre situación financiera del cliente, de forma que se acredite la capacidad de éste para soportar pérdidas, y, por otro lado, respecto a los objetivos de inversión, recabar información sobre la tolerancia al riesgo del cliente. En este sentido, la recomendación proporcionada al cliente deberá tener en cuenta la información anteriormente citada de cara a determinar si un producto resulta idóneo para un cliente.

Por otro lado, en el resto de supuestos distintos al asesoramiento o gestión de carteras, se mantiene la obligación de evaluar la conveniencia del producto mediante el análisis de los conocimientos y experiencia del cliente, añadiéndose únicamente que en los casos de comercialización de productos combinados, a través de un paquete, la evaluación de conveniencia deberá extenderse a todo el paquete global. Dicho requerimiento afecta asimismo a la evaluación de idoneidad anteriormente citada.

En relación al servicio de ejecución o recepción y transmisión de órdenes de clientes, se mantiene la posibilidad de que la entidad no se encuentre obligada a realizar la evaluación de la conveniencia siempre que: (i) los servicios se refieran a la comercialización de productos considerados no complejos; (ii) el producto haya sido solicitado a instancia del cliente; (iii) se haya informado al cliente de forma previa de la no obligación de la entidad de evaluar la conveniencia del instrumento; y (iv) la entidad haya tomado las medidas exigidas por la normativa para evitar los conflictos de intereses. Se excluye de dicha excepción las concesiones de préstamos o créditos que no comprometen el límite existente de los préstamos, cuentas corrientes y descubiertos autorizados a los clientes, si bien sí que se permite dicha excepción en el caso de los depósitos estructurados salvo aquellos que incluyan una estructura que impida una clara comprensión del cliente de la relación riesgo-rendimiento o el coste de salida del producto antes de su vencimiento y que, por tanto, sean considerados productos complejos.

En general, la normativa MiFID en materia de idoneidad y conveniencia pretende establecer pautas más específicas al objeto de que las empresas de servicios de inversión puedan recabar información relevante para llevar a cabo dichas evaluaciones, así como los criterios para evaluar instrumentos considerados no complejos y, en particular, todas aquellas acciones que puedan garantizar un verdadero valor añadido para el cliente.

Respecto al nivel 2 de la normativa, ESMA ha ratificado en su *Technical Advice to the Commission* los siguientes aspectos técnicos:

1. Se amplían los criterios para clarificar la consideración de un producto como no complejo:

    a. que los instrumentos no incluyan cláusulas que puedan alterar la naturaleza o el riesgo de la inversión o el perfil de pago; y

    b. que los instrumentos no incluyan comisiones o gastos de salida implícitos o explícitos que puedan hacer ilíquida la inversión.

2. Se mantiene la obligación de contar con registros relativos a la evaluación de la conveniencia, si bien esto ya se recogía de forma expresa en la normativa española en virtud de la Circular 3/2013 de CNMV, de 12 de junio, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se le prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros. Dichos registros deberán contener, como mínimo, lo siguiente:

    a. el resultado de la evaluación de conveniencia;

    b. cualquier advertencia expuesta al cliente donde se valoró que no era adecuado para el cliente, si el cliente a pesar de la advertencia ejecutó la orden o suscribió el servicio; y

    c. cualquier advertencia hecha al cliente cuando éste no suministra la información necesaria para llevar a cabo el test de conveniencia, y si el cliente procede con la orden a pesar de las mencionadas advertencias.

4.7. Conflictos de interés

La estructura actual de las empresas de servicios de inversión incrementa la posibilidad de que surjan conflictos de interés, en gran medida como consecuencia de los sistemas de remuneración y del cobro de retrocesiones por parte de terceros, tan comunes actualmente en las prácticas de comercialización de productos financieros. En este sentido, el artículo 23 de MiFID II, relativo a los conflictos de interés, en línea con lo ya establecido en MiFID I, exige a las entidades que tomen todas las medidas apropiadas para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de interés que pudieran surgir en la prestación de servicios de inversión o auxiliares, incluidos los causados por la recepción de incentivos de terceros o por la propia remuneración de la empresa de servicios de inversión y otras estructuras de incentivos.

A este respecto, es importante destacar que cuando las medidas organizativas o administrativas adoptadas por las entidades a este respecto no sean suficientes para evitar el riesgo de perjuicio para los clientes, se deberá revelar claramente al cliente la naturaleza general o el origen de los conflictos de interés, así como las medidas adoptadas para mitigar dichos riesgos, de forma previa a actuar por cuenta del cliente.

Esta información se facilitará al cliente en un soporte duradero y con suficiente detalle, teniendo en cuenta la naturaleza del cliente, de forma que éste pueda tomar una decisión sobre el servicio con conocimientos de causa, si bien el apartado 2.9 del *Technical Advice to the Commision* de ESMA requiere que dicha comunicación al cliente se considere una medida de último recurso, de forma que únicamente pueda ser empleada cuando las medidas organizativas y administrativas establecidas por la entidad no sean suficiente para asegurar, con razonable certeza, que se evitará el riesgo de perjuicio para los intereses del cliente.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Conflictos de interés relacionados con los informes de inversión

El servicio de elaboración de informes de inversión puede provocar situaciones de conflicto de interés entre los analistas o aquellas personas competentes que elaboran dichos informes y sus destinatarios finales. En este sentido, si bien MiFID I ya contenía determinados preceptos dedicados a evitar este tipo de situaciones, las obligaciones que deberán cumplir las empresas de servicios de inversión cuando elaboren este tipo de informes se incrementan con MiFID II. Como ejemplo de lo anterior podemos citar el nuevo requerimiento de que exista una separación física entre los analistas que elaboran informes de inversión y otras personas competentes cuyas responsabilidades o intereses de negocio pueden entrar en conflicto con los intereses de los destinatarios finales de los informes. No obstante, cuando debido al tamaño de la entidad no sea proporcionado que exista una separación física entre estos dos grupos de personas, la entidad deberá demostrar que cuenta con barreras de información adecuadas.

Conflictos de interés relacionados con los servicios de aseguramiento y colocación

Una de las novedades más destacadas de MiFID II en materia de conflictos de interés es la importancia que otorga al establecimiento de medidas adicionales de identificación y prevención o gestión de los conflictos de interés cuando se prestan los servicios de aseguramiento y colocación. Dichas medidas adicionales son establecidas por ESMA en el apartado 2.10 del *Technical Advice to the Commision*, con especial referencia a las siguientes situaciones: (i) asesoramiento de la estrategia de *corporate finance*; (ii) fijación de precios; (ii) colocación; (iv) distribución o asesoramiento a clientes minoristas; y (v) concesión de préstamos o créditos.

Con carácter general, la entidad deberá contar con un proceso centralizado por el cual identifique todas las operaciones de aseguramiento y colocación de las que es parte, así como llevar un registro con la información relativa a las mismas, especificando la fecha en la que la entidad fue informada de una potencial operación de aseguramiento o colocación. Asimismo, se deberá registrar el contenido y fecha de cualquier instrucción recibida de los clientes a los que se les está prestando el servicio en cuestión, así como cada una de las decisiones de distribución, de forma que las decisiones finales de distribución a los inversores puedan reconstruirse y estén claramente justificadas.

Respecto a la prestación del servicio de colocación algunas empresas de servicios de inversión pueden prestar servicios de asesoramiento de forma simultánea, y por tal motivo deberán mantener acuerdos de organización donde se especifique la política de suscripción y colocación para dar cumplimento a los artículos 16(3) y 23 de MiFID II. Los procesos de suscripción y colocación pueden generar conflictos de interés en particular cuando hay relaciones intragrupo y las empresas de servicios de inversión distribuyen un gran número de servicios y productos a los clientes, es por ello que se introdujeron los siguientes requerimientos:

i. Asesoramiento en la estrategia de *corporate finance* de forma simultánea a la prestación del servicio de aseguramiento y colocación

Será necesario, de forma previa a la prestación del servicio de aseguramiento y coloración, que la entidad cuente con medidas para garantizar que se explica claramente al cliente lo siguiente:

- las alternativas de financiación disponibles, incluyendo las comisiones y gastos asociados a cada una de dichas alternativas;
- la duración y el proceso necesarios para la consecución de los objetivos;
- el detalle del público al que se dirigirá la emisión;
- las personas y departamentos involucrados en la prestación de asesoramiento sobre la estrategia de *corporate finance* e involucrados en la emisión; y
- cómo se gestionarán los conflictos de interés que puedan surgir cuando se coloque la emisión entre los clientes de la entidad o en su propia cartera.

ii. Fijación de precios

Se deberá contar con sistemas, controles y procedimientos que identifiquen y gestionen los conflictos de interés que puedan surgir en posibles situaciones de precios por encima y por debajo de mercado de emisiones en las que la entidad adquiere valores para su propia cartera. Adicionalmente, la entidad deberá proporcionar al cliente información sobre cómo determina la recomendación respecto al precio.

iii. Colocación

Entre las medidas que deberán implementar las entidades de cara a evitar los conflictos de interés se encuentran las siguientes:

- prohibición de que las recomendaciones de distribución se encuentren condicionadas indebidamente por la existencia de actuales o futuras relaciones;
- separación entre aquellas personas responsables de la distribución a inversores finales y aquellas involucradas en las recomendaciones de distribución al cliente-emisor;
- prohibición de aceptar pagos de terceros que entren en conflicto con los requerimientos en materia de incentivos;

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- existencia de una política de distribución, en la que se establezca el proceso de emisión de recomendaciones de distribución, que deberá ser facilitada al cliente-emisor de forma previa al acuerdo de emisión; e

- involucración del cliente-emisor en las discusiones relativas al proceso de colocación, de forma que pueda tenerse en cuenta los intereses de dicho cliente.

iv. Distribución o asesoramiento a clientes minoristas

Se deberá contar con sistemas, controles y procedimientos que permitan identificar y gestionar los conflictos de interés que puedan surgir cuando las entidades colocan en el tramo minorista una emisión por la que están recibiendo honorarios y comisiones o cuando colocan a sus clientes una emisión propia. En este sentido, se deberá explicar al cliente de forma previa la naturaleza de este tipo de actividad, así como la fuente de los conflictos de interés, con detalles relativos a los riesgos específicos que dichas actividades conllevan, al objeto de que los clientes puedan tomar decisiones de inversión completamente informadas.

v. Concesión de préstamos y créditos

En aquellos casos en los que un préstamo o crédito previo del cliente vaya a ser pagado con los beneficios resultantes de una emisión, la entidad deberá contar con medidas para identificar y gestionar los conflictos de interés. Cuando las medidas no sean suficientes para asegurar que no se producirá ningún perjuicio para los intereses de los clientes, se deberá informar a éstos sobre los conflictos de interés derivados del hecho de que la entidad está actuando, por un lado, como prestamista y, por otro, como organizador de una emisión.

Por último, cuando una entidad del grupo sea el prestamista y otra entidad sea la organizadora de la emisión, la política de conflictos de interés deberá prever el supuesto de que dichas entidades se faciliten información sobre la situación financiera de un cliente sin que esto suponga una infracción de las barreras de información existentes.

4.8. Remuneraciones

La obligación principal en materia de remuneración se encuentra recogida en el artículo 24.10 de MiFID II, y es posteriormente desarrollada por ESMA en su *Technical Advice to the Commission*, apartado 2.11.

MiFID II, en línea con la regulación relativa a los conflictos de interés, considera la remuneración del personal que presta servicios de inversión a los clientes como un aspecto muy significativo de cara a evitar potenciales conflictos de interés que pudieran surgir entre la entidad y sus clientes. En este sentido, las políticas de remuneración deberán estar alineadas con la gestión activa de los

conflictos de interés que pudieran surgir, no debiendo incentivar a las personas responsables de prestar servicios de inversión o de comercializar instrumentos financieros a favorecer sus propios intereses. Por todo ello, se debe velar por la correcta proporción entre remuneración fija y variable y, adicionalmente, esta última no debe tener en cuenta únicamente factores cuantitativos sino incorporar también factores cualitativos tales como el número de quejas y reclamaciones presentados por los clientes, el cumplimiento de normativa aplicable, incluyendo normas internas de la entidad, etc. El alcance de esta obligación es independiente de la clasificación que tengan los clientes de la entidad.

Otro aspecto relevante que incorpora MiFID II es el hecho de incorporar las remuneraciones en especie y las progresiones de carrera de las personas especialmente vinculadas a los servicios de inversión y de asesoramiento, no teniendo en cuenta únicamente las remuneraciones monetarias.

La importancia que otorga MiFID II a la cuestión de la remuneración de aquellos empleados que prestan servicios de inversión queda reflejada en el hecho de que, con la entrada en vigor de dicha Directiva, será el órgano de administración el encargado de aprobar la política general de remuneraciones de la entidad. Asimismo, la puesta en práctica de dicha política y el control del cumplimiento de la misma, al objeto de evitar riesgos relacionados con los conflictos de interés, serán responsabilidad de la alta dirección.

4.9. Conocimientos y experiencia

MiFID I no hacía referencia expresa a las competencias y conocimiento necesarios del personal involucrado en la prestación de servicios de inversión, más allá de los conocimientos generales que se les exige a los agentes vinculados conforme al artículo 23 de la Directiva de primer nivel.

La creciente complejidad de los productos y servicios de inversión, la continua innovación en su diseño y las malas prácticas de distribución de los mismos y, por tanto, el incremento de la litigiosidad derivada de su comercialización han puesto de manifiesto la necesidad de que las personas que realizan las actividades de comercialización o asesoramiento posean un nivel de conocimientos y competencias respecto a los productos y servicios que ofrecen. Por ello, el legislador europeo, consciente de las carencias de formación y experiencia en las entidades financieras, especialmente en determinados segmentos como pueden ser la red de ventas, a modo de ejemplo, introduce con la Directiva MiFID II requerimientos concretos que exigen a dichas entidades financieras que las personas físicas que presten asesoramiento o que proporcionen información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o auxiliares, dispongan de conocimientos y competencias específicos que les permitan un adecuado cumplimiento de sus obligaciones.

En este sentido, el artículo 25, apartado 1, de MiFID II, establece lo siguiente: "*Los Estados miembro exigirán a las empresas de servicios de inversión que aseguren y demuestren a la autoridades competentes*

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

que lo soliciten que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de servicios de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarias para cumplir sus obligaciones de acuerdo con el artículo 25 y el presente artículo". Asimismo, el apartado 10 de dicho artículo requiere a ESMA para elaborar las directrices donde se especifiquen los criterios para la evaluación de los conocimientos y competencias y, conforme a dicho mandato, el pasado 17 de diciembre de 2015, ESMA publicó las *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias*.

El objetivo de dichas directrices es el establecimiento de unos estándares mínimos para evaluar, por parte de las entidades, los conocimientos y competencias de aquellas personas físicas que asesoren a clientes o les proporcionen información, teniendo en consideración que, bajo el principio de proporcionalidad, los requisitos exigibles al primer grupo deberán ser mayores que los exigibles al segundo. Como criterio general, los conocimientos y competencias de los empleados deberán permitirles cumplir con lo dispuesto en los requerimientos legales y regulatorios, los estándares de mercado y las políticas y procedimientos internos de cada entidad y, como novedades significativas, se destaca la exigencia de un periodo mínimo de experiencia previa de 6 meses en funciones de similar naturaleza, la necesidad de unas cualificaciones determinadas (que serán fijados por cada una de las autoridades nacionales competentes) y el establecimiento de un régimen de supervisión para aquellos empleados que no cumplan con las cualificaciones y experiencia requeridos. Por último, como mínimo con carácter anual, las entidades deberán llevar a cabo una revisión de los conocimientos y competencias de los empleados bajo el ámbito de aplicación de las directrices, que podrá ser llevado a cabo de forma interna o externa, conforme determine el regulador nacional.

4.10. Cumplimiento normativo *(compliance function)*

El conjunto normativo de MiFID I establecía la obligación de las empresas de inversión de establecer políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la misma, incluidos sus directivos, empleados y agentes vinculados, cumplan con las obligaciones que les impone la normativa MiFID, así como las normas pertinentes aplicables a las operaciones personales de dichas personas. Asimismo, su directiva de segundo nivel especificaba en su artículo 6 que las entidades deberán detectar cualquier riesgo de incumplimiento por parte de la empresa, así como los riesgos asociados, y adoptar medidas y procedimientos para minimizar dicho riesgo y permitir a las autoridades competentes que ejerzan sus facultades de manera efectiva. Para todo ello, se deberá implantar y mantener un órgano de verificación del cumplimiento permanente, eficaz y que funcione de forma independiente (función de cumplimiento normativo).

MiFID II no introduce novedades significativas, en tanto los nuevos requerimientos derivan de las *Directrices de ESMA acerca de ciertos aspectos de los requisitos del órgano de verificación del cumplimiento de la MiFID*, publicadas el 25 de junio de 2012.

A modo de ejemplo, las nuevas responsabilidades asignadas a la función de cumplimiento normativo son las siguientes:

- hacer seguimiento permanente y evaluar, con carácter periódico, de la adecuación y efectividad de las medidas y procedimientos con los que cuenta la empresa de servicios de inversión y las acciones llevadas a cabo para mitigar cualquier deficiencia identificada;

- prestar asesoramiento a las personas responsables de la prestación de servicios de inversión;

- informar directamente al órgano de dirección, como mínimo con carácter anual, de la implementación y efectividad del entorno general del control; y

- hacer seguimiento de las cuestiones relativas a las quejas y reclamaciones.

Por su parte, entre las nuevas características de dicha función, se encontrarían las siguientes:

- tener autoridad, recursos, experiencia y acceso a toda la información relevante;

- el responsable de la función será nombrado y sustituido por la alta dirección de la entidad;

- reportar directamente a la alta dirección, cada vez que exista un riesgo significativo de incumplimiento de las obligaciones de la entidad;

- las personas que formen parte de la función de cumplimiento normativo no podrán estar involucradas en las actividades que la función supervisa; y

- el método para determinar la remuneración de las personas que forman parte de la función de cumplimiento normativo no deberá comprometer su objetividad.

4.11. Venta cruzada

Se entiende por prácticas de venta cruzada aquella oferta de un servicio de inversión conjuntamente con otro servicio o producto, como parte de un paquete, o como condición para el mismo acuerdo o paquete. Estas prácticas, al hilo de lo establecido en el Considerando 81 de la Directiva MiFID II, son una estrategia común de los prestadores de servicios financieros a clientes minoristas y, "*si bien pueden ofrecer ventaja a estos clientes, también puede suceder que no persigan adecuadamente los intereses de aquéllos*".

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Por su parte, el artículo 24, apartado 11, de MiFID II, requiere a las empresas de servicios de inversión que, cuando se lleven a cabo prácticas de venta cruzada se deberá comunicar al cliente si los distintos servicios o productos pueden comprarse por separado y facilitará aparte justificantes de los costes y cargas de cada uno de ellos. Cuando sea probable que los riesgos asociados a dicha venta cruzada ofrecida a un cliente minorista sean diferentes de los riesgos asociados a los distintos componentes por separado, se facilitará una descripción adecuada de cada uno de dichos componentes y del modo en que la interacción entre ellos modifica los riesgos.

Adicionalmente, dicho precepto requiere a ESMA, en colaboración con EBA y la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (en adelante, "EIOPA") elaborar directrices para la evaluación y supervisión de las prácticas de venta cruzada. En virtud de este mandato, el pasado 22 de diciembre de 2015, ESMA publicó las directrices sobre prácticas de venta cruzada (*Guidelines on cross-selling practices),* cuyo objetivo es clarificar qué estándares de conducta y medidas organizativas tendrán que implementar las entidades que lleven a cabo este tipo de prácticas, de cara a aumentar la protección de los inversores.

El contenido de dichas directrices puede resumirse en las siguientes obligaciones aplicables a las entidades que ofrezcan un servicio de inversión de forma conjunta con otros productos o servicios como parte de un paquete:

- facilitar al cliente, de forma previa a que éste quede vinculado por un contrato o acuerdo, información sobre los distintos componentes del paquete, los costes y gastos asociados, los riesgos de dichos componentes, así como de la posibilidad, o no, de adquirir los diferentes componentes de forma separada;

- asegurarse de que los empleados encargados de la distribución de este tipo de paquetes han recibido una formación adecuada en relación a los mismos, de modo que estén familiarizados con los distintos riesgos, costes y gastos, componentes del paquete, etc; y

- asegurar que las prácticas de remuneración de aquellas personas encargadas de la distribución de paquetes de servicios y productos no contribuyen a la aparición de conflictos de interés con los clientes.

5. Modelos de asesoramiento en España

En este apartado tratamos de describir cuál es la foto actual del mercado español. En realidad, **no limitamos nuestra aproximación de forma exclusiva a la actividad de "asesoramiento financiero",** como categoría de servicio regulado, sino que analizamos, con un enfoque más amplio, las actividades desarrolladas, tanto por la banca privada, como por otros agentes del mercado, en el ámbito del asesoramiento/gestión patrimonial. A este respecto, no es fácil encontrar en el mercado cifras rigurosas, lo que dificulta mucho diferenciar entre actividades.

La red bancaria en España sigue siendo predominante en el negocio del asesoramiento financiero, si bien es cierto que existen actualmente otros modelos alternativos al bancario: (i) Redes de Agentes Financieros, (ii) EAFIs y (iii) Sociedades y Agencias de Valores, cada uno de ellos con sus particularidades y figuras societarias.

5.1. El mercado de banca privada en España

Se estima que la banca privada atesoraba en 2015 una cifra de 412.000 millones de euros[3], un 5,4% más que en 2014, aunque probablemente una proporción relativamente baja del patrimonio potencial se gestionaba a través de las entidades especializadas. Al final de 2015 existían en España unas 472.000 personas bajo gestión en banca privada. Como la segmentación de los clientes no es plenamente homogénea entre entidades y existen diversos criterios (en función del volumen, forma de distribución, tipo de servicios y productos en la oferta, etc), indicar una cifra patrimonial exacta puede no ser excesivamente riguroso. A su vez, el volumen de patrimonio estimado para el mercado de banca personal se situaría en los 440.000 millones de euros (+4,6% respecto a 2014). En cuanto al número de clientes, esta cifra asciende a 4.720.000, correspondiendo el 10% a la banca privada como se mencionó anteriormente, y el 90% a la banca personal.

Como es sabido, en nuestro país conviven diferentes tipos de entidades con servicios propios de la banca privada y/o del asesoramiento/gestión de la riqueza (en cada grupo se mencionan algunos ejemplos de entidades):

A. Entidades integradas en una red bancaria universal: Santander, BBVA, Caixabank, Sabadell, Bankia, Bankinter.

B. Entidades pertenecientes a grupos bancarios con ficha/red propia: Popular Banca Privada.

[3] Estudio Competitors de DBK "Banca Privada y Personal" 2016.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

C. Entidades pertenecientes a grupos bancarios extranjeros con red comercial en España: Deutsche Bank, BNP Paribas.

D. Otras entidades extranjeras especializadas (con nº reducido de oficinas): JP Morgan, UBS, Credit Suisse, CA, Pictet, Mirabaud, Rotschild, Julius Baer o Lombard Odier.

E. Entidades consideradas como boutiques independientes (con o sin red propia): Banca March, Renta4, Abante, Tressis, A&G. (En este grupo también se podría incluir a EAFIs y otras entidades de asesoramiento/gestión independiente de los grandes grupos bancarios).

En realidad, la clasificación anterior puede resumirse en 3 grupos principales:

- entidades pertenecientes a grupos bancarios domésticos con red comercial: (A) y (B);
- entidades pertenecientes a grupos extranjeros especializados: (C) y (D): y
- entidades y boutiques independientes domésticas (E).

Existen diversos servicios ofrecidos por las entidades en España, y entre ellos los siguientes:

Servicios

- Ejecución de inversiones
- Asesoramiento de inversiones
- Gestión de carteras
- Distribución de producto propio y de terceros
- Asesoramiento inmobiliario
- Asesoramiento fiscal y legal
- Servicios de *corporate finance*
- Servicios bancarios
- Filantropía

Las entidades que prestan servicios propios de la banca privada adoptan diferentes figuras jurídicas que habilitan en España para la prestación de tales servicios:

Forma jurídica

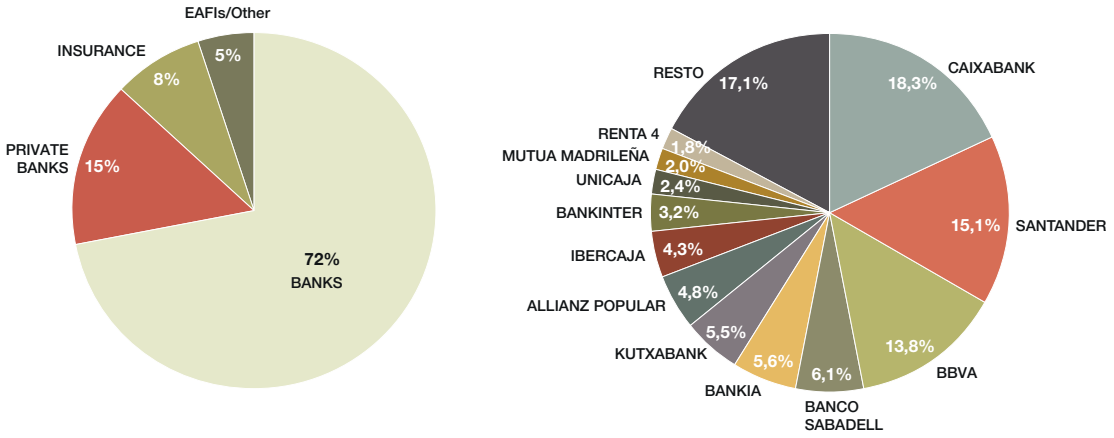
- Banco (también a través de filial o sucursal de banco extranjero en España)
- Sociedad de valores
- Agencia de valores
- SGIIC (Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva)
- SGC (Sociedad Gestora de Carteras)
- EAFI (Empresas de Asesoramiento Financiero)

5.2. La industria de fondos de inversión en España

Como muestra genérica de la estructura de la distribución de los activos financieros en España tomaremos como referencia el mercado de los fondos de inversión[4]. Podemos observar un dominio muy significativo del canal bancario, que aglutina a casi el 90% de la distribución total. También es relevante señalar que, a diferencia de otros países, la presencia de modelos alternativos de distribución (p.e. vía asesores independientes) es todavía muy reducida.

■ Ilustración 2, izquierda: **Canal de distribución de activos en España;** derecha: **Patrimonio gestionado por EEFF, octubre 2016**

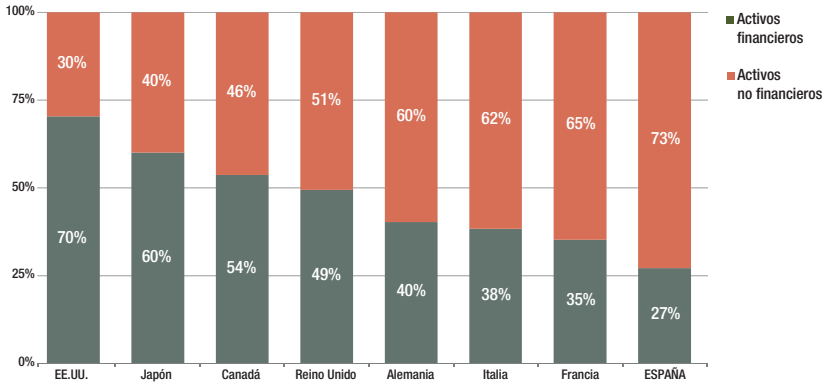
Fuentes: Izq: Navigating the post-RDR landscape in the UK. Alfi 2014 – Der: Elaboración propia a partir de datos Inverco.



En general, conviene destacar que la composición de la cartera de activos de las familias españolas muestra diferencias relevantes en comparación con otros países, y en especial frente a los anglosajones. Y así, por ejemplo, con datos a 2015, en EE.UU. más del 70% del total de los activos de los hogares es financiero, mientras que sólo un 30% era no financiero.

■ Ilustración 3. **Composición de la cartera de activos de las familias**

Fuente: Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones informe 2015 y perspectivas 2016 – Inverco.



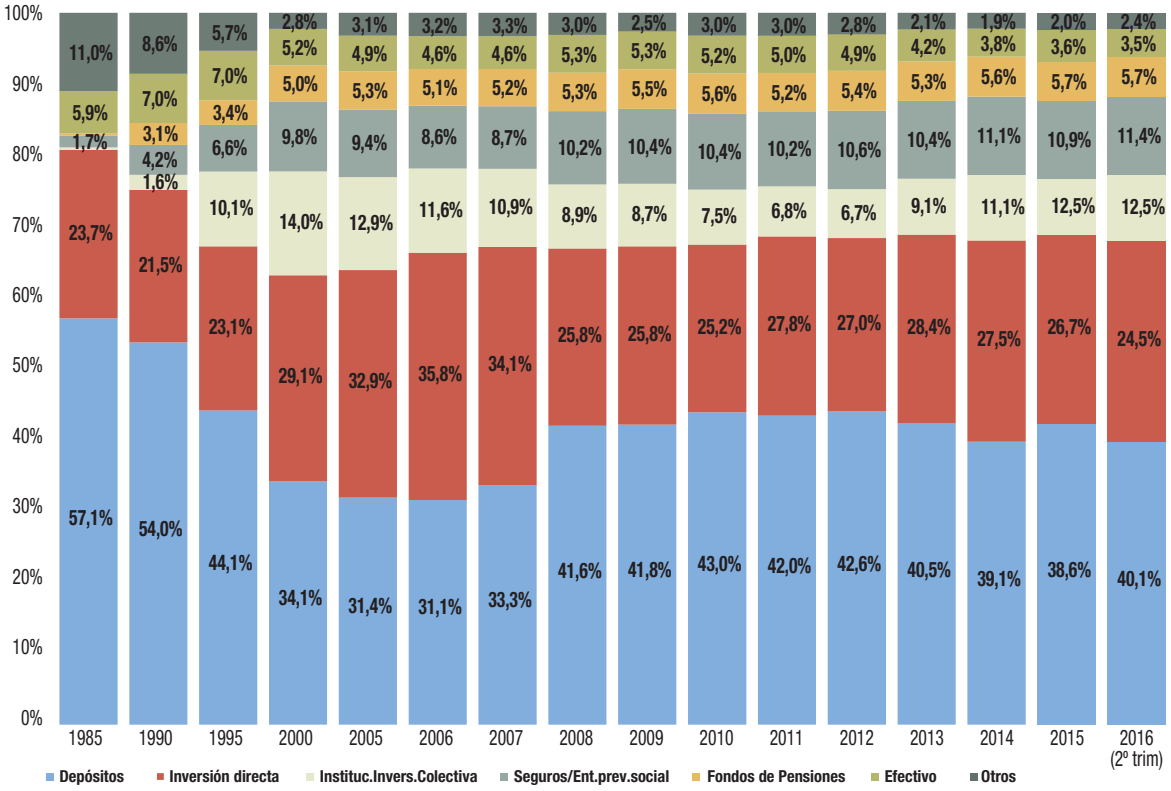
[4] Fundscape y Alfi: "Navigating the post-RDR landscape in the UK" 2014.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

El caso español se sitúa justo en el polo opuesto, ya que en España casi las tres cuartas partes del total de los activos de los hogares son "no financieros", principalmente inmuebles. El 77,7% de la población tiene vivienda en propiedad, frente al 69,9% en Europa.

■ Ilustración 4. **Estructura del ahorro de los hogares españoles**

Fuente: Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones informe 2015 y perspectivas 2016 – Inverco.



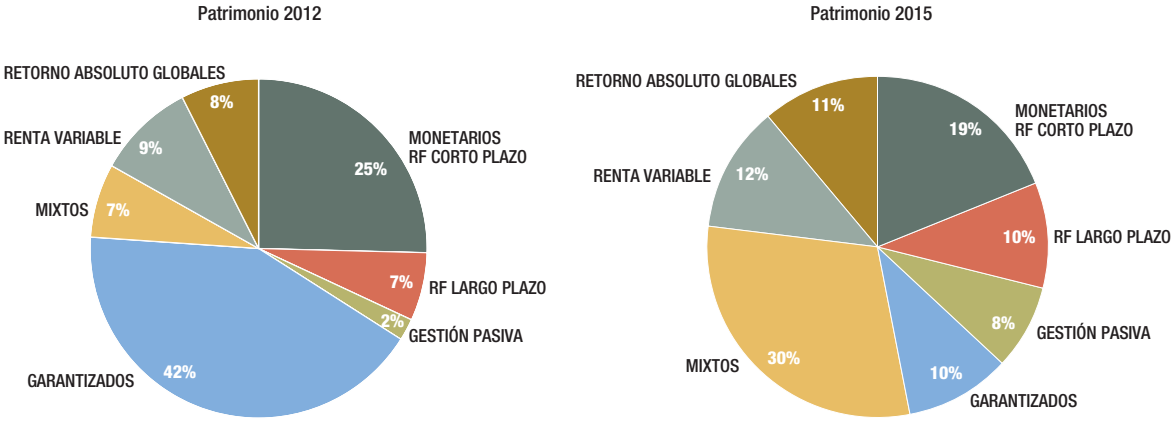
Según Inverco[5] el ahorro de las familias españolas comparado con la media en Europa muestra una inversión muy inferior en planes de pensiones y seguros (16,5% frente al 38,0% europeo); muy superior en depósitos (46,8% frente a 33,2% de Europa) y una menor presencia de fondos de inversión y de acciones cotizadas (16,4% frente al 19,4% europeo).

El perfil del ahorrador medio español sigue siendo corto-placista y, en general, bastante conservador. Tal y como lo reflejan las estadísticas de volumen en fondos de inversión, y a pesar del incremento sustancial desde 2012 del patrimonio en fondos mixtos (desde el 7% al 30%), la proporción en fondos monetarios, de renta fija y garantizados sigue aglutinando el 59% del total. Sin embargo, los fondos de renta variable se mantienen estables en torno al 12% del total.

[5] Inverco: Las IIC y los Fondos de Pensiones. Informe 2015 y Perspectivas 2016.

■ Ilustración 5. **Distribución del patrimonio de los fondos de inversión en España**

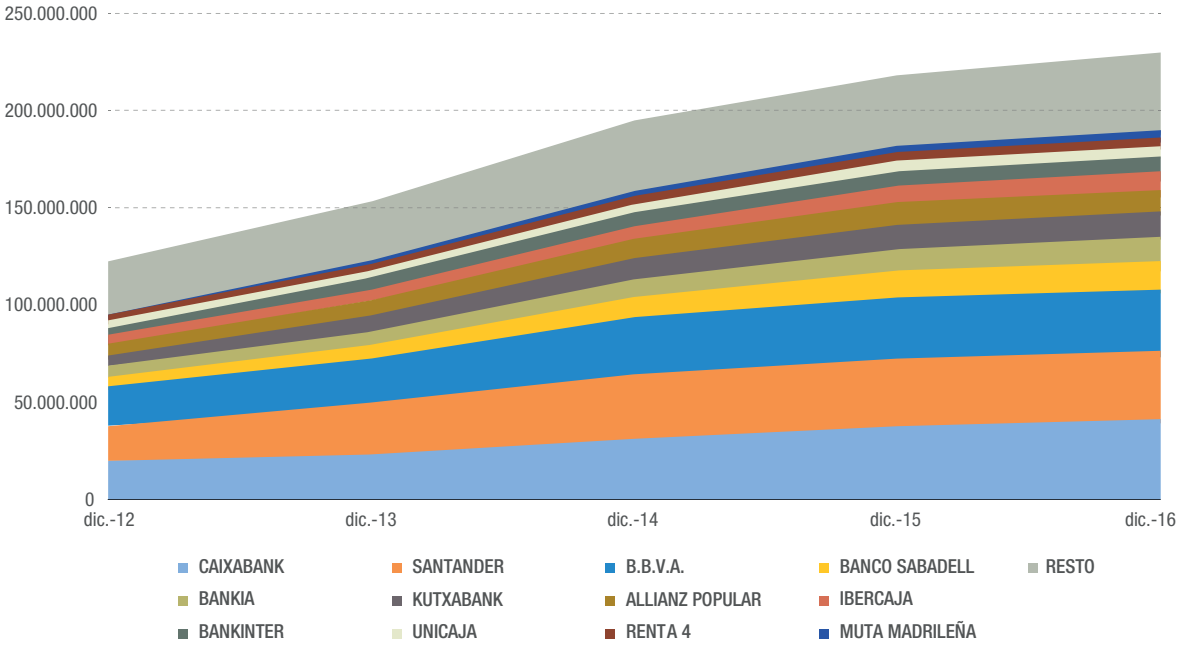
Fuente: Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones informe 2015 y perspectivas 2016 – Inverco.



A continuación, podemos observar cómo en la industria de los fondos de inversión, la distribución de cuota de mercado es similar a la del total de patrimonio en la banca privada (Apartado 5.3). Esto se debe a la amplia red de distribución de los grandes grupos bancarios.

■ Ilustración 6. **Evolución patrimonio de fondos de grupo 2011-2015 (miles de euros)**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco.

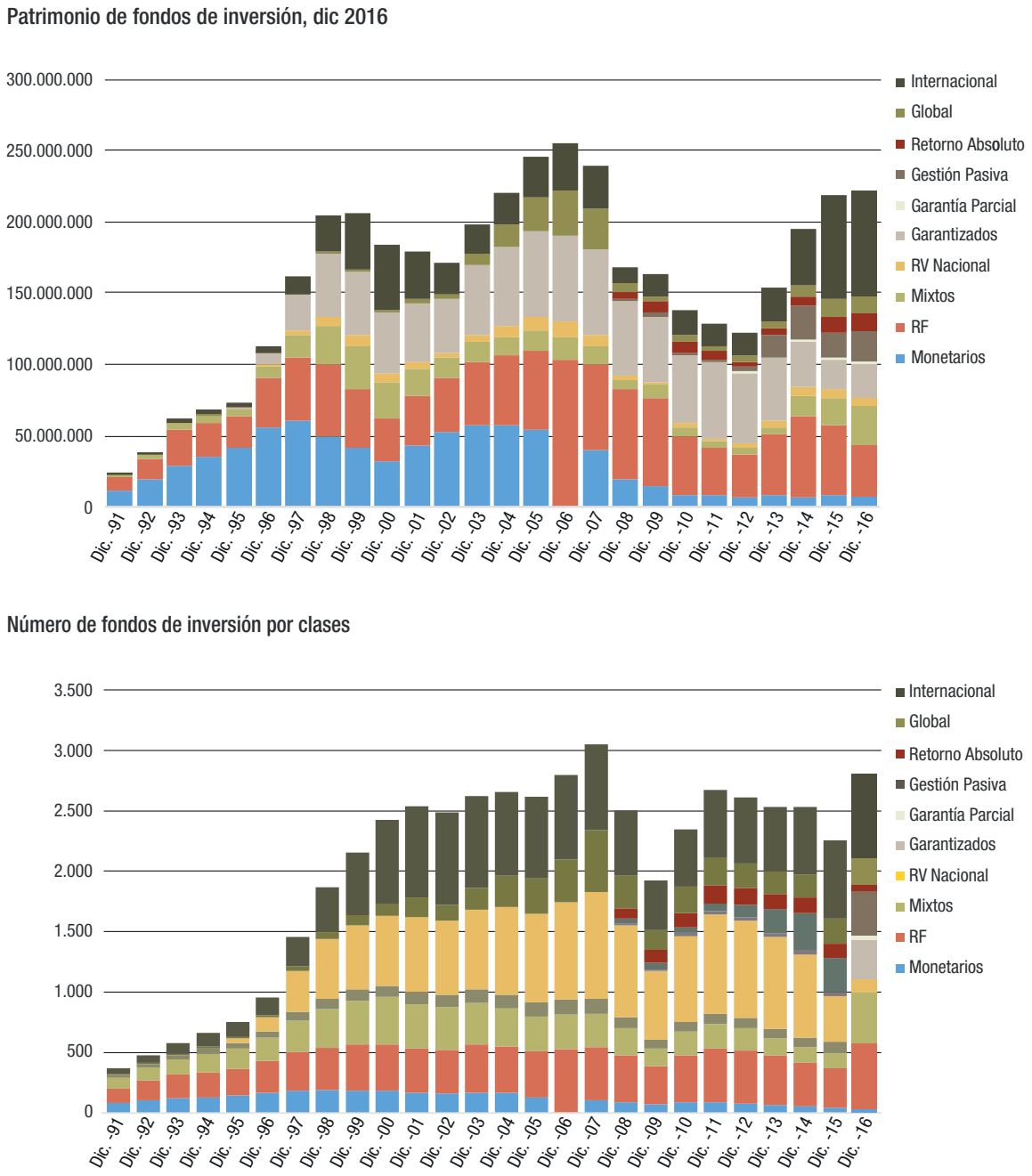


Respecto a la evolución del flujo de fondos, en los siguientes gráficos se puede observar cómo desde el año 2007 hasta 2012 se producen salidas de capitales desde los fondos de inversión, debido en parte a la difícil situación coyuntural que vivió España durante esos años. Actualmente se observa una vuelta progresiva hacia los fondos.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Ilustración 7. **Evolución de patrimonio y número de fondos por clases en España**

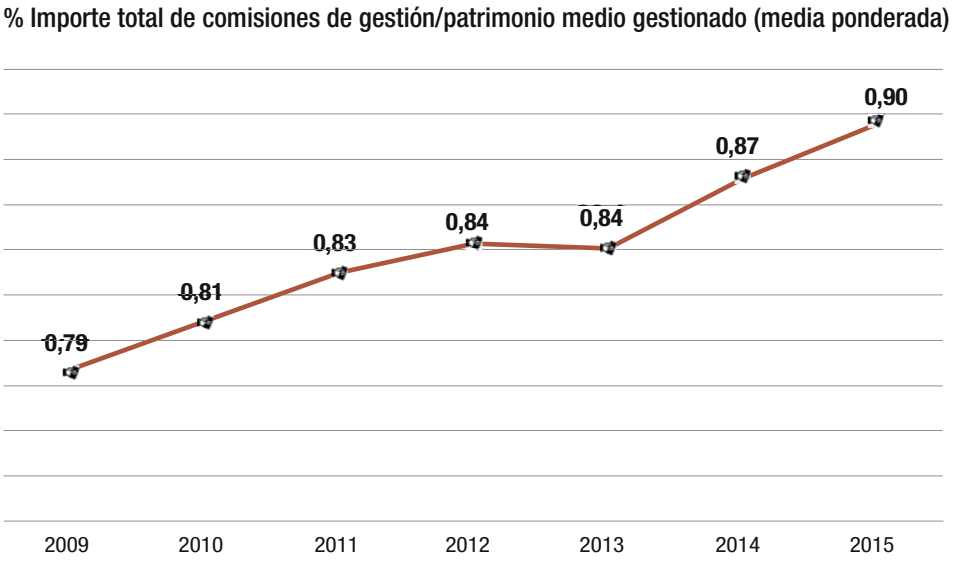
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Inverco Stat.



Finalmente, es importante reconocer los importantes ingresos que genera la gestión del patrimonio en España a través de fondos de inversión. (Parte de estos ingresos podrían ponerse en duda para el distribuidor en función de cómo quede finalmente la prohibición de retrocesiones contemplada en la nueva normativa). Nos remitimos ahora a los últimos datos publicados por las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) donde podemos observar cómo las comisiones (medias ponderadas por el patrimonio medio gestionado) se han incrementado en los últimos años alcanzando un 0,90% en 2015.

■ Ilustración 8. **Evolución comisiones de gestión – SGIIC**

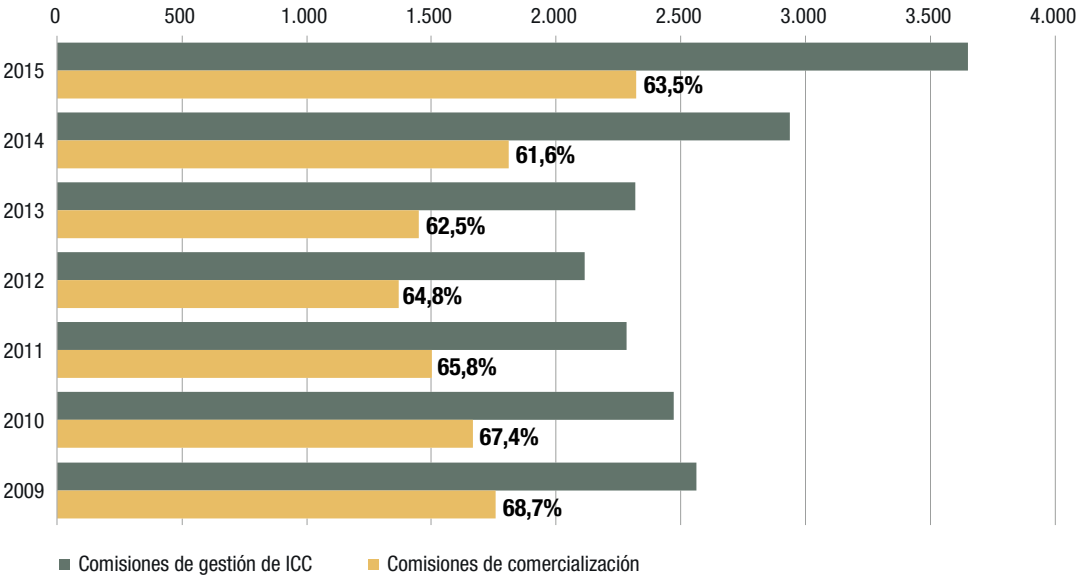
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



De estos mismos datos podemos reconocer la dependencia que los distribuidores tienen actualmente de las retrocesiones por parte de los *manufacturers* en el mercado local. En 2015 las comisiones de comercialización que abonaron las SGIIC a los distribuidores ascendieron en media al 63,6% del total de comisiones que ingresaron en concepto de gestión de IIC.

■ Ilustración 9. **Comisiones de gestión y comercialización SGIIC (millones de euros)**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

5.3. Descripción y avances en los modelos de gestión patrimonial en España

Como ya se ha mencionado, la red bancaria sigue siendo en España el canal claramente predominante en el negocio del asesoramiento/gestión patrimonial. Sin embargo, la fuerte destrucción de empleo en banca desde 2008, con una pérdida superior al 20% de los puestos de trabajo, unida a una fuerte concentración de las entidades han contribuido a impulsar otros modelos alternativos. En la actualidad existen hasta 3 modelos no bancarios que se dedican al asesoramiento/gestión patrimonial:

- Las Redes de Agentes Financieros han ampliado sus equipos y se han consolidado como un servicio integrado en las estrategias de los bancos, pero con unas características propias: experiencia y contacto más cercano con el cliente.

  Según un informe de abril de 2015[6] del BBVA, los bancos tienen dos incentivos principales para externalizar a agentes minoristas sus actividades más básicas de contacto con los clientes. En primer lugar, los corresponsales permiten a los bancos llegar a nuevos segmentos de clientes (de renta baja, en zonas rurales, etc), a los que sería muy costoso dar servicio a través de sucursales bancarias debido a los costes fijos que ello conlleva. En segundo lugar, en el caso de las zonas que ya están cubiertas por sucursales bancarias, la transferencia de algunas actividades a los corresponsales (es decir, la sustitución de canales) permite a los bancos reducir los costes y concentrar los esfuerzos de sus empleados en actividades de mayor valor añadido, al tiempo que se descongestionan las sucursales bancarias y se ofrece mayor comodidad a los clientes.

  Estos contratos de externalización permiten a los bancos convertir costes fijos en variables, de forma que su estructura de costes sea más baja y más flexible. Desde el punto de vista de los clientes, operar en un corresponsal bancario puro equivale a operar en una sucursal bancaria.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el predominio de las grandes entidades también se mantiene en cuanto al número de agentes financieros. BBVA con 1.934 agentes (181 más que en 2015) es el banco que más ha apostado por este modelo de negocio, seguido de Santander, que figura con 925. De la banca extranjera destacar a Deutsche Bank con 334 Agentes registrados y también Banco Mediolanum, que tuvo el tercer mayor crecimiento después de BBVA y Santander, incorporando a 74 agentes a su red. En este *ranking* aparece Caja Rural Castilla-La Mancha, la cual viene apostando por el modelo de cercanía a sus clientes a través de esta figura.

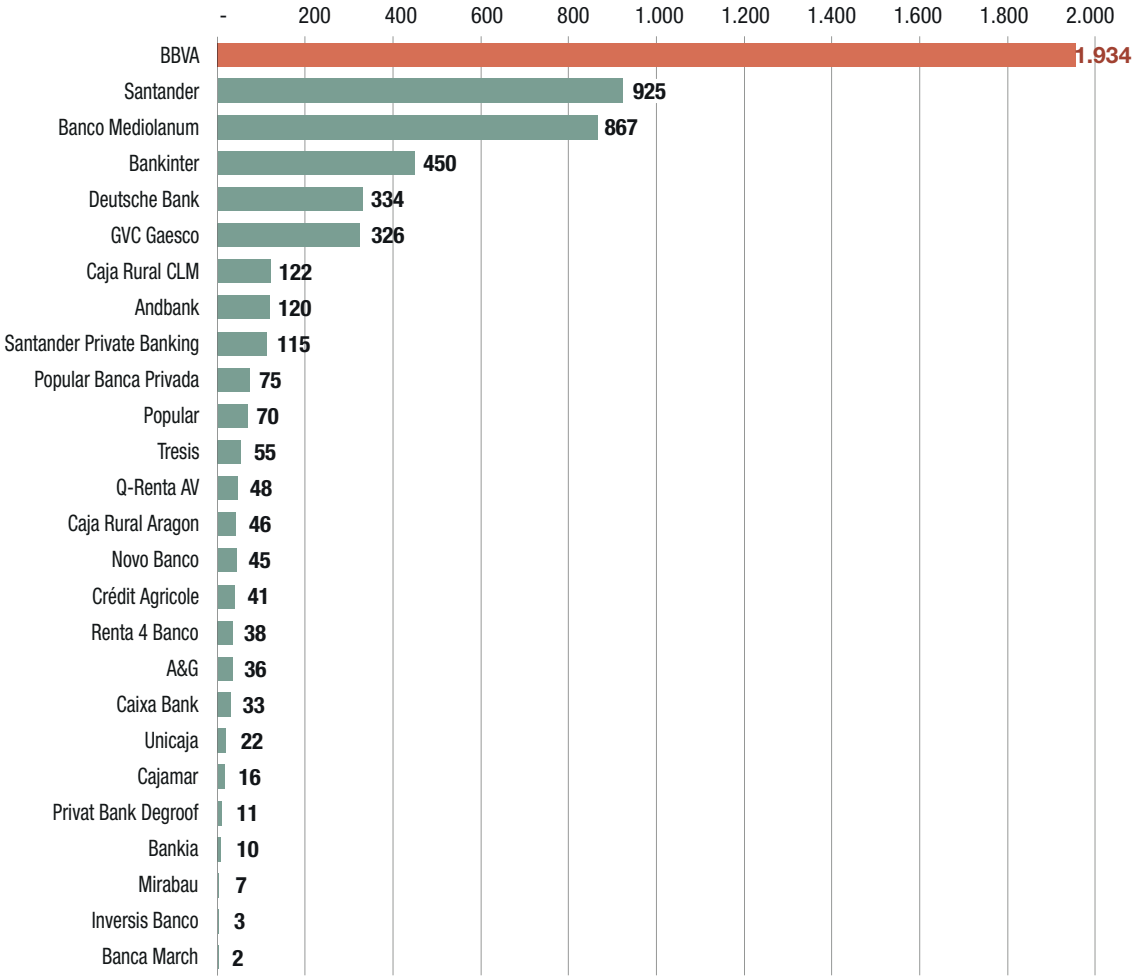
El modelo de negocio de los agentes puede verse influenciado por los nuevos requisitos normativos, por ejemplo, en materia de trazabilidad de las operaciones de los clientes, ya que esta información, al igual que en el ámbito de la propia red bancaria, deberá estar disponible.

---

[6] Documento de Trabajo n° 15/11 Madrid, Abril 2015 - Extendiendo el acceso al sistema financiero formal: el modelo de negocio de los corresponsales bancarios.

■ Ilustración 10. ***Ranking* de agentes financieros por EEFF en España**

Fuente: Registro de Agentes BDE y Funds People.

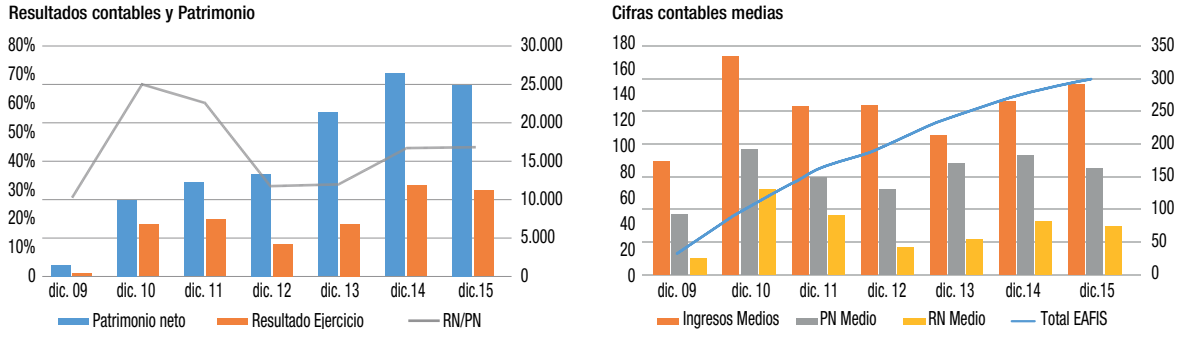


- Las EAFIs se han posicionado, a pesar de múltiples dificultades, como una alternativa viable de asesoramiento independiente marcada, en teoría, por su elevada profesionalidad y por una ausencia de conflictos de interés. Además, su creciente actividad como asesores de fondos de inversión está posibilitando que clientes con patrimonios más reducidos puedan acceder a su asesoramiento a través de un vehículo de inversión colectiva. En general, el carácter de "independiente" se suele vincular a dos condiciones básicas: (1) el asesor independiente debe incluir en su catálogo una amplia gama de productos (propios y/o de terceras entidades, sin que exista con ellas acuerdo o vínculo comercial); (2) el asesor independiente no podrá percibir incentivos, y sólo será remunerado por los honorarios satisfechos explícitamente por sus clientes. Si revisamos cifras, se puede observar que este sector tiene las características propias de una "micropyme" con ingresos medios en 2015 de 360.000 euros. A cierre de 2015 había registradas en la CNMV un total de 154 EAFIs. Sus resultados medios son todavía muy bajos en 2015, ya que no llegaron a los 75.000 euros de media. El patrimonio neto medio no superó los 170.000 euros. Por lo anterior se puede apreciar que se trata de un sector aún muy incipiente en España.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Ilustración 11. Evolución de los resultados contables de las EAFIs

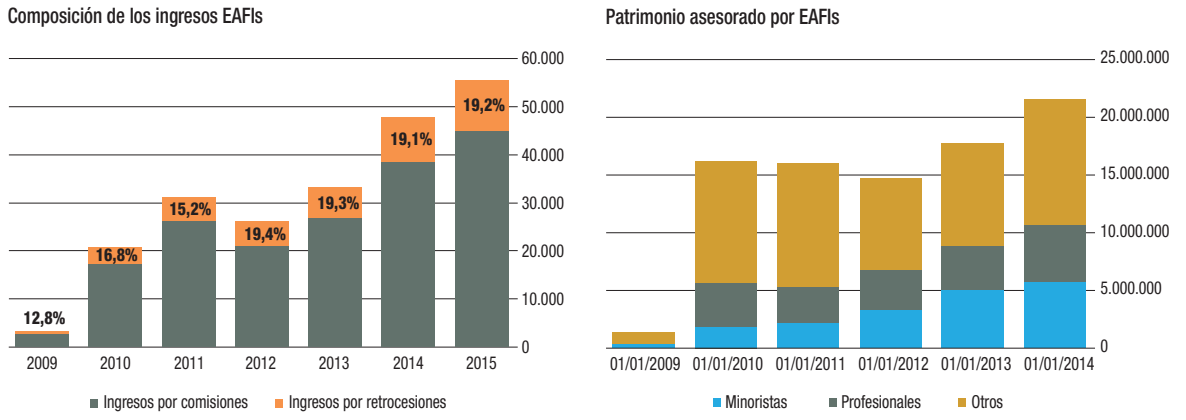
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



Los ingresos de las EAFIs, provienen principalmente de las comisiones por asesoramiento que perciben directamente de sus clientes (cerca del 80%), aunque todavía el 19% de sus ingresos proviene de retrocesiones. Se observa una evolución positiva de los ingresos desde 2013, cerrando 2015 con un total de 55,4 millones de euros. Por otra parte, se observa cómo los clientes van aceptando el cobro explícito de tarifas por asesoramiento, con lo cual es de prever que aquellas que mantengan su carácter independiente, tras la implantación de MiFID II, sufrirán un menor impacto en sus ingresos.

■ Ilustración 12. Evolución del negocio de las EAFIs (Patrimonio en miles de euros)

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



La diversificación de clientes también es importante para afrontar la entrada en vigor de MiFID II. Las EAFIs cuentan con un segmento de clientes profesionales relevante y creciente en su cartera, lo que evidencia que el cliente más cualificado considera que existe un valor añadido en el asesoramiento.

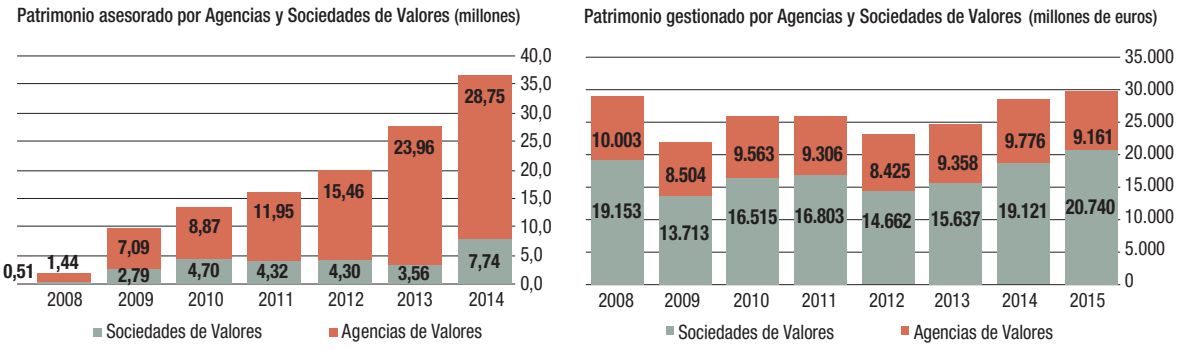
- Por último, están las Agencias (y Sociedades) de Valores. Algunas de ellas se dedican casi en exclusiva al asesoramiento a clientes. Esta figura brinda además la posibilidad de acceder a los mercados e intermediar en la compra y venta de productos financieros. A cierre de 2015 había registradas en la CNMV 39 agencias de valores y 39 sociedades de valores, con cerca de 2.360 empleados, su patrimonio asesorado a cierre de 2014 ascendió a 36,4 millones de euros desde los 27,5 de 2013.

Respecto al ingreso por comisiones de las sociedades de valores (SV), las que más aumentaron en 2015 respecto a 2014 fueron las derivadas de la comercialización de IIC (18,6%) aunque con cifras todavía reducidas, las comisiones por gestión de carteras están ganando importancia desde hace unos años y ya superan los 11,7 millones de euros.

En cuanto a las agencias de valores (AV) entre el primer semestre de 2015 y 2014, destaca la caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que pasaron de 25,5 millones de euros a 17,9 millones, y de las comisiones por gestión de carteras, las segundas en importancia, que se redujeron en un 33,7%, hasta los 4,6 millones de euros. Por el contrario, las comisiones por la comercialización de IIC, junto con las de asesoramiento en materia de inversión, fueron las únicas que aumentaron, concretamente un 22,7% y un 61,6%, respectivamente.

■ Ilustración 13. **Patrimonio asesorado y gestionado por Agencias y Sociedades de Valores**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



5.4. Cifras del sector: Patrimonio asesorado/gestionado

Como se puede observar, las cifras del sector están claramente sesgadas hacia la banca, que parte en España de una posición de clara ventaja frente a otros modelos alternativos de asesoramiento. Los buenos años de la banca previos a la crisis han permitido mantener un perfil de cliente algo "cautivo" en materia de asesoramiento y comercialización. Lo anterior lo podemos constatar en la guerra del pasivo que se desató en 2008, donde la banca recondujo al cliente minorista hacia depósitos y productos estructurados, posteriormente en cuanto la banca necesitó reforzar su capital, recondujo a sus clientes hacia las participaciones preferentes con las consecuencias ampliamente analizadas.

■ Ilustración 14. **Patrimonio banca privada España 2015 por canal**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funds People.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

En la siguiente tabla podemos observar los importes bajo gestión en 2015[7] por grupo y entidad:

Tabla 1. Patrimonio total en banca privada. Evolución 2015

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funds People.

Patrimonio total en banca privada (millones €)

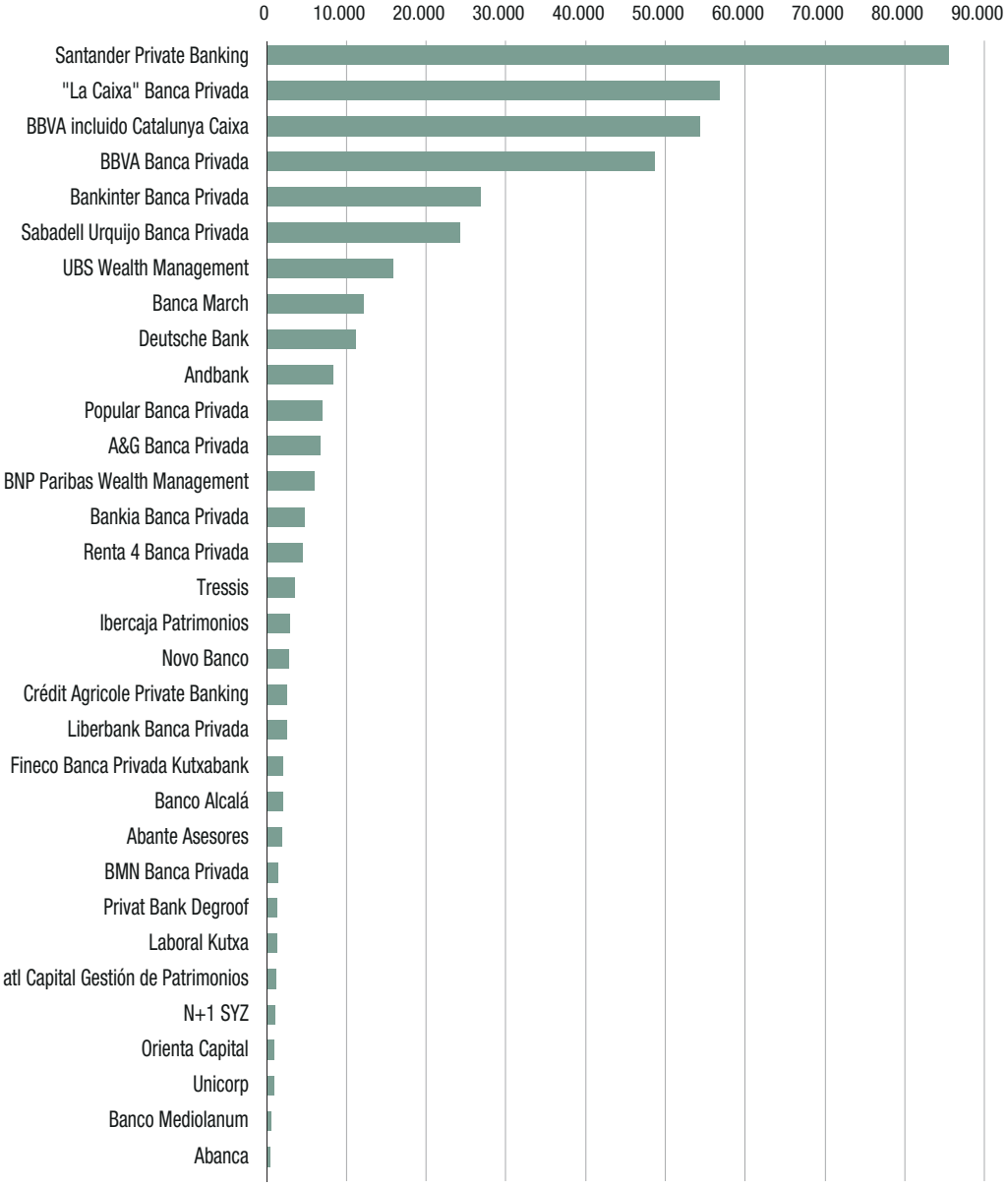
Tipología	Grupo	Marzo 2015	Participación	Junio 2015	Participación	% Δ	Sept. 2015	Participación	% Δ
AB	Santander Private Banking	80.926	21%	89.000	25%	10%	85.545	33%	-4%
AB	"La Caixa" Banca Privada	52.385	14%	59.106	17%	13%	56.918	22%	-4%
AB	BBVA Banca Privada	46.462	12%	48.665	14%	5%	N.D	N.D	N.D
AB	BBVA incluido Catalunya Caixa	51.773	13%	54.377	16%	5%	N.D	N.D	N.D
AB	Bankinter Banca Privada	26.300	7%	26.500	8%	1%	26.900	10%	2%
AB	Sabadell Urquijo Banca Privada	26.000	7%	N.D	N.D	N.D	24.238	9%	N.D
AB	Andbank	8.376	2%	N.D	N.D	N.D	8.376	3%	N.D
AB	Popular Banca Privada	6.499	2%	6.778	2%	4%	7.060	3%	4%
AB	Bankia Banca Privada	5.165	1%	N.D	N.D	N.D	4.780	2%	N.D
AB	Ibercaja Patrimonios	2.568	1%	2.800	1%	9%	2.900	1%	4%
AB	Novo Banco	2.995	1%	2.757	1%	-8%	2.720	1%	-1%
AB	Liberbank Banca Privada	2.500	1%	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D
AB	Fineco Banca Privada Kutxabank	2.064	1%	2.064	1%	0%	2.066	1%	0%
AB	Banco Alcalá	2.100	1%	2.014	1%	-4%	2.014	1%	0%
AB	Laboral Kutxa	1.354	0%	1.335	0%	-1%	1.350	1%	1%
AB	Unicorp	N.D	N.D	980	0%	N.D	N.D	N.D	N.D
AB	Banco Mediolanum	648	0%	N.D	N.D	N.D	646	0%	N.D
AB	Abanca	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D	479	0%	N.D
CD	UBS Wealth Management	16.000	4%	16.000	5%	0%	N.D	N.D	N.D
CD	Deutsche Bank	11.200	3%	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D
CD	BNP Paribas Wealth Management	6.000	2%	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D
CD	Crédit Agricole Private Banking	2.824	1%	2.604	1%	-8%	2.594	1%	0%
E	Banca March	10.510	3%	12.238	3%	16%	12.126	5%	-1%
E	A&G Banca Privada	6.368	2%	6.701	2%	5%	6.775	3%	1%
E	Renta4 Banca Privada	3.670	1%	4.245	1%	16%	4.500	2%	6%
E	Tressis	3.600	1%	3.600	1%	0%	N.D	N.D	N.D
E	Abante Asesores	2.000	1%	2.000	1%	0%	2.000	1%	0%
E	BMN Banca Privada	1.500	0%	1.520	0%	1%	1.477	1%	-3%
E	Privat Bank Degroof	1.400	0%	1.400	0%	0%	1.400	1%	0%
E	atl Capital Gestión de Patrimonios	1.200	0%	1.200	0%	0%	1.250	0%	4%
E	N+1 SYZ	1.050	0%	1.150	0%	10%	1.150	0%	0%
E	Orienta Capital	999	0%	985	0%	-1%	992	0%	1%
	Total	**386.436**	**100%**	**350.019**	**100%**	**-9,4%**	**260.256**	**100%**	**-25,6%**

[7] *Ranking* Funds People – Patrimonio total banca privada 2015.

■ Ilustración 15. *Ranking* patrimonio total en banca privada. Septiembre 2015

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Funds People.

Patrimonio total en banca privada (millones €), septiembre 2015



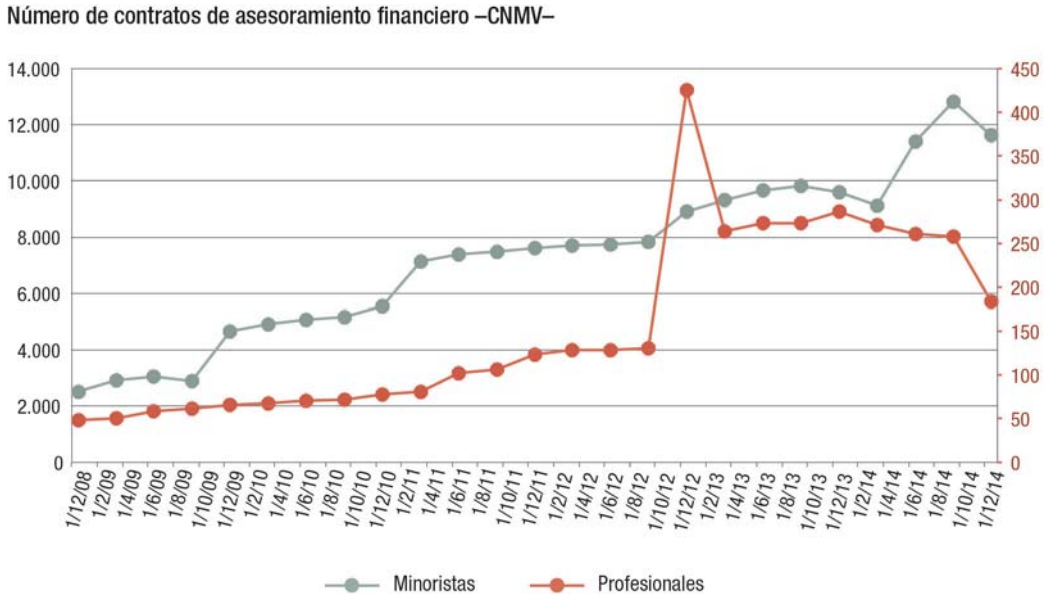
Si nos remitimos al patrimonio asesorado por las Empresas de Servicios de Inversión (o "ESI"[8]) según la CNMV (datos actualizados hasta diciembre de 2014), la evolución del número de contratos de asesoramiento financiero a clientes minoristas ha sido muy positivo presentando un crecimiento anual compuesto del 28,9% hasta situarse en diciembre de 2014 en 11.637 contratos.

[8] Sociedades de valores, SV miembros de bolsa, SV no miembros de bolsa, Agencias de valores, AV miembros de bolsa, AV no miembros de bolsa, Sociedades gestoras de cartera y Empresas de asesoramiento financiero.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Ilustración 16: **Número de contratos de asesoramiento financiero firmados por ESIs**

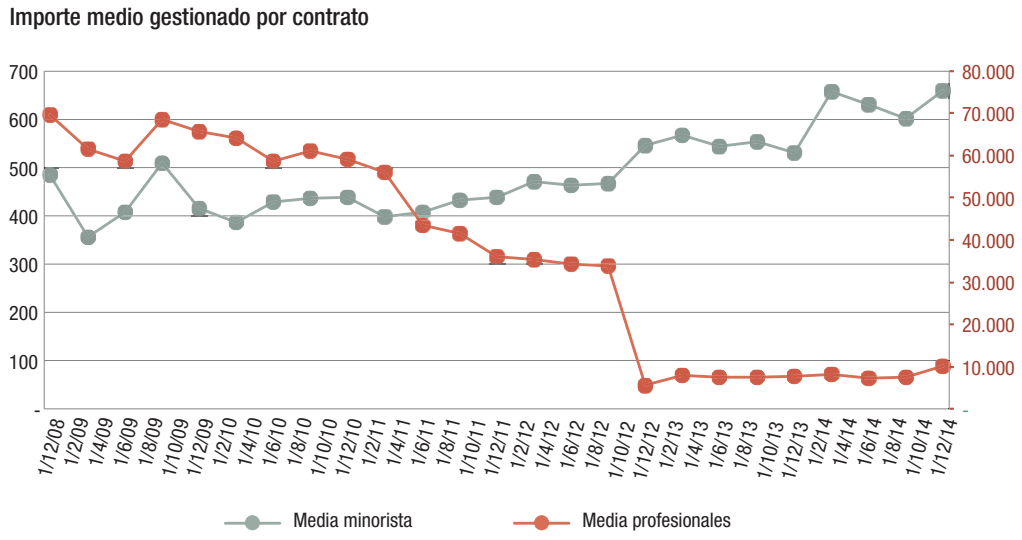
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



Los contratos por parte de clientes profesionales han tenido un comportamiento más volátil, tanto en el número de contratos (con crecimiento anual compuesto del 25%), como en la media de importe bajo gestión por contrato. Sin embargo, la media del importe bajo gestión de los clientes minoristas ha mantenido un comportamiento creciente y sostenido desde 2008. A cierre de 2014 esta media se situaba en 659.000 euros para clientes minoristas, frente a los 10 millones de euros para los clientes profesionales.

■ Ilustración 17: **Importe medio gestionado por contrato**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV.



5.5. Características de la riqueza de los hogares en España y su entorno

Para entender el perfil del inversor en España y tratar de determinar las características del patrimonio bajo gestión, nos remitiremos a un informe de Credit Suisse[9] que gracias al ejercicio de comparación sirve como un orden de magnitudes para fijar algunas ideas al respecto.

5.5.1. Comparables

Composición y comportamiento de la riqueza en España y comparables

Los siguientes datos intentan identificar las características de la riqueza en España como en los países con los cuales es interesante realizar una comparación tanto por similitud del mercado –Italia y en menor grado Francia–, como por países de referencia, donde ya hay normativas sobre asesoramiento financiero similares, como son los casos de Reino Unido y Holanda.

En particular los datos están referidos a la riqueza por país como por número de adultos en cada periodo de tiempo analizado. Para el caso de España, se estima que la riqueza total de los hogares es de 4.195 miles de millones de dólares en 2015, siendo uno de los países junto con Italia que destruyeron riqueza frente a 2006 (un 13,6% menos que en 2006). Entre los países comparados, España es el que cuenta con la segunda participación más baja en la riqueza mundial con un 1,7%, mientras que países como Italia y Francia cuentan con una participación del 4% y 5,1% respectivamente.

■ Tabla 2: **Evolución de la riqueza por países 2006-2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.

Evolución de la riqueza 2006-2016

Año	País	Población adulta - miles	Riqueza total USD (miles de millones)	% Riqueza global	Riqueza por adulto USD	Riqueza financiera por adulto USD	Riqueza no financiera por adulto USD	Deuda por adulto USD
2006	Francia	46.204	11.801	6,0%	255.411	99.267	187.437	31.206
2016	Francia	48.662	11.891	4,7%	244.359	107.953	169.772	33.360
2006	Italia	47.742	10.734	5,5%	224.833	101.519	144.056	20.750
2016	Italia	49.300	9.973	3,9%	202.292	87.460	135.638	20.810
2006	Holanda	12.399	2.173	1,1%	175.256	167.214	76.085	68.067
2016	Holanda	13.081	2.412	0,9%	184.378	183.015	77.732	76.639
2006	España	34.938	4.856	2,5%	138.989	70.095	100.335	31.449
2016	España	37.794	4.396	1,7%	116.320	56.556	82.768	23.003
2006	Reino Unido	45.794	13.688	7,0%	298.904	167.806	191.744	60.644
2016	Reino Unido	48.993	14.150	5,5%	288.817	176.940	160.760	48.893
2006	EE.UU.	220.521	64.261	32,7%	291.405	218.228	134.142	60.966
2016	EE.UU.	245.972	84.784	33,2%	344.690	287.782	113.703	56.793

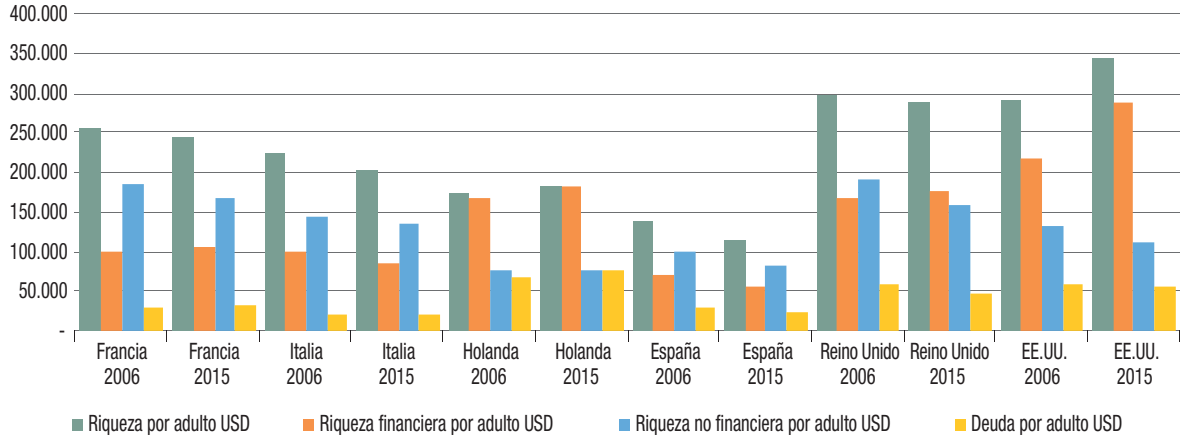
[9] Research Institute Thought leadership from Credit Suisse Research and the world's foremost experts – Global Wealth Report Octubre 2016 –. Cabe mencionar que el economista Thomas Piketty en su libro *El Capital en el Siglo XXI*, critica este tipo de informes puesto que deben incurrir en forzadas hipótesis y aproximaciones para obtener los resultados publicados debido a la falta de información. Por otra parte reconoce su esfuerzo en realizar labores que deberían estar realizando las agencias de estadísticas nacionales e internacionales con el propósito de generar una transparencia democrática sobre la organización de la riqueza.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Si se hace referencia a la riqueza media por adulto, la de España en 2016 es la más baja (116.320 dólares) en comparación con el resto de países utilizados para el ejercicio de situación. Esto representa casi un 20% menos que en 2006. Otras dos características importantes en España son que se observa un nivel importante de "desapalancamiento" (27% menos que en 2006), y una composición de la riqueza en 2016 que se mantiene decantada hacia los activos no financieros, caso opuesto a países como Holanda, Estados Unidos y Reino Unido donde predomina la riqueza financiera frente a la no financiera.

■ Ilustración 18. **Evolución de la riqueza por adulto y país 2006-2016**

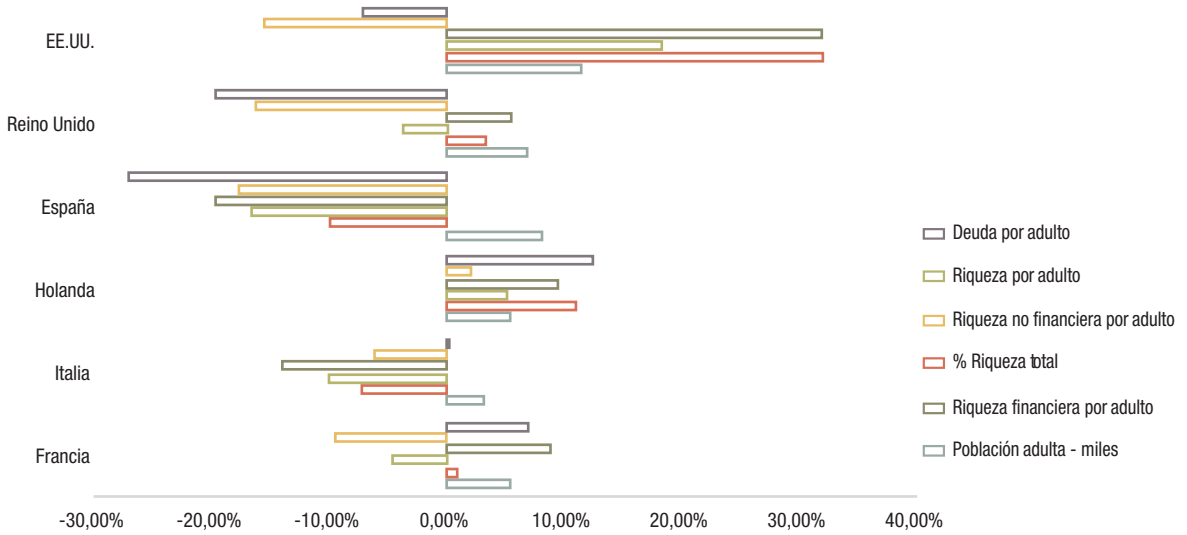
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



En el siguiente gráfico se puede observar las magnitudes de las variaciones en cada uno de las variables observadas entre los años 2006 y 2016. Podemos resaltar de esta información que excepto España e Italia, los demás países han reducido las inversiones no financiares y sistemáticamente han incrementado sus inversiones financieras, dando más peso a dichos activos.

■ Ilustración 19. **Variación porcentual de la riqueza por países 2006-2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.

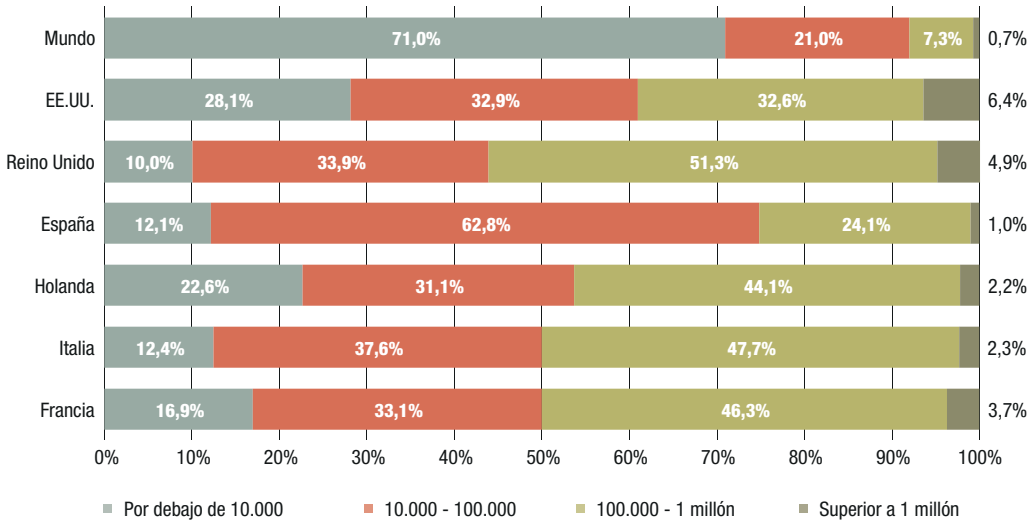


Patrón de la riqueza por países

Con estos datos se intenta identificar el total de la población adulta que se encuentra en un determinado rango de riqueza. Como se puede observar, el dato más revelador es que el 71% de la población adulta mundial cuenta con una riqueza inferior a 10.000 dólares, y tan solo el 0,7% de la población adulta cuenta con una riqueza superior a 1 millón de dólares.

■ Ilustración 20. **Patrón de la riqueza por países 2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



De los países comparados, España cuenta con diferencia con la mayor cantidad de adultos con una riqueza inferior a 100.000 dólares (un 62,8% de su población adulta), mientras que por encima de este rango se encuentra el 25,1% restante, siendo esta participación más baja que la presentada en Italia y Francia, los cuales cuentan con casi el doble de participación de adultos con una riqueza superior a 100.000 dólares.

High Net Worth Individuals (mayores a 1 millón de dólares activos netos)

Si centramos el análisis en los HNWI –población adulta que cuenta con una riqueza superior a 1 millón de dólares–, observamos que España sólo presenta unos datos superiores a Holanda, cabe mencionar que el PIB de Holanda es un 60% del PIB español aproximadamente, y que su población ronda los 17 millones de habitantes (aproximadamente un 36% de la población de España).

La mayor concentración de HNWI se encuentra en España, en el rango de 1 a 5 millones de dólares con un total de 346.000 personas adultas en este rango aproximadamente. Para ubicar el país que sigue a España en este mismo rango, tenemos que fijarnos en Italia, que tiene 3 veces más adultos en este rango. La pirámide de patrón de riqueza para los HNWI en España queda conformada por la siguiente estructura.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Tabla 3. Distribución de HNWI por rango de riqueza

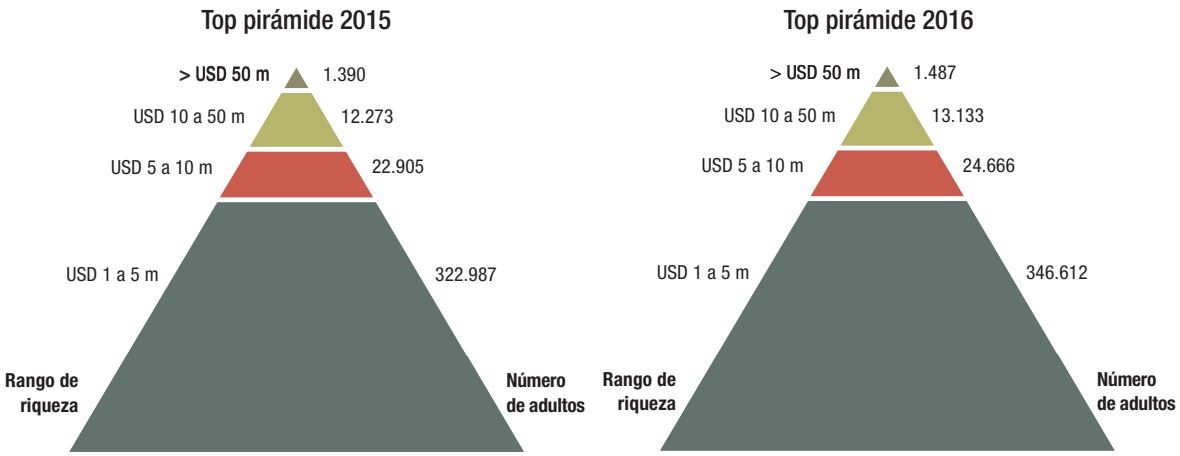
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.

HNWI por país 2016

País	1-5 m	%	5-10 m	%	10-50 m	%	50-100 m	%	100-500 m	%	500-1 bn	%	> 1 bn	%
Francia	1.479.021	5,1%	102.968	4,1%	43.611	3,0%	2.651	2,9%	1.286	2,8%	79	2,5%	42	2,1%
Italia	1.028.898	3,6%	66.358	2,7%	33.350	2,3%	2.144	2,4%	1.078	2,4%	69	2,2%	38	1,9%
Holanda	262.557	0,9%	15.978	0,6%	7.609	0,5%	463	0,5%	223	0,5%	14	0,4%	7	0,3%
España	346.612	1,2%	24.666	1,0%	13.133	0,9%	932	1,0%	499	1,1%	35	1,1%	21	1,0%
Reino Unido	2.048.214	7,1%	117.284	4,7%	54.499	3,7%	3.112	3,5%	1.454	3,2%	84	2,7%	43	2,1%
EE.UU.	11.274.811	39,1%	1.333.847	53,6%	875.362	59,3%	47.208	52,3%	21.456	47,0%	1.184	37,9%	582	28,7%
Mundo	**28.856.264**	100%	**2.487.815**	100%	**1.475.991**	100%	**90.185**	100%	**45.610**	100%	**3.128**	100%	**2.026**	100%

■ Ilustración 21. Pirámide de patrón de riqueza en España

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



Composición de la cartera por países

Ya identificada la composición de la riqueza tanto no financiera como financiera, es necesario reconocer cómo están configuradas las carteras de activos, tanto en España como en los países comparados.

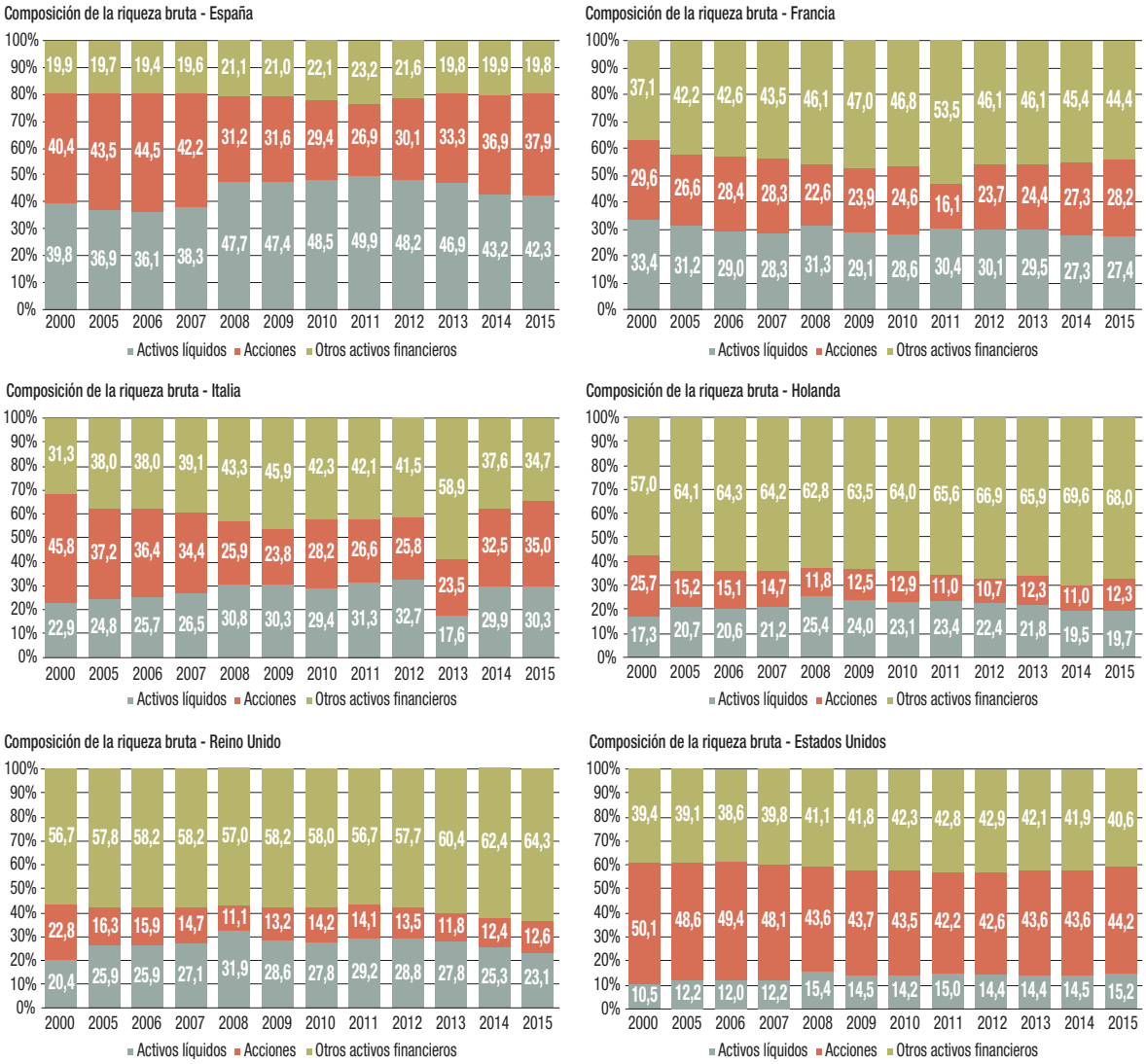
Si se distribuye la riqueza financiera entre activos líquidos (cuentas a la vista, depósitos), acciones (todo tipo de acciones cotizadas y otras mantenidas por las familias) y otros activos financieros (fondos, seguros de vida, fondos de pensión, entre otros), podemos observar las siguientes características.

- En España la riqueza bruta está compuesta principalmente por activos líquidos, predominando los depósitos. Antes de 2007 se estaba logrando un cambio en la distribución de los activos frente al año 2000 con una mayor presencia de acciones dentro del portafolio, pero los efectos directos de la crisis de 2007 sobre la riqueza y la volatilidad posterior de los mercados financieros han reconducido la distribución en 2014 a los mismos niveles de participación de acciones en los portafolios que en el año 2000.

- De esta información podemos extraer 3 composiciones distintas de cartera: (i) En primer lugar observamos que Estados Unidos tiene una composición claramente enfocada en las acciones, con una participación de más del 40% durante la serie observada y los niveles más bajos de depósitos. (ii) El segundo grupo identificable lo conforman Reino Unido y Holanda, manteniendo una elevada participación de fondos en sus carteras –superior al 60%–, siendo en Holanda los fondos de pensiones los más demandados por los inversores. (iii) Por último observamos el grupo de Francia, Italia y España. Como es apreciable, en España existe una clara preferencia por los depósitos, la cultura de inversión de los hogares ha estado marcada por estos instrumentos y por los activos inmobiliarios, mientras en Francia, principalmente, y en Italia existe una actividad de inversión más profesional. En los años de la crisis mientras España se refugió en los depósitos, los italianos se decantaron por los fondos de inversión, lo que en cierta medida pudo ayudar a que su pérdida de riqueza financiera fuera la mitad de la presentada en el periodo 2006 a 2014 en España, mientras en Francia la riqueza financiera por adulto aumentó un 10,67% en el mismo periodo.

■ Ilustración 22. **Composición de la riqueza por país 2000-2015**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

La riqueza de la clase media

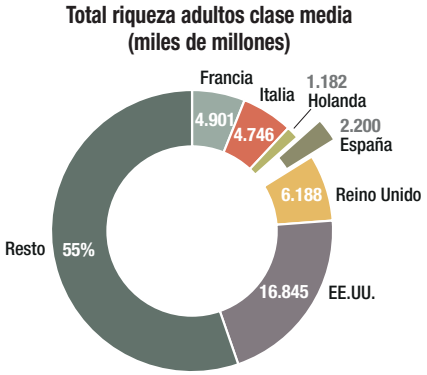
Como clase media se identifica al grupo de hogares cuya cabeza desempeña labores técnicas o administrativas, con un grado medio o superior de cualificación. Como referencia en Estados Unidos se toma el rango de los adultos que poseen una riqueza comprendida entre 50.000 y 500.000 dólares valorada a mediados de 2015 para este caso. Según los datos proporcionados por Credit Suisse España cuenta con 20,9 millones de adultos que pertenecen a la clase media.

■ Ilustración 23. **Riqueza de los adultos de clase media 2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.

Adultos pertenecientes a la clase media - 2016

País	Adultos clase media - miles	%	Total riqueza - miles de millones	%	Riqueza promedio por adulto clase media
Francia	23.845	3,6%	4.901	6,1%	205.536
Italia	29.402	4,4%	4.746	5,9%	161.418
Holanda	7.042	1,1%	1.182	1,5%	167.850
España	20.948	3,2%	2.200	2,7%	105.022
Reino Unido	27.945	4,2%	6.188	7,7%	221.435
EE.UU.	91.856	13,8%	16.845	20,9%	183.385
Resto	462.575	69,7%	44.644	55,3%	96.512
Mundo	**663.613**	**100%**	**80.706**	**100%**	**121.616**



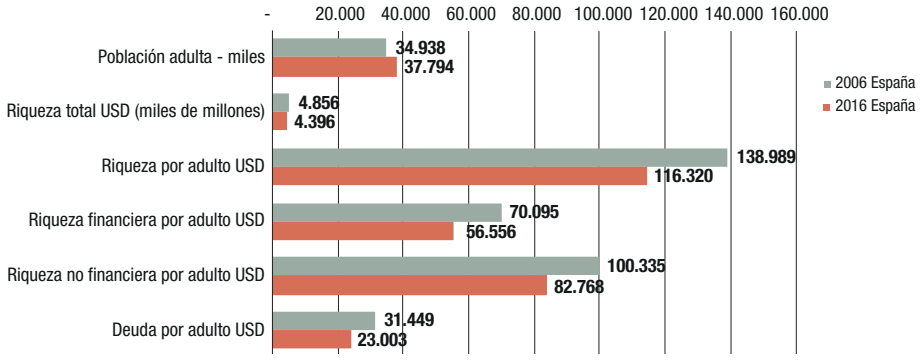
España es el país con menor participación relativa respecto a los otros países. La riqueza de promedio de la clase media se halla en 105.000 dólares, mientras que Italia cuenta con una media de 161.000 dólares.

5.5.2. Datos España

A continuación, se detalla la información para España, aunque ya ha sido analizada en el apartado anterior. Como se puede observar la riqueza por adulto en España pasó de 138.989 dólares a 116.320 dólares entre 2006 y 2016. Este mayor impacto tuvo su origen en la riqueza no financiera compuesta principalmente por activos inmobiliarios que sufrieron severos ajustes durante este periodo.

■ Ilustración 24. **Evolución de la riqueza en España 2006-2016**

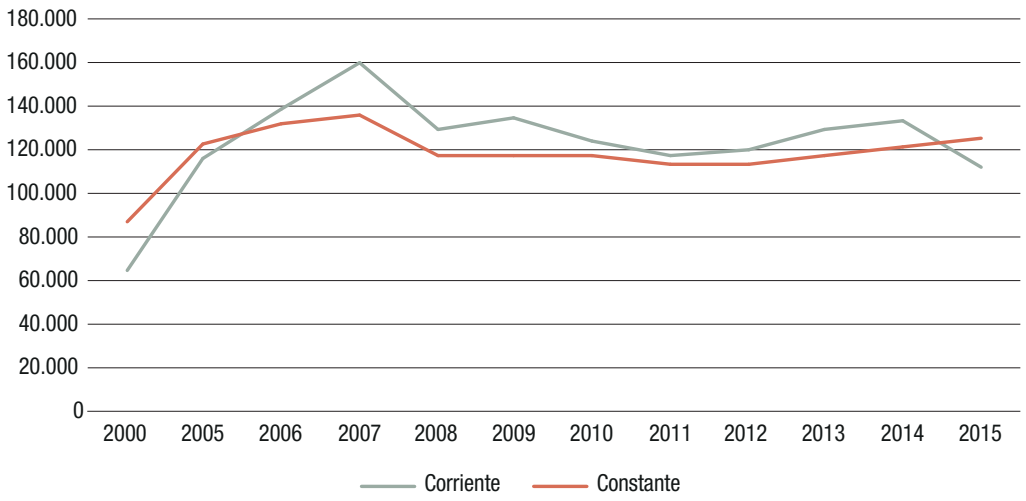
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



Evolución de la riqueza neta por adulto

■ Ilustración 25. **Riqueza en España por adulto a precios constantes y corrientes**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2015 – Credit Suisse.

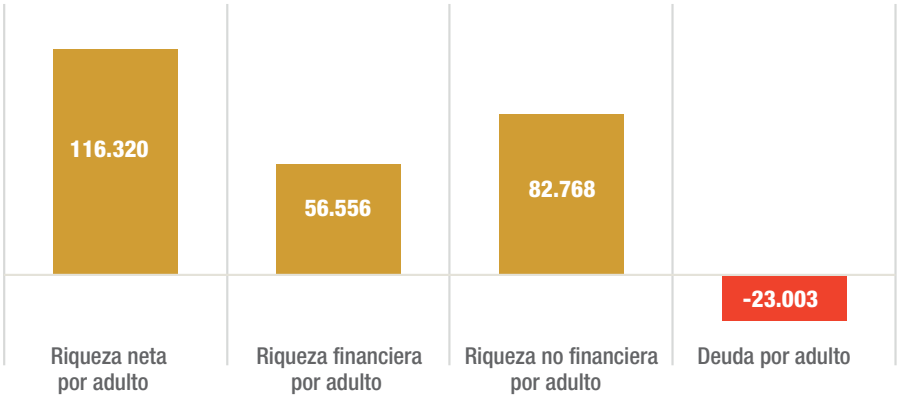


Composición de la riqueza por adulto – España 2016

La riqueza en España según los datos analizados sigue estando dominada por los activos no financieros, resalta el alto grado de desapalancamiento por las familias. Por su parte de cara a los próximos años existe un potencial importante puesto que las familias intentarán al menos mantener, o en el mejor escenario, incrementar su riqueza y esto pasará por transformar esta estructura y cambiar la dirección de las inversiones hacia activos financieros, donde se demandará un asesoramiento de calidad.

■ Ilustración 26. **Composición de la riqueza por adulto – España 2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Global Wealth Databook 2016 – Credit Suisse.



1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

6. Los nuevos modelos de asesoramiento financiero. Contraste con Europa

En este apartado tratamos de describir los modelos existentes en otros países de nuestro entorno, también en un sentido amplio respecto a la actividad de gestión patrimonial privada, aunque centrados principalmente en la de asesoramiento financiero.

6.1. Modelo de negocio y avances en Reino Unido

Reino Unido es una referencia clave en cuanto a las posibles implicaciones y consecuencias del establecimiento de nuevas políticas sobre el asesoramiento financiero, sin embargo tales consecuencias deberán ser analizadas detenidamente dado que la composición del mercado inglés es muy distinta a la del español, tanto por la estructura de distribución de instrumentos financieros, como por el modelo de asesoramiento.

En Reino Unido el modelo de distribución y asesoramiento está principalmente en manos de los IFA (*Independent Financial Advisers*) que hace referencia a asesores independientes en el mercado británico, no empleados por los fabricantes o productores, y que proveen/ofrecen servicios de asesoramiento sobre toda clase de instrumentos y servicios de inversión. Abarcan una amplia variedad de modelos de asesoramiento, éstos van desde los IFAs generalistas, para quienes el negocio de inversión es una parte de su negocio general, hasta los IFAs especializados donde el negocio de la inversión es su actividad principal. Esta última figura sería similar a las EAFIs en España.

Los IFAs gestionan en Reino Unido cerca del 70-75% del negocio de la distribución de fondos de inversión, mientras que los bancos tienen una participación mínima (1%) como canal de distribución de dichos instrumentos. Como es sabido, en España el panorama es muy distinto: el negocio de los fondos de inversión está controlado principalmente por las grandes entidades financieras (72%) y las EAFIs cuentan con una participación inferior al 5%.

La normativa conocida como *Retail Distribution Review*, o por sus siglas RDR, introdujo cambios muy significativos en materia de asesoramiento financiero en Reino Unido. La RDR entró en vigor el 1 de enero de 2013, tras 8 años de debates y consultas bajo la premisa de cambiar el modelo de retribución a los asesores/distribuidores buscando romper el vínculo económico entre el distribuidor y el productor. Como objetivos principales, la RDR tenía:

1. eliminar los conflictos de interés surgidos a raíz de las estructuras de remuneración de la industria;
2. aumentar la transparencia a los clientes; y
3. Aumentar la profesionalidad y formación de los empleados que prestan servicios de asesoramiento financiero.

Como se puede observar, son objetivos generales parejos a los que en materia de protección al inversor establece MiFID II, aunque con algunos matices incluso más restrictivos.

Reacciones previas a la entrada en vigor de la RDR *(Retail Distribution Review)*

Una vez pasada la crisis de 2007, se buscó recuperar la confianza de los inversores para lograr nuevamente canalizar el ahorro hacia la inversión, tarea nada fácil puesto que en el mercado se presentaban algunas circunstancias que no proporcionaban confianza, por ejemplo la estructura de retribuciones de los asesores podía crear sesgos en contra del interés del cliente, por otra parte la complejidad de los instrumentos y la baja cualificación detectada en una parte importante del personal que realizaba el asesoramiento en materia de inversión, llevó a la FSA (*Financial Services Authority*) a tomar drásticas medidas para atajar este asunto.

Las líneas principales de la regulación podían afectar principalmente a los asesores independientes (IFA), ya que la RDR venía a prohibir todo tipo de retrocesiones y, en consecuencia, sus ingresos deberían provenir exclusivamente del cliente, y por ello se evidenció un alto grado de escepticismo y rechazo a estas medidas varios años atrás. Se sostenía que estas medidas podrían reducir notablemente el número de asesores en el mercado. Algunos analistas llegaron a publicar que supondría el colapso del negocio del asesoramiento en Reino Unido.

Además, la nueva política de retribución podría suponer que muchos clientes minoritarios se quedaran fuera del asesoramiento, puesto que los costes no serían proporcionales a su nivel patrimonial. Si esto ocurría el cliente podría llegar a ser expulsado de los canales de asesoramiento existentes hasta la fecha.

Los nuevos modelos de asesoramiento

La RDR estableció 2 tipos de asesoramiento, el "independiente" y el "restringido" (*restricted*). El nuevo estándar de asesoramiento independiente tiene por objeto garantizar que se halla realmente libre de sesgos hacia soluciones particulares o por incentivos (*inducements*) que pudieran limitar el rango de soluciones de inversión recomendadas. En la prestación de asesoramiento independiente, una empresa no debía estar constreñida por el proveedor del instrumento, siendo capaz de considerar objetivamente todos los tipos de instrumentos de inversión que fueran capaces de satisfacer las necesidades de inversión y objetivos del cliente. Por el contrario, el asesoramiento restringido no cumpliría con el estándar del asesoramiento independiente y podría ser prestado siempre a condición de explicar al cliente la naturaleza de las posibles limitaciones/restricciones en que se pueda estar incurriendo. En consecuencia, con foco en la distribución minorista, la nueva normativa establece una diferenciación clara entre los asesores independientes, que son aquellos que siguen un modelo de "arquitectura abierta", y los restringidos, que son aquellos que sólo ofrecen asesoramiento sobre ciertos productos o sobre ciertas entidades (lo que en España llamaríamos "arquitectura guiada").

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Incentivos/pagos por terceros

Bajo la RDR está prohibido cualquier tipo de pago, retrocesión o compensación en la prestación del asesoramiento financiero, el asesor sólo cobra por sus servicios con los honorarios del cliente. Esta prohibición se aplica tanto para el modelo de asesoramiento independiente, como para el restringido. En este sentido, la RDR dio un paso más respecto a MiFID II, puesto que en esta última se puede recibir pagos de terceros bajo la figura de "no independiente", con algunos matices respecto a algunas mejoras en la prestación del servicio.

Los reguladores prohibieron primero el pago de comisiones y retrocesiones para el negocio nuevo (desde enero de 2013), luego prohibieron las retrocesiones para el negocio nuevo de las plataformas (abril de 2014) y a partir de abril de 2016, estarán prohibidas las retrocesiones para el negocio de las plataformas previo a la entrada en vigor de la RDR.

Ética y profesionalidad

Los requisitos de profesionalidad establecidos por la RDR tenían la aspiración de recuperar la confianza de los consumidores.

Desde diciembre de 2012, los asesores debían cumplir lo siguiente:

- aceptar un código ético;
- tener una cualificación apropiada;
- cumplir con al menos 35 horas de formación continua por año; y
- conseguir una declaración de situación profesional (SPS: *Statement of Professional Standing*) de un organismo acreditado.

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

Para obtener el SPS, los asesores están obligados a presentar una declaración anual de un organismo acreditador donde se certifique que ha cumplido con la declaración de principios para las personas autorizadas (APER[10]: *Statements of Principle for Approved Persons*).

Cualificaciones aceptadas

También se revisaron los requisitos de cualificación[11] para reflejar mejor el papel real de los asesores con el propósito de contar con las habilidades y conocimientos necesarios para satisfacer la demanda de inversión

[10] http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/APER

[11] Listado de calificaciones vigentes y actualizables: www.fsa.gov.uk/smallfirms/your_firm_type/financial/pdf/rdr_quals.pdf

del mercado actual. A partir del 1 de enero de 2013 los asesores debían estar en posesión de un título de grado A o B de la lista de cualificaciones autorizadas (existen 5 categorías distintas, desde la "A" hasta la "E").

Requisitos de formación continua

Se considera muy relevante a la formación continua (CPD[12] o *Continuing Professional Development*) para poder hacer frente a los retos y demandas exigentes del mercado de inversión.

Las actividades se pueden estructurar mediante múltiples figuras formativas:

- seminarios;
- conferencias;
- talleres o cursos; y
- actividades de *e-learning*.

Algunas consecuencias observadas en el negocio del asesoramiento financiero post RDR

Se pueden explicar por dos aspectos principales: (i) las presiones regulatorias de la RDR que significaron un cambio en la estructura de precios y en los modelos de negocio y (ii) la propia situación de coyuntura que se vivió en los mercados entre 2011 y 2013.

Número de asesores

Los bancos fueron los primeros en reaccionar cerrando en su mayoría los servicios de asesoramiento financiero a clientes minoristas. Por ejemplo, Barclays cerró su división de asesoramiento en 2011, seguido de Lloyds, que lo cerró al *mass-market* en noviembre de 2012. En 2013, lo cerraron Santander, tras el pago de una multa por la prestación inadecuada del servicio de asesoramiento a minoritarios; HSBC, que sólo lo mantuvo para inversiones superiores a 50.000 libras y Axa.

En marzo de 2013, la FSA reveló que se había producido una caída superior al 20% en el número de asesores desde diciembre de 2011 y que el número de bancos y empresas que prestaban servicios de asesoramiento había caído un 44%. A esa fecha la reestructuración de los servicios de asesoramiento de la banca supuso una reducción de unos 4.000 puestos de trabajo. En el caso de los IFAs, según datos de la City University de Londres, su número habría descendido en hasta 9.000. Cabe mencionar que, los principales afectados fueron los asesores de clientes minoristas, mientras que los asesores de banca privada (con clientes de mayor patrimonio) sufrieron pérdidas mucho menores.

Pero además de la RDR, también influyó que los clientes entre 2008 y 2012 redujeran considerablemente la demanda de asesoramiento tras las consecuencias de la crisis de 2007. Los años de la crisis de deuda de la zona euro (2011-2012) fueron también difíciles para el negocio del asesoramiento en

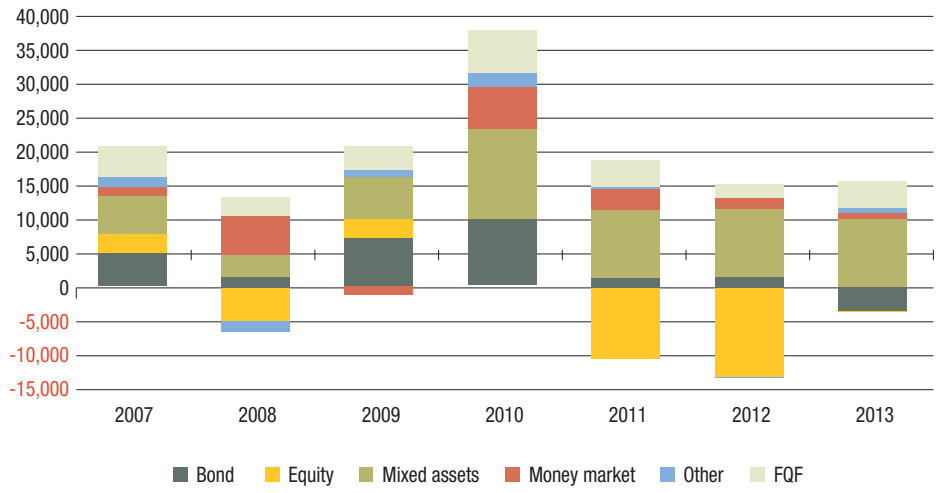
[12] http://www.fsa.gov.uk/smallfirms/resources/one_minute_guides/financial_advisers/rdr_continuing_prof_dev.shtml

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Reino Unido. Como se puede observar en el gráfico, los flujos de renta variable cayeron notablemente buscando refugio en activos mixtos.

■ Ilustración 27. **Flujos netos por clase de activos en Reino Unido**

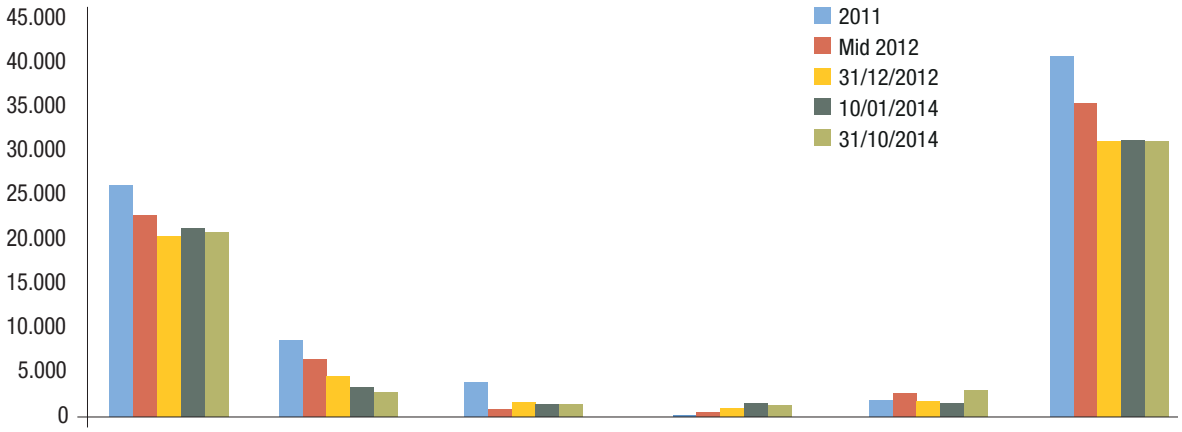
Fuente: Navigating the post-RDR landscape in the UK. Alfi 2014.



El número de asesores del mercado se vio reducido, en primer lugar, porque los bancos cerraron su negocio de asesoramiento a clientes minoristas, pero también porque los IFAs que no pudieron adaptar su negocio a la nueva política de remuneración y no estaban en condiciones de acreditar su cualificación y competencia, quedaron forzosamente fuera del mercado.

■ Ilustración 28. **Asesores financieros en Reino Unido post RDR**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.



Financial Adviser	Bank/ Building Society	Wealth manager / Stockbroker	Discretionary Investment Manager	Other	Total
25,616	8,65 8	4,044	0	2,24 9	40,56 6
23,787	6,65 5	1,202	87 5	2,55 4	35,07 3
20,453	4,81 0	2,043	1,435	2,26 9	31,13 2
21,881	3,55 6	1,906	1,787	2,09 0	31,22 0
21,496	3,18 2	1,906	1,698	2,87 1	31,15 3

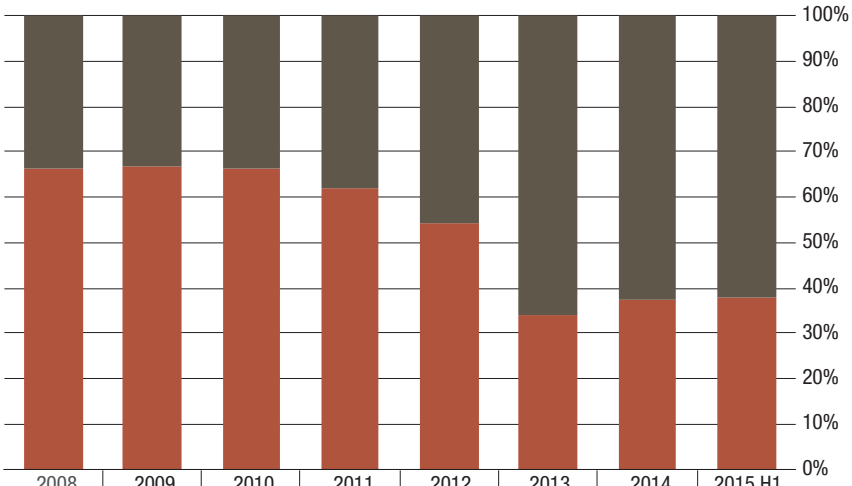
Según cifras de la FCA, en noviembre de 2015 habría en total 30.600 asesores de inversión financiera, frente a 35.073 a cierre de 2012, y ligeramente por debajo de las cifras de un año antes, en que había 31.153. Las cifras también mostraron que el número de bancos y de entidades de asesoramiento creció en un 15% hasta 3.672, después de haber caído en un tercio durante el año anterior. Por su parte, el número de gestores de carteras discrecionales experimentó un aumento del 14% (hasta 1.944), tras el incremento del 18% durante los dos primeros años siguientes a la entrada en vigor de la RDR.

Modelo de distribución

La RDR dentro de sus principios generales buscaba romper el vínculo entre productor y distribuidor que generaba potenciales sesgos en la asignación de productos de inversión. La eliminación de los pagos de terceros generó un cambio notable en la formación de los precios, aportando mayor transparencia al mercado y proporcionando a los clientes más información sobre los costes asociados a los distintos productos y servicios.

■ Ilustración 29. **Volumen de ventas asesoradas y no asesoradas en Reino Unido (miles de libras)**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.



	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 H1
Non-advised sale	1.000.196	878.245	941.642	995.628	1.072.323	2.064.131	2.135.229	819.513
Advised sale	1.963.165	1.762.583	1.859.813	1.612.716	1.271.440	1.054.625	1.272.001	501.950

El incremento en los costes del asesoramiento debido a la necesidad de optimizar tecnológica y operativamente a múltiples IFAs, unido a los costes por cualificación y certificación, fue trasladado a los clientes que, en muchos casos, quedaron "huérfanos" del servicio de asesoramiento. Se estimó que patrimonios por debajo de las 250.000 libras difícilmente podrían acceder a un asesoramiento independiente. Algunos IFAs afirman que 1 hora de su servicio puede suponer entre 200 y 250 libras y que, como mínimo, un asesor debería emplear 5 horas para hacer una propuesta rigurosa a un cliente[13]. Para cifras a invertir de 100.000 libras esto podría llegar a suponer hasta un 1,25%, unos costes muy elevados para ese nivel de patrimonio.

[13] Datos de un IFA de tamaño medio independiente no asociado a grandes entidades

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

En este contexto no es de extrañar que los modelos de "sólo ejecución" saliesen beneficiados, al igual que las plataformas del tipo "D2C" o "B2B", que buscaron aumentar su cuota de mercado entre clientes potencialmente expulsados del asesoramiento como consecuencia de la entrada en vigor de la RDR.

D2C hace referencia a plataformas de inversión directa para consumidores (*direct-to-consumer*). Los impactos operativos y comerciales en la distribución han generado, por otra parte, un crecimiento en la integración vertical de aquellos modelos que comparten estrategias de negocio. Según Fundscape, la distribución directa ha pasado de pesar un 2% hasta el 8% del total.

Segmentación

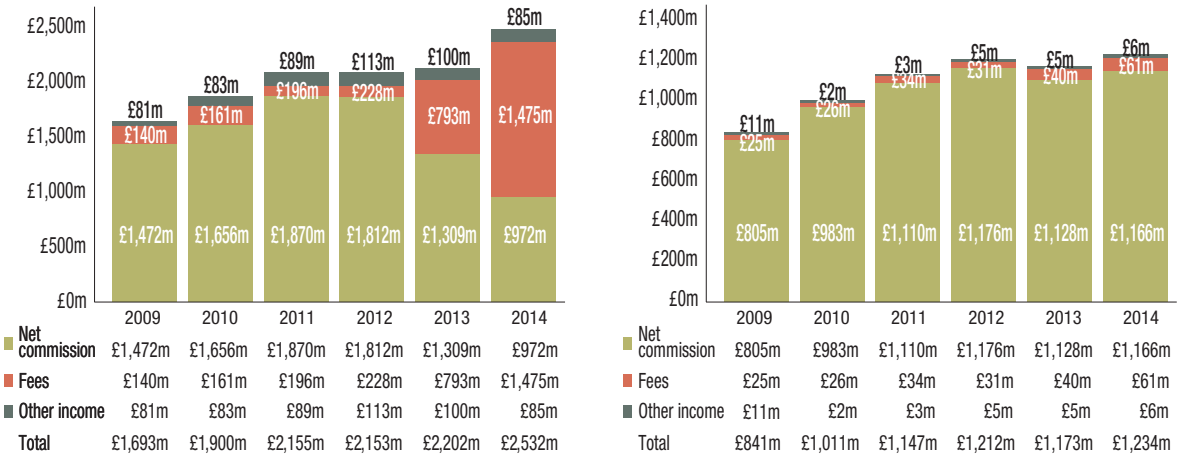
La segmentación de los clientes es tan fundamental como la relación con los proveedores de producto. Una vez los IFAs realizaron una detallada segmentación de clientes, tuvieron una base concreta sobre la cual podían hacer negocio. Posteriormente fue necesario evaluar el impacto en sus cuentas de resultados para determinar si los ingresos cubrían los costes derivados del aumento de cargas operativas, especialmente para aquellos que optaron por el modelo independiente, y también regulatorias (p.e. vía seguros de responsabilidad civil) para ambos modelos. Esto puso de manifiesto que algunos clientes no serían rentables y que, en el pasado, venían siendo de alguna forma "subsidiados" por los ingresos generado por otros grandes clientes.

Ingresos del sector

De hecho, al contrario de lo que se había vaticinado por algunos analistas, los ingresos del negocio regulado de asesoramiento minorista han aumentado desde la entrada en vigor de la RDR.

■ Ilustración 30. Izq: **Ingresos consolidados del negocio minorista;**
Der: **Ingresos por todos los tipos de negocio asesorado**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.

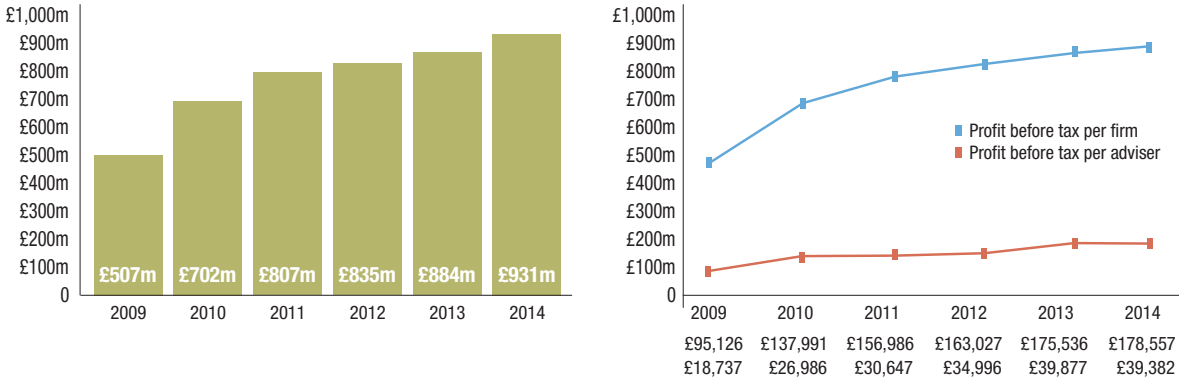


El mismo comportamiento presentan los ingresos del agregado de todos los servicios informado por los asesores financieros a cierre de 2014. Respecto a los beneficios (beneficio de actividades ordinarias antes de impuestos) se observa cómo la actividad sigue siendo rentable y creciente a pesar de los cambios en el modelo de negocio.

La gráfica de la derecha muestra los beneficios medios antes de impuestos, tanto por asesores, como por firmas que prestan asesoramiento en cada año.

■ Ilustración 31. **Comportamiento de los beneficios por año de la categoría *financial advisor* en Reino Unido**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.

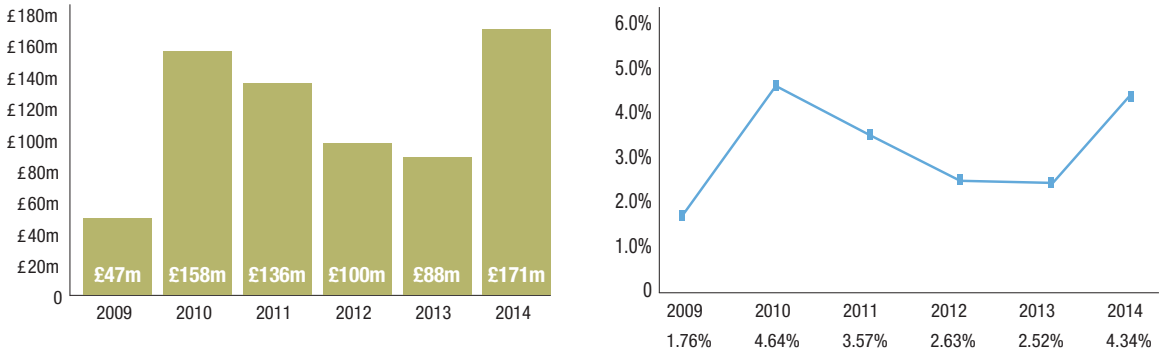


Los siguientes gráficos muestran los *retained profit* para las empresas bajo supervisión de la FCA cuya actividad principal es el asesoramiento financiero. La figura de la derecha muestra el mismo dato como porcentaje del total de ingresos.

Se observa que los impactos derivados de la adecuación del negocio al nuevo modelo de retribuciones y los costes adicionales de carácter operativo, *reporting* y formación se sufrieron durante 2011 y 2012, siendo que los beneficios actuales de las empresas de asesoramiento financiero del Reino Unido recuperan ya los niveles de 2010.

■ Ilustración 32. **Comportamiento de las ganancias tras impuestos y dividendos**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.



1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

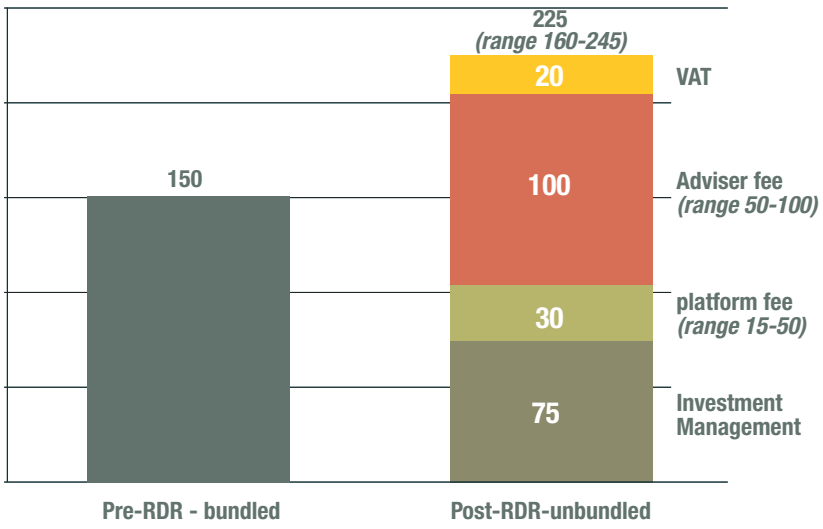
Impacto para los productores – *(Manufacturers)*

Uno de los principales impactos operativos de la nueva regulación se vivió en el mercado de fondos y esto llevó a conseguir uno de los objetivos de la nueva regulación, que no era otro que el de brindar una mayor transparencia sobre los costes asociados a los productos y servicios de inversión. Las gestoras se han visto obligadas a publicar sus "*gate-keeper prices*", lo que ha permitido valorar, por un lado, su gestión, y por otro, el resto de los servicios (de distribución y/o asesoramiento).

Antes de la RDR se mantenía un estándar de mercado en fondos (de renta variable) cercano al 1,5% de comisión de gestión, que se distribuía en la siguiente proporción: 0,25% al distribuidor (plataforma), 0,5% como retrocesión al asesor, y 0,75% para remunerar al gestor. En este contexto no era fácil para el cliente apreciar claramente la remuneración por la gestión. Actualmente se podrá valorar mejor a unos gestores que a otros. Como resultado de la RDR, muchos proveedores lanzaron nuevas clases de acciones sin retrocesión (normalmente con unas comisiones de gestión del 1%), y lo que ahora se conoce como una "clase limpia" (*clean share classes*) del 0,75% sin retrocesión o descuento alguno. Las clases previamente existentes siguen activas para el negocio anterior, pero el objetivo final es que todo el negocio acabe pasando a las clases limpias. **La actual distribución de las comisiones post-RDR se puede apreciar en el siguiente gráfico, donde se observa un encarecimiento global del coste para el cliente.**

■ Ilustración 33. **Distribución de comisiones Pre-RDR y Post-RDR**

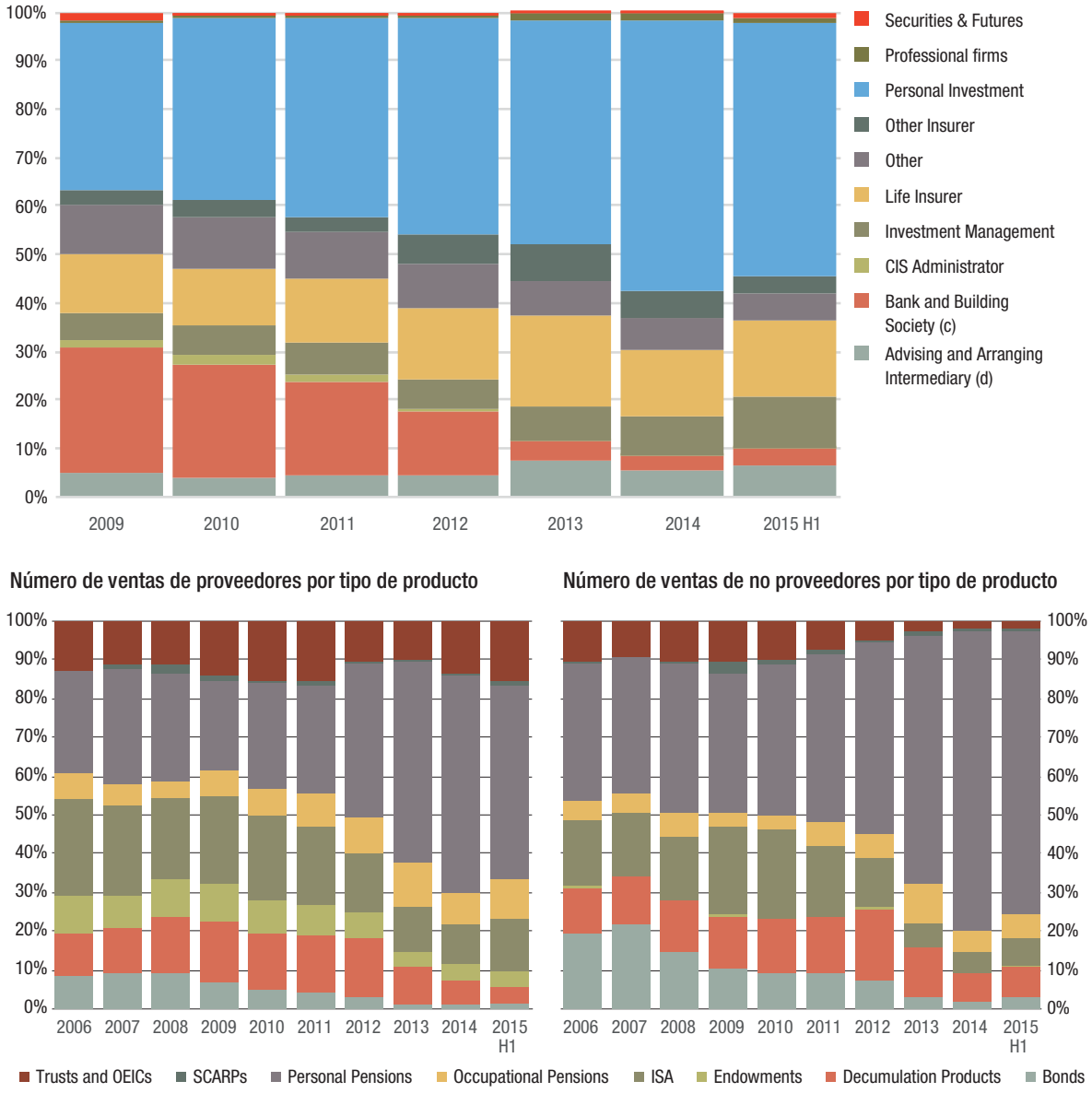
Fuente:Peter Grimmett, M&G Investments.



En efecto, el coste del producto se ha reducido, pero el coste total del servicio se ha visto globalmente incrementado. Al igual que en los ingresos y los beneficios retenidos, las consecuencias de la entrada en vigor de la RDR tuvieron diferentes efectos. La banca se retiró del negocio en 2012, mientras que las inversiones personales asesoradas y no asesoradas ocuparon una buena parte del volumen de operaciones a partir de 2012, como se observa en los siguientes gráficos.

■ Ilustración 34. **Comportamiento del volumen de ventas por tipo de firma y productos**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.



Otros efectos:

- Leve movimiento del asesoramiento independiente hacia el asesoramiento restringido.
- Déficit de asesoramiento: hay millones de clientes que no se pueden permitir el asesoramiento, y en general para clientes con un importe patrimonial inferior a las 100.000 libras.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Se ha observado un incremento de clientes con soluciones de fondos multiactivo autodirigidas, además de una mayor venta de productos de gestión pasiva, como serían los ETFs.

- Los fondos de inversión han salido, en general, reforzados desde la entrada en vigor de la RDR. Sus entradas han crecido desde 2013 y las comisiones de gestión se han ajustado para el cliente final.

Impactos RDR en Reino Unido – Puntos Claves

- **Nueva estructura de comisiones y modelo de asesoramiento.**
- **Incremento de los clientes directos.**
- **Enfoque guiado para el *mass-market*.**
- **Requerimientos y exigencias adicionales de formación.**
- **Han salido reforzados los productos de gestión pasiva.**
- **Desarrollo de clases de acciones más transparentes (*clean share classes*) en fondos de inversión.**

6.2. Otros países del entorno europeo

En el resto de Europa, la aplicación de MiFID II puede presentar distintas casuísticas e impactos ya que la normativa deja algunos aspectos a complementar dependiendo de las casuísticas en cada Estado. Las consecuencias analizadas anteriormente de Reino Unido deben hacerse considerando las particularidades de este mercado, ya que en este caso, la distribución de los productos en su gran mayoría está en manos de asesores independientes, mientras que en el resto de Europa la banca tiene una mayor preponderancia.

El alcance de MiFID II presenta algunas lagunas, por ejemplo, en algunas áreas relevantes de los productos de seguros. Idealmente la armonización debiera ser máxima entre las distintas regulaciones (p.e. UCITS, PRIIPs, IMD). De hecho, se podrían presentar sesgos hacia productos en función del regulador o reguladores en cada mercado. No obstante, la reciente aprobación de la Directiva de Distribución de Seguros IDD supone, en gran medida, un ajuste a los requisitos de MiFID II para la distribución de productos de seguros. En este sentido, se observa en los reguladores un propósito de armonización entre los distintos mercados y productos financieros.

A continuación, repasamos el caso de algunos países europeos relevantes por su modelo de distribución:

6.2.1. Caso de Holanda

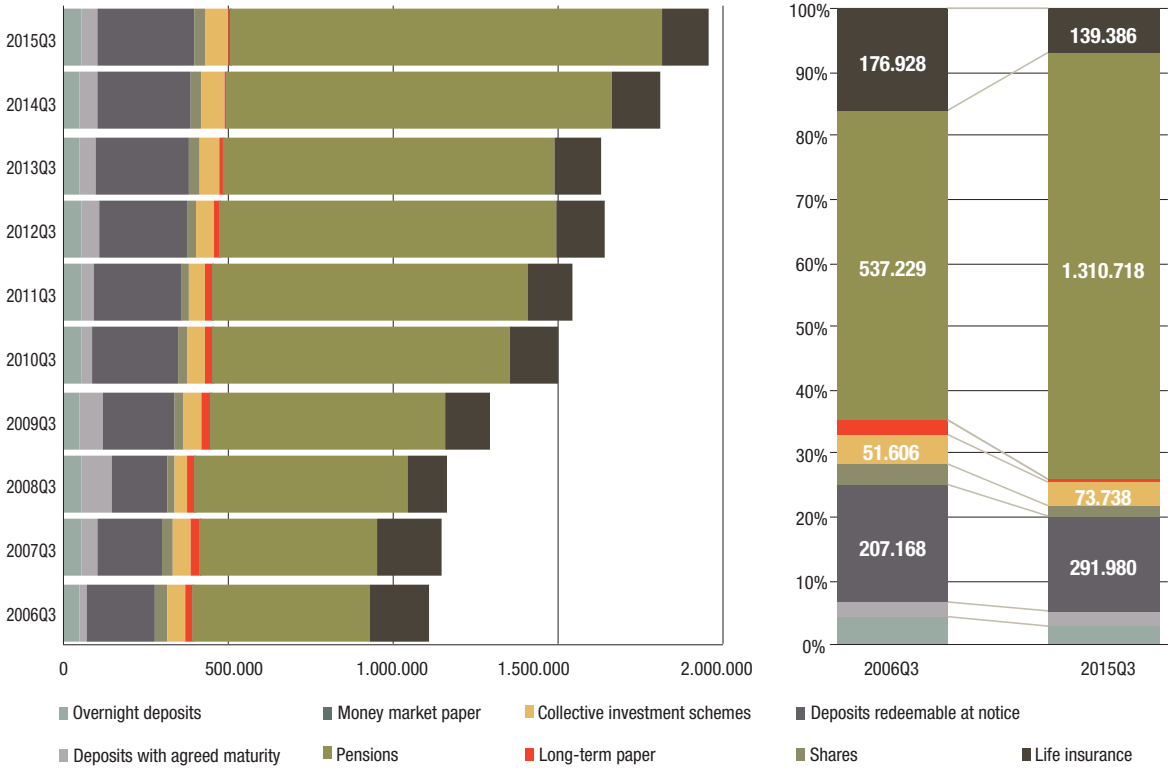
Holanda sería, junto a Reino Unido, el país adelantado respecto a MiFID II, y en concreto, en cuanto a la prohibición del cobro de retrocesiones de terceros. De hecho, ha dado un paso más que Reino Unido al prohibir cualquier clase de incentivo en productos o servicios financieros.

Desde enero de 2013, en Holanda está prohibido el pago de retrocesiones por colocación de créditos hipotecarios, seguros de ingresos, *unit-linked*, rentas vitalicias y seguros de no vida. La prohibición de incentivos en materia de servicios de inversión a clientes minoristas entró en vigor el 1 de enero de 2014. Sin embargo, se ha establecido un régimen transitorio para las transacciones en instrumentos financieros y fondos de inversión *open-ended,* en estos últimos a condición de que no haya remuneración de honorarios. En contraste con Reino Unido, donde los IFAs tenían unos derechos adquiridos sobre el negocio previo, del que podrían seguir cobrando retrocesiones con carácter transitorio, la AFM de Holanda obligó a suprimir todo incentivo y las posiciones en fondos tuvieron que convertirse en participaciones sin comisiones de forma inmediata.

El mercado del asesoramiento en Holanda está manejado principalmente por los bancos, como es lo habitual en la Europa continental (aproximadamente el 95% del mercado está controlado por los bancos).

■ Ilustración 35. **Composición de los activos de las familias en Holanda**

Fuente: The financial adviser market: In numbers. Editions 3.0 – APFA 2015.



1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Por su parte, los activos que más presencia tienen en la inversión de los holandeses son los fondos de pensiones y seguros de vida, con un peso del 74%, y los depósitos con el 20%.

La banca holandesa se encuentra, al igual que el resto de la banca europea, realizando un análisis sobre el modelo de negocios más adecuado y se plantea principalmente 2 vías: (i) desarrollo de modelos de negocio de bajo coste para el *mass-market* y/o migrar hacia un servicio de sólo ejecución o (ii) atender exclusivamente a los clientes de alto patrimonio (*High Net Worth Individual*).

Desde la entrada en vigor de la nueva normativa se han fortalecido los canales de gestión discrecional y el directo, todo ello en detrimento del canal asesorado. En la actualidad, los 3 canales rondan cada uno aproximadamente 1/3 del peso total, frente a los pesos anteriores del 70% en asesoramiento, 20% discrecional y un 10% del canal directo. Muchos clientes pasan al canal directo, demandando un esquema de precios bajo con la consecuencia de una reducción en el número de ajustes en sus posiciones.

Los principales retos en materia de asesoramiento financiero en Holanda se detallan a continuación:

■ Tabla 4. **Retos en materia de asesoramiento financiero en Holanda - MiFID II**

Fuente: Elaboración propia.

Retos	Impacto	Detalle
Conflictos de interés	Significativo	Por temas operativos (separación de analistas) y requerimientos de información, así como una completa revisión de procedimientos y de posibles conflictos.
Prohibición de pagos e incentivos:	Moderado	Se pondría fin a las recomendaciones gratuitas. Respecto a la prohibición de pagos de terceros, Holanda es incluso más restrictivo que la MiFID II. También impacta a los clientes profesionales que estaban excluidos
Idoneidad y conveniencia	Significativo	Incertidumbre entre productos complejos/no complejos. Los productos complejos no podrán ser comercializados para sólo ejecución.
Remuneración	Moderado	En Holanda ya hay unas reglas similares a las que se requieren en MiFID II, pero puede sufrir algunas modificaciones.
Manejo de reclamaciones y segmentación de clientes	Moderado	Puede que haya que revisar la categoría de contraparte elegible. Respecto al manejo de reclamaciones: posible incremento de personal para extender el régimen a posibles clientes profesionales. Hasta la fecha, sólo se lleva a cabo para clientes minoristas. Los registros de las reclamaciones deben ser reportados al regulador.

6.2.2. Caso de Francia

Francia cuenta con una importante participación de fondos de inversión en su cartera de activos financieros[14], siendo el segundo mercado más importante en Europa por este concepto (996.000 millones de euros). Se trata de un mercado con una fuerte presencia institucional y con elevada exposición a fondos del mercado monetario. El mercado minorista representa en Francia una pequeña parte de la industria, dominada por bancos.

Como en la mayor parte de la Europa continental, la distribución de los fondos es principalmente manejada por el modelo de banca universal que controla casi el 86% de la industria. El resto se completa con las aseguradoras y las *Conseiller en Investissements Financiers* –CIF–, esta última siendo una figura similar a las EAFIs en España), con un 8% y un 5% de cuota respectivamente. El negocio D2C apenas cuenta con un 1% de participación.

La arquitectura para HNWI es principalmente guiada, y para el canal minorista en la mayoría de los casos, cerrada. El canal de las aseguradoras tiene un gran atractivo en los productos de vida por sus grandes beneficios fiscales.

Asesoramiento independiente

La figura del asesor independiente fue introducida en Francia en 2003 y es conocida como *Conseiller en Investissements Financiers* o CIF. Se introducen con unos requisitos mínimos para su actividad. Deben cumplir unos criterios de honorabilidad y de capacidad profesional, contar con un seguro de responsabilidad civil y pertenecer a una asociación profesional autorizada por el regulador francés (*Autorité des Marchés Financiers*), además de figurar en un registro central, (ORIAS: Organisme unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance)[15].

Todos los asesores de inversión financiera (CIF) deben cumplir con una serie de obligaciones administrativas, profesionales y éticas. También están sujetos a formación continua a realizar con carácter anual mediante cursos de actualización proporcionados por las asociaciones profesionales a las que pertenecen. Esta figura no puede brindar el servicio de gestión de carteras a terceros, pero si puede transmitir órdenes de compra y venta de participaciones en fondos sobre las cuales haya brindado asesoramiento al inversor.

[14] Ver apartado 3.5 de este documento donde se hace presenta una comparativa de la composición de la riqueza por países.

[15] En el consejo de esta Asociación, se encuentran la Autoridad de Control y Resolución Prudencial ACPR y la Autoridad de los Mercados Financieros AMF.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Requerimientos de formación y experiencia

Respecto a los requerimientos de experiencia y formación se marcan tres criterios: la titulación, la formación y la experiencia, cuyas principales características se detallan a continuación.

Requerimiento	Detalles de la Instrucción 2013-0 AMF
Formación	Formación mínima de 150 horas para ayudar a abordar los siguientes temas: (i) conocimiento general en asesoramiento para inversiones financieras, (ii) conocimiento general sobre los métodos de comercialización de los instrumentos financieros, (iii) reglas de buena conducta en la práctica del asesoramiento de inversiones financieras y (iv) reglas de organización sobre el asesoramiento en inversión financiera.
Experiencia profesional	Dos años en los últimos 5 años anteriores a su nombramiento. Requiere presentación del certificado de ocupación de puesto / certificaciones de trabajos.
Titulación	Diploma nacional que requiere tres años de graduado jurídico, económico o de gestión.

El sector de la intermediación, tanto bancaria, como financiera y de seguros cuenta con más 85.000 miembros registrados a cierre de 2014. ORIAS presta servicios de centralización de reclamaciones, requerimientos de información y estadística del sector.

■ Tabla 5. **Número de intermediarios financieros en Francia (SP: Servicios de Pago)**

Fuente: Annual Report 2014, ORIAS.

	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	Change 2013/2014
Number of intermediaries	43 199	48 878	51 328	5,0%
Registration categories				
Insurance broker	21 165	21 550	22 272	3,4%
General Insurance Agent	11 962	11 844	11 687	-1,3%
Insurance Representative	2 762	2 731	2 682	-1,8%
Insurance Intermediary Representative	15 694	15 689	16 583	5,7%
Banking Transactions Broker and SP		4 439	4 574	3,0%
Banking Transactions Non-Exclusive Representative and SP		7 802	9 042	15,9%
Banking Transactions Exclusive Representative and SP		4 239	4 034	-4,8%
Banking Transactions Intermediary Representative and SP		6 977	6 819	-2,3%
Independent Financial Advisors		4 866	4 909	0,9%
PSI tied agent		3 345	3 167	-5,3%
Chamber of Independent Wealth Advisors			6	
Crowdfunding Intermediary			16	
Total registrations	51 583	83 482	85 791	2,8%

A cierre de 2014, que es el último reporte anual publicado por ORIAS, en Francia existen 5 grandes asociaciones de asesores independientes, las cuales cuentan con 4.909 CIF registradas.

■ Tabla 6. **Número de CIF por asociación de intermediarios financieros**

Fuente: Annual Report 2014, ORIAS.

Association CIF	2013	2014	Change 2014/2013
ACIFTE	252	252	0%
ANACOFI-CIF	2 169	2 217	2%
CNCGP (formerly CIP)	1 296	1 269	-2%
CNCIF	835	818	-2%
LA COMPAGNIE DES CGPI	269	275	2%
CIF being eliminated at 31/12/2014	45	78	73%
Total	4 866	4 909	1%

Los principales retos en materia de asesoramiento financiero en Francia se detallan a continuación:

■ Tabla 7. **Retos en materia de asesoramiento financiero en Francia - MiFID II**

Fuente: Elaboración propia.

Retos	Impacto	Detalle
Productos de seguros	Positivo	Los seguros de vida son los principales instrumentos de ahorro en Francia y quedan fuera del alcance de MiFID II. Debido a que la banca es el principal distribuidor el impacto, probablemente será mínimo.
Fondos de fondos pre-empaquetados	Neutro	Por ley, en Francia los distribuidores no pueden recibir retrocesiones de los gestores de fondos de manera que éstos han operado normalmente a un precio institucional y no se verían afectados por el cambio a los precios limpios propuestos por MiFID II.
Pequeñas boutiques	Positivo	Daría la opción de trabajar con los grandes proveedores de fondos, haciendo más fuerte la relación con los pequeños distribuidores, puesto que ya tendrían acceso al mismo precio que los grandes distribuidores.
CIF	Mayor amenaza	La mayor amenaza sería para las CIF relativamente pequeñas (consejeros independientes). Bajo MiFID2, la CIF no podría recibir retrocesión. En la actualidad, representan más del 80% de sus ingresos, por lo que la prohibición de incentivos podría impactar significativamente al sector y dejar tocada a esta incipiente industria, ya que llevará tiempo reconducir a los inversores hacia un modelo de pago directo.
Arquitectura abierta	Negativo	El mercado francés está significativamente integrado de forma vertical. La arquitectura guiada con distribuidores preferentes es la vía dominante. La implementación de MiFID II podría reforzar este patrón.
Expulsión de algunos asesorados	Negativo	Algunos clientes, que recibían asesoramiento debido a que en realidad estaban siendo subsidiados por otros de mayor importe bajo gestión, podrían ser expulsados del servicio, quedándoles como alternativa la arquitectura cerrada de los bancos o las plataformas *online*, las cuales tienen todavía poco recorrido en Francia.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

6.2.3. Caso de Italia

En Italia el canal de distribución dominante también es el bancario, en este caso casi con un 90%, que se divide en tres bloques diferenciados: (i) el minorista gestionado directamente por los bancos, que pesa hasta un 50%, (ii) los *promotori finanziari* vinculados, figura similar a los agentes en España, con un 23%, y que dependen totalmente de los productos del banco al que están vinculados; y (iii) la banca privada, que atiende a los HNWI y cuenta con una participación del 15%. Es en este último canal donde se cuenta con avances en cuanto al cobro por el asesoramiento, ya que el regulador italiano CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) aplica rigurosamente la prohibición de los pagos de terceros[16] desde la entrada en vigor de MiFID I. Por su parte, las aseguradoras cuentan con una participación del 8% en la industria.

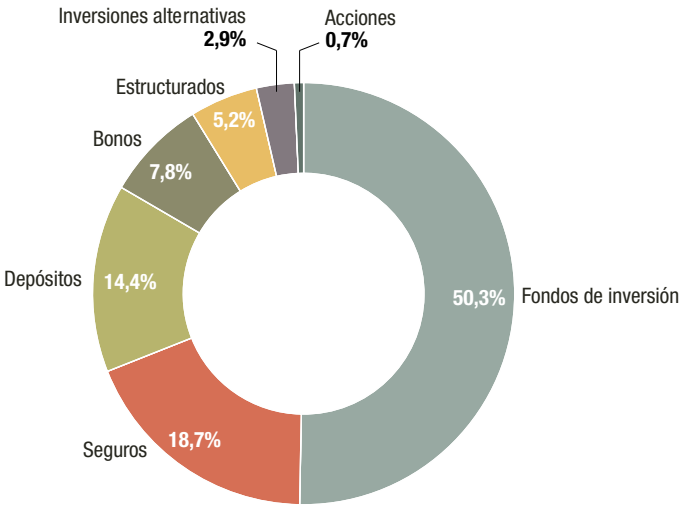
Los asesores independientes (*promotori finanziari*) de Italia sólo cuentan con una participación del 2% en la distribución de productos financieros, igualando con ello la participación de las plataformas D2C, que ofrecen asesoramiento *online* y construcción de carteras desde 10 euros al mes con un uso elevado de instrumentos ETFs.

Al igual que en España, la banca dirigió el ahorro de los hogares a productos dentro de balance durante los años posteriores a la crisis de 2007. Actualmente la industria de la inversión colectiva ha tenido un repunte importante con un incremento récord en su flujo neto de 50.000 millones de euros en los últimos 2 años.

En el mercado italiano los fondos de inversión son los instrumentos básicos para el asesoramiento, seguido de los seguros y los depósitos. Las acciones son mucho menos relevantes para el servicio de asesoramiento.

■ Ilustración 36. **Distribución de los instrumentos financieros objeto de asesoramiento en Italia**

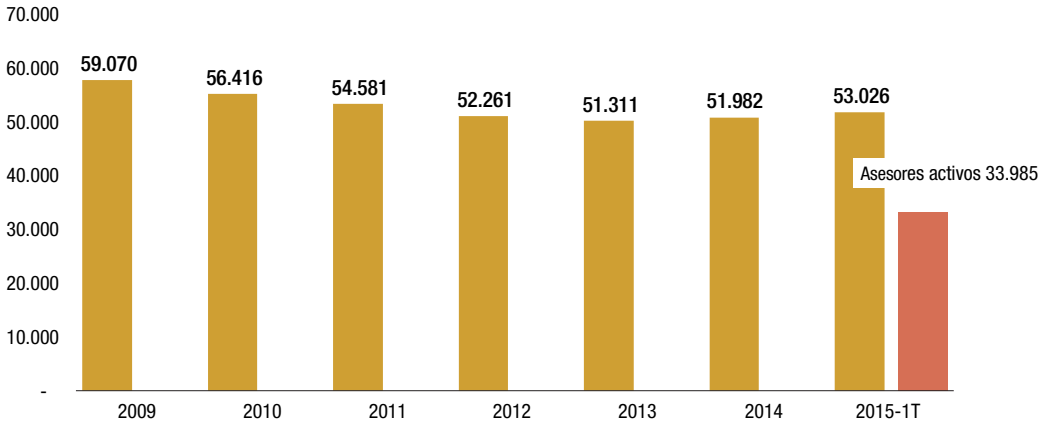
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de CONSOB.



[16] Esta prohibición abarca a las figuras de GPM y los servicios GPF (Gestioni Patrimoniali Mobiliari y Gestioni Patrimoniali en Fondi)

■ Ilustración 37. **Número de asesores financieros registrados en Italia**

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de informe: "Relazione Annuale", ASSORETI 2015.

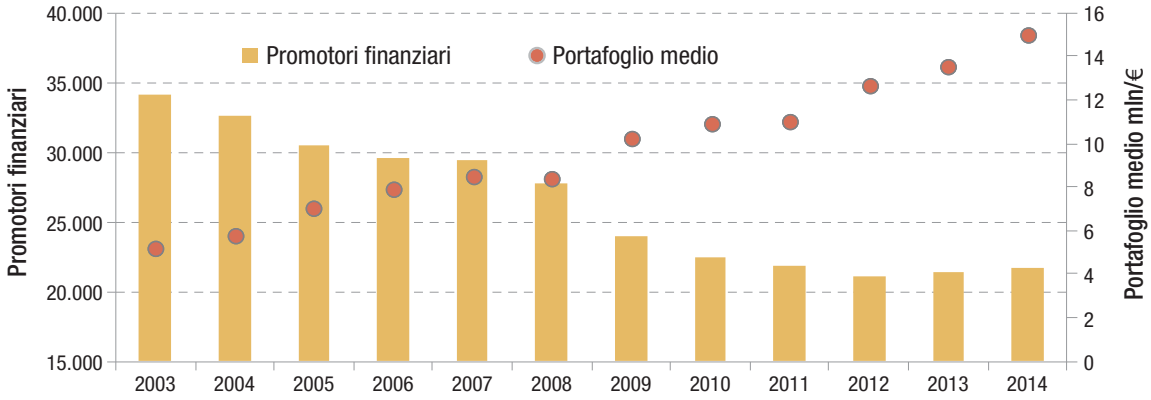


A inicios de 2015, según informe de APF (Organismo per la Tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari), se encontraban registrados 53.026 asesores registrados. Esta figura existe en Italia desde 1991, y operan bajo 2 figuras principales: (i) vinculados a los bancos, o (ii) independientes. Los asesores financieros, lejos de ser meros espectadores del proceso actual de transformación del sector, han contribuido al desarrollo cualitativo y cuantitativo del asesoramiento financiero, y ello por su riqueza de conocimientos y habilidades. En concreto, el asesor financiero, a causa de su relación privilegiada con el cliente, acaba siendo un vehículo básico y constante para la extensión de la educación financiera.

De los 53.026 asesores registrados, hasta 33.985 son considerados como activos, es decir, cuentan con alguna cartera asesorada. Según datos de Asoretti[17] en su informe anual de 2014, por segundo año consecutivo se ha incrementado el número de clientes, con un incremento anual del 4,4%, y de hecho la cartera promedio por asesor financiero había aumentado en un 10,3% alcanzando un máximo histórico de 15,0 millones de euros. Ver gráfico siguiente.

■ Ilustración 38. **Evolución portafolio medio por asesor financiero en Italia**

Fuente: Relazione Annuale 2014. ASSORETI mar. 2015.



[17] Assoreti es la Asociación italiana de bancos y empresas de inversión que presten servicio de asesoramiento en materia de inversión, cuyo objetivo es el estudio y la evolución de la legislación, asegurando un contacto constante con las instituciones, para proporcionar el procesamiento estadístico de la información para el análisis de la evolución del sector.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

En relación al tema relevante de los requisitos de conocimientos y experiencia de los asesores, el supervisor de Italia ha lanzado en diciembre de 2016 una consulta pública para definir su posición en cuestiones críticas como decidir quién puede acreditar los conocimientos y homologar la formación continua. La CONSOB italiana propone una combinación de títulos académicos y certificaciones profesionales, completados con exámenes homologados por sistemas de acreditación reconocidos a nivel europeo o internacional.

Los principales retos en materia de asesoramiento financiero en Italia se detallan a continuación:

■ Tabla 8. **Retos en materia de asesoramiento financiero en Italia - MiFID II**

Fuente: Elaboración propia.

Retos	Impacto	Detalle
GPM y servicios GPF *(Gestioni Patrimoniali Mobiliari* y *Gestioni Patrimoniali en Fondi)*	Neutro	Los servicios prestados a HNWI, a través de las GPM *(Gestioni Patrimoniali Mobiliari)* y GPF *(Gestioni Patrimoniali en Fondi)*, ya tienen adecuada su estructura de cobros al pago directo por el cliente y se hallan, en consecuencia, adaptadas a la prohibición de retrocesiones desde MiFID I. Se estima que el impacto no sería relevante en este segmento.
ETFs, PRIIPs, Fondos de Fondos	Positivo	La prohibición de las retrocesiones y de incentivos, podría favorecer claramente la distribución de este tipo de instrumentos, debido a su bajo coste de gestión.
Arquitectura abierta	Negativo	Debido a la poca intermediación y falta de asesoramiento independiente, los bancos tienen la capacidad de reconducir el ahorro según sus necesidades de liquidez. Por tal motivo tendrán la capacidad de influir en los inversores gracias a la arquitectura guiada y cerrada que promueven.
Seguros	Positivo	Debido a la falta de armonización regulatoria, los seguros quedan fuera del alcance de MiFID II, por lo que se pueden ver beneficiados gracias a la alta aceptación que tienen entre el *mass-market*.
Cambio a modelo de pago	Negativo	La práctica habitual de venta de fondos transmitía al cliente *retail* la sensación de que no existían costes. El cambio de modelo para este segmento sería muy traumático, por lo menos al principio. Con lo cual no se aprecia que Italia pueda efectuar un cambio radical como Reino Unido respecto a la prohibición total de pagos de terceros.
DIY *(Do-It-Yourself)*	Positivo	Los costes aflorados por la entrada en vigor de MiFID podrían llevar a inversores a explorar este tipo de plataformas, motivados por los bajos escenarios de tipos de interés que se presentan actualmente en la eurozona.

7. Retos y evolución previsible en España del asesoramiento financiero

7.1. El futuro del asesoramiento financiero en España. (Estudio demoscópico de EFPA España)

Como parte de este estudio, se realizó en enero de 2016 un trabajo demoscópico mediante una encuesta *online* entre los miembros asociados de EFPA España con el objetivo de conocer su opinión sobre el futuro del asesoramiento financiero en nuestro país. EFPA es una iniciativa europea de autorregulación nacida en el año 2000 que defiende los más altos estándares de actuación en el ejercicio de la profesión del asesoramiento. Cuenta en España con una cifra cercana a los 13.000 miembros, lo que la convierte en la asociación más relevante de este tipo en el sector financiero de nuestro país. Para ser miembro de EFPA se deben superar unas pruebas rigurosas de examen para la obtención de las certificaciones de reconocimiento internacional siguientes: EFA (*European Financial Advisor*) y EFP (*European Financial Planner*). Actualmente, 12.400 asesores poseen en España la certificación EFA y más de 400, la certificación EFP. Dado que el mantenimiento en vigor de estas certificaciones no es automático, sino que se halla sujeto a requerimientos de formación continua, es decir, a la realización obligatoria de horas de recertificación, nos parece especialmente valioso el "*input*" de los asociados de EFPA. La encuesta fue contestada por una amplia muestra de hasta 1.167 miembros presentes en las más diversas entidades del mercado. Los resultados de la encuesta se pueden ver a continuación:

1. ¿Considera que los cambios normativos que se están produciendo (MiFID II, etc) van a ser el "detonante básico" para el cambio en el modelo de asesoramiento financiero en España?

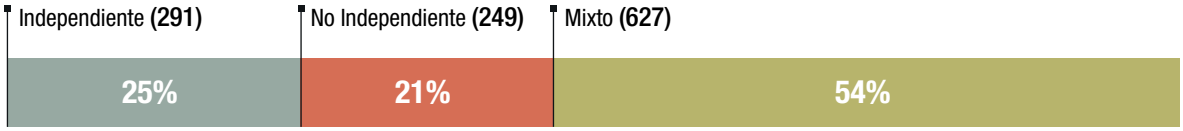
2. ¿Cree que la banca acabará dejando de prestar en España el servicio de asesoramiento financiero al segmento de clientes "minoristas" (como ya ocurrió en países como Reino Unido cuando implantaron normativas de índole similar)?

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

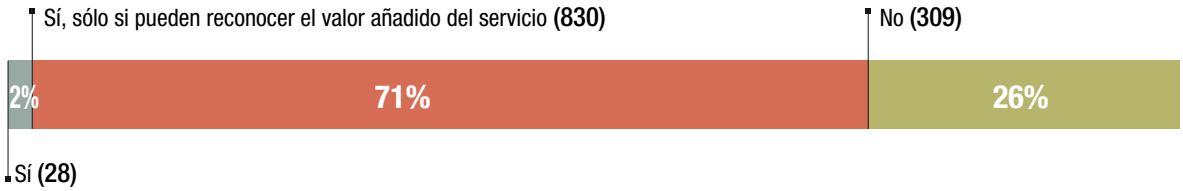
3. ¿Considera que es factible que existan en España tan sólo 550.000 clientes minoristas calificados como "asesorados" sobre una cifra estimada global de 9,5 millones de clientes, (es decir, algo menos del 6%), tal y como vienen reconociendo las entidades financieras?

4. ¿Piensa que se acabará eliminando en España cualquier tipo de "retrocesión" en la prestación del servicio de asesoramiento?

5. Ante la transposición de la directiva MiFID-II en España, ¿hacia cuál de las categorías siguientes de asesoramiento cree usted más probable que transite la entidad en la que desarrolla actualmente su actividad?

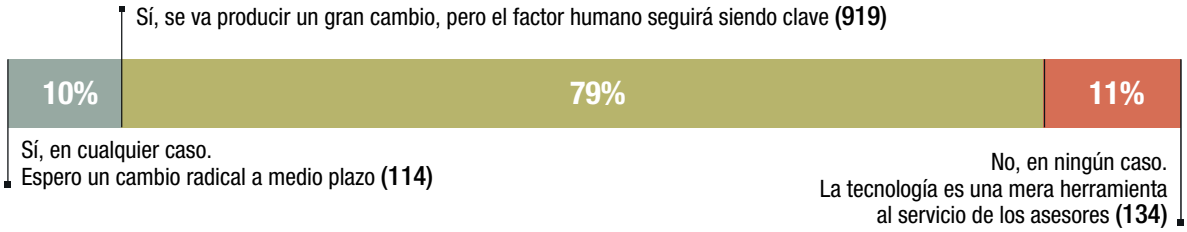


6. Por su experiencia directa o conocimiento, ¿piensa que los clientes asesorados pertenecientes al segmento de "banca personal" (o superior) estarán dispuestos a pagar "explícitamente" por el servicio que se les presta?

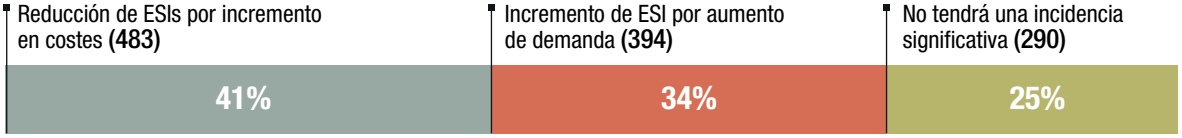


7. ¿Puede una "vehiculización" de los clientes (supongamos que a través de la inversión en fondos multiactivo, perfilados, o similar) ser una alternativa factible al asesoramiento cuando el patrimonio es inferior a una cifra límite que lo hace viable?

8. ¿Considera que el cambio demográfico –nativos digitales–, junto con la rápida evolución de las nuevas tecnologías –plataformas digitales de asesoramiento (*robo advisors*), y la proliferación de *brokers online* pueden cambiar los modelos de asesoramiento financiero tradicionales?



9. En su opinión, los cambios normativos que traerá MiFID II ¿cómo van a impactar en el sector financiero, y en concreto, en el número de ESIs (Empresas de Servicios de Inversión) que existirán?



Algunas conclusiones de la encuesta son las siguientes:

- Casi dos tercios de los asesores encuestados por EFPA España piensa que los **cambios normativos** en ciernes (MiFID II) son el "detonante básico" para la modificación del modelo de asesoramiento financiero en España.

- No tienen del todo claro si las entidades bancarias dejarán de prestar el servicio de **asesoramiento a clientes minoristas,** como ya ocurriera en otros países (caso de Reino Unido cuando entraron en vigor normativas similares). En efecto, hasta el 60,4% piensa que se dejará de prestar a minoristas, pero el 50,2% del total indica que esto ocurrirá sólo parcialmente. Por otra parte, casi el 40% piensa que no.

- Más del 70% de los asesores de EFPA España no se cree que la cifra de **clientes minoristas calificados como "asesorados"** por las entidades de nuestro país pueda ser inferior al 6% del total.

- Respecto a la **eliminación completa de las retrocesiones** en la prestación del servicio de asesoramiento, sólo un tercio de los asesores lo considera como algo factible. La gran mayoría piensa que seguirán existiendo.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Más del 50% (53,7%) de los asesores ve factible que el mercado transite hacia un **modelo dual de asesoramiento** (independiente y no independiente). La transición exclusiva hacia uno de los dos modelos sería menos relevante, aunque la probabilidad de cualquiera de ellas es bastante similar (24,9% hacia un modelo independiente frente a 21,3% hacia uno no independiente).

- Hasta el 71,1% de los encuestados responde que los clientes de segmentos altos (banca personal o superior) estarían dispuestos a **pagar "explícitamente" por el servicio**, pero sólo si perciben un valor añadido en el asesoramiento prestado. Por el contrario, un 26,5% de los asesores piensa que no pagarán. En consecuencia, las cifras son elocuentes sobre la necesidad de que los clientes puedan reconocer el valor añadido en el servicio.

- Casi tres cuartas partes de los encuestados considera que hay **soluciones alternativas** (fondos multiactivos, perfilados, etc) al propio asesoramiento **para los clientes minoristas** con un nivel patrimonial tan bajo que no cubra los costes de prestar este servicio.

- En cuanto al impacto que los **nuevos clientes** (nativos digitales) y las **nuevas tecnologías** puedan tener en los modelos tradicionales de asesoramiento, casi el 80% considera que serán relevantes, pero siempre bajo la premisa de que el factor humano siga siendo la clave. Menos del 10% espera cambios radicales a medio plazo, y poco más del 11% no ve impacto alguno.

- En cuanto a la posibilidad de una mayor **concentración de las ESIs** tras la entrada en vigor de MiFID II, la respuesta de los asesores encuestados se halla bastante repartida. Algo más del 40% (41,4%) espera que se reduzca el número de ESIs por los mayores costes que supondrá la normativa, el 33,8% opina que aumentará por la mayor demanda de asesoramiento independiente, y el 24,9% no espera una incidencia significativa.

7.2. Cuantificación del valor del asesoramiento

En muchos casos la consecución de rentabilidades atractivas para el cliente vendrá de la mano de una especialización y sofisticación del proceso inversor. Llevado al extremo, las altas rentabilidades conseguidas históricamente por vehículos específicos, como serían los *endowment funds* (fondos patrimoniales de universidades anglosajonas), vendrán explicadas por el carácter innovador y el alto grado de especialización de su modelo de inversión, conocido como "*endowment model*". En este caso, el mérito no sería debido, tanto a la asunción de un mayor riesgo, (o por lo menos riesgos habituales de mercado), como por el empleo de estrategias sofisticadas y alternativas en la gestión (p.e. de *private equity*, *real assets*, MLPs, de *hedge funds*, etc). Éste sería el caso paradigmático de David Swensen al frente del *endowment* de la Universidad de Yale.

■ Tabla 9. **Tasa de rendimiento real anual de fondos de universidades en Estados Unidos**

Fuente: El capital en el siglo XXI. Thomas Piketty – Elaboración propia.

	Tasa de rendimiento real anual (después de gastos de administración e inflación)
Todas las universidades (850)	**8,2%**
Harvard-Yale-Princeton (>US$ 15.000 m)	**10,2%**
Fondos superiores a US$ 1.000 m (60)	**8,8%**
Fondos entre US$ 500 y 1.000 m (66)	**7,8%**
Fondos entre US$ 100 y 500 m (266)	**7,1%**
Fondos inferiores a US$ 100	**6,2%**

Además, en la tabla anterior se puede observar una cierta relación entre tamaño del fondo y rendimiento cosechado. Siguiendo con el ejemplo de las universidades, si el *endowment* de Harvard gasta anualmente más de 100 millones de dólares en costes de gestión, ello contribuirá sin duda a que pueda aplicar unas estrategias especializadas que le permitirán explotar múltiples oportunidades de inversión no siempre al alcance de otros inversores más modestos. En este sentido, el volumen bajo gestión/asesoramiento sí será relevante ya que, para un Harvard esos costes sólo representan el 0,3% de su patrimonio, y sin embargo, serían inasumibles para una cartera de por ejemplo sólo 1.000 millones de dólares.

En todo caso, los autores de este estudio pensamos que, aunque muy importante, la rentabilidad de las inversiones no será el valor añadido más relevante para un cliente en el servicio de asesoramiento. En realidad, hay otros factores críticos que analizamos a continuación.

Como ya se ha explicado, la entrada en vigor de la directiva MiFID II en enero de 2018 va a generalizar el cobro "explícito" a los clientes por la prestación del servicio de asesoramiento. Esto supondrá, en muchos casos, un verdadero cambio en el modelo de negocio. En la encuesta a los miembros asociados de EFPA España, a la que aludíamos anteriormente, los asesores encuestados se mostraban optimistas en cuanto a la posibilidad de cobrar directamente a los clientes de los segmentos de banca privada y personal. Hasta el 71,1% de los asesores pensaba que los clientes estarían dispuestos a pagar, pero sólo si percibían un "valor añadido" en el servicio que se les prestaba. Tan sólo el 26,5% de los encuestados respondía que los clientes no pagarían en ningún caso. En un mercado en el que, según algunas fuentes[18] al menos la mitad de los ingresos de las bancas privadas proviene todavía de las retrocesiones, resulta bastante alentador que una proporción tan elevada de asesores de la muestra tenga unas perspectivas positivas respecto a la cuestión del cobro explícito. Pero en cualquier caso, la duda y reto que se nos plantea ahora es tratar de saber cómo cuantificamos ese valor añadido. De alguna manera el gran valor añadido girará en torno al máximo intangible de la relación entre asesor y cliente, que no es otro que la "confianza".

[18] Opiniones del XVII Encuentro de Banca Privada de iiR en febrero de 2016.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Con el objetivo de ser más concretos y, siguiendo aquí el criterio de Alfonso Roa y Envestnet[19], podríamos distinguir hasta 4 grandes áreas de aportación de valor añadido por parte del asesor:

1. **la planificación financiera;**
2. **la asignación de activos:**
3. **la selección de inversiones; y finalmente,**
4. **el reequilibrio y reajuste de carteras.**

A continuación tratamos de delimitar y cuantificar la aportación en cada una de estas áreas. No entramos aquí en consideraciones de optimización fiscal que, por supuesto, supondrían un valor adicional.

1. **Planificación financiera:** de vital importancia en el servicio de asesoramiento analiza cuidadosamente toda la información aportada por el cliente e incide en la fijación de unos objetivos de inversión, todo ello en función de sus circunstancias personales (tolerancia al riesgo, horizonte temporal, necesidades de liquidez/rentas, etc). Por este concepto se estima una aportación mínima anual de 50 pbs.

2. **Asignación de activos:** incide en la elaboración de un plan concreto de inversión que refleje una asignación estratégica de activos para la consecución de los objetivos fijados. En consonancia con el paso anterior tomará en consideración el perfil de riesgo y todas las restricciones impuestas por el cliente (necesidades de liquidez, horizonte, etc). Según este estudio se estima una aportación anual de 28 pbs. como consecuencia de una asignación de activos cuidadosamente ejecutada y debidamente diversificada.

3. **Selección de inversiones:** la elección más correcta de las inversiones específicas incidirá en la búsqueda de un adecuado equilibrio entre inversiones activas y pasivas, la aplicación de estrategias núcleo (*core*) y satélite, el uso de inversiones alternativas, etc. Se estima una aportación anual de hasta 85 pbs.

4. **Proceso de reequilibrio y reajuste de carteras:** los ajustes periódicos de la cartera también supondrán una fuente potencial de valor para el cliente. Incluye tanto el caso en que se restablece periódicamente la proporción entre los activos con y sin riesgo de una cartera (reequilibrio), como cuando se busca reducir su volatilidad ante la proximidad del final del plan de inversión (reajuste). Se estima que el proceso sistemático de reequilibrio anual puede llegar a aportar hasta 44 pbs.

El sumatorio de las 4 fases anteriores situaría la aportación global del asesoramiento en el entorno de los 200 pbs./año.

[19] Tribuna de Alfonso Roa en la *newsletter Funds People* de 21 de octubre de 2015 y "Capital Sigma. The Essential Advisor" de Envestnet 2015.

7.3. Necesidades de los clientes. ¿Por qué pagarán en adelante? ¿Qué esperarán del asesor?

Definir qué actuación tendrá en el futuro un colectivo tan diverso como es el de los inversores españoles ante el cambio normativo que supone MiFID II es una tarea compleja. Sin ir más lejos, nos viene a la memoria la revolución que se pensaba que supondría la irrupción de los EAFIs en el asesoramiento financiero español. La realidad es que, desde sus inicios en 2009, apenas llegan a controlar el 5% de los activos bajo gestión que hay en España.

Nuestro trabajo toma como referencia una serie de encuestas sobre comportamiento inversor. A partir de los resultados que ofrecen las mismas y a través de un proceso inductivo llegamos a unas conclusiones sobre el escenario más probable que creemos que va a producirse en España en el corto plazo.

Las encuestas que vamos a utilizar son:

a. *Investor Pulse* de BlackRock. Edición 2014.
b. Ahorro financiero de las familias españolas de Inverco (Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones). Edición 3er trimestre, 2015.
c. *The Price of Financial Advice* de State Street Global Advisors, 2014.
d. Hacia un asesoramiento financiero ideal. Caceis/PwC, 2010.
e. Otro aspecto que vamos a valorar es el cuantitativo: calcular el patrimonio financiero medio de los hogares españoles y ver cuántos clientes de banca privada hay en España.

7.3.1. *Investor Pulse* de BlackRock

Se trata de una encuesta sobre prácticas y hábitos de los inversores a nivel global. Abarca veinte países y se hizo en España por primera vez en el año 2014.

Para conocer la opinión de los inversores españoles se escogió una muestra de 1.000 individuos de entre 25 a 74 años. La muestra global abarcó a 27.500 personas siendo los países con mayor participación Estados Unidos y Reino Unido.

Las conclusiones que consideramos más relevantes son las siguientes:

1. **Los españoles se encuentran entre los más negativos en el mundo cuando se trata de pensar en sus finanzas.**

   Cuando se pregunta cuál es la palabra que mejor define el futuro financiero es "preocupado" con un 33% de las respuestas. Además, en comparación tanto con los inversores europeos como a nivel global, los españoles somos mucho más pesimistas.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

¿Cómo ve el futuro financiero?

Negativo	Zona	Positivo
58%	España	38%
50%	Europa	46%
41%	Global	56%

2. La situación de nuestra economía y el empleo es lo más preocupante

Principales riesgos para el futuro financiero de los españoles

Estado de la economía española	**59%**
Inestabilidad laboral	**49%**
Alto coste de la vida	**44%**
Aumento de impuestos / políticas fiscales	**41%**
Cambios en la Seguridad Social	**37%**

3. ¿Le es de ayuda un asesor financiero?

El 66% de los inversores que disponen de un asesor financiero se sienten en control de sus finanzas. Cuando se trata de personas pudientes[20], el ratio aumenta al 75%. En términos generales, sólo el 45% de los hogares españoles consideran que tienen control sobre sus finanzas que aumenta al 62% en el caso de los pudientes.

4. Los españoles tienen mucha más confianza en alcanzar sus prioridades que el resto de Europa

¿Qué confianza tiene en qué cubrirá cada una de estas prioridades?

	España	Europa
Conservar/mantener mi patrimonio	**82%**	**72%**
Amortizar la hipoteca	**76%**	**77%**
Costear la educación de los hijos	**88%**	**71%**
Pagar las deudas de créditos	**80%**	**68%**
Aumentar el patrimonio	**73%**	**59%**
Ahorrar para alcanzar una jubilación cómoda	**72%**	**54%**

[20] El estudio de BlackRock define pudientes como aquellos hogares españoles con más de 100.000 euros en patrimonio y activos.

5. El inversor español es tremendamente conservador

¿En qué activos y productos financieros invierten los españoles?

Liquidez	**58%**
Fondos de inversión/ Seguros de vida	**13%**
Acciones (compra directa)	**12%**
Inmuebles como inversión	**10%**
Bonos (compra directa)	**3%**
Inversiones alternativas	**2%**

La respuesta es, de forma abrumadora, en liquidez. La consideración más importante que hacen los inversores españoles, a la hora de plantearse una inversión a largo plazo, es el riesgo de perder su dinero (43%) seguido de la rentabilidad que esperan obtener (38%).

La doble preocupación del "no quiero riesgo" y "pero ¿cuánto voy a ganar?" son, a nuestro juicio, una muestra de falta de experiencia y conocimientos financieros de que adolece nuestra sociedad.

6. El inversor español es… muy español

Solo el 16% de los hogares españoles tiene inversiones en otros mercados y además, de este 16% sólo invierten una porción menor de sus carteras (15%).

7. Quiere saber más de inversiones

Los españoles muestran un alto interés en aprender más sobre inversiones

Franja de edad (años)	% que tiene interés en aprender más
25-34	**49%**
35-44	**50%**
45-54	**50%**
55-64	**37%**
65-74	**27%**

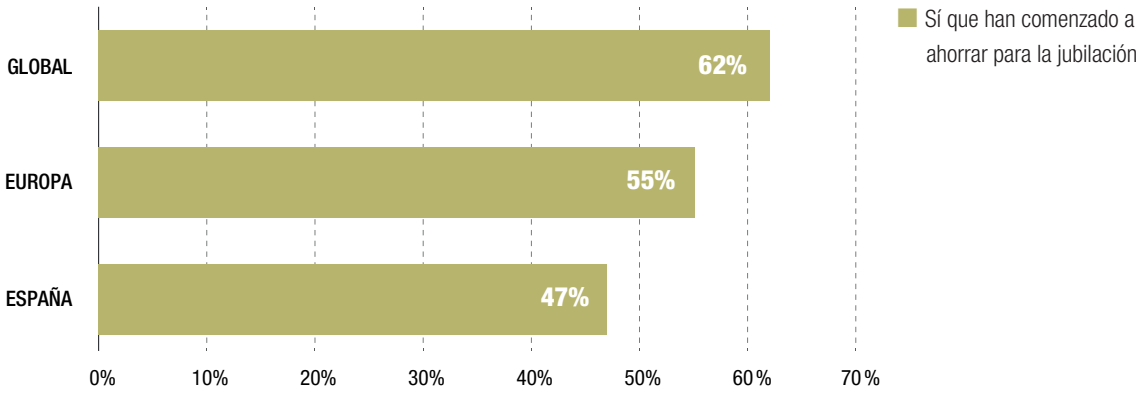
8. España va a la cola en cuanto a planificar la jubilación

Ante la cuestión de si se ha comenzado a ahorrar para la jubilación España va a la cola del resto de los mercados analizados.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Ilustración 39. **Planificación de la jubilación en España y resto de mercados**

Fuente: Investor Pulse de BlackRock.



Es posible que una tasa bruta de sustitución alta de las pensiones en España pueda ser causante, en alguna medida, de este atraso en la planificación de las pensiones. Recordemos que la tasa bruta de sustitución hace referencia al porcentaje del último salario percibido como trabajador activo que será recibido después como pensionista. (Según datos OCDE de 2013 en España se sitúa en el 73,9% y, además, recae exclusivamente sobre el sistema público de pensiones). Como se puede ver en la tabla siguiente, a efectos comparativos, en Francia se sitúa en el 58,8% y, en el mundo anglosajón, por ejemplo, en Reino Unido en el 67,1%, en este último caso, con un mayor equilibrio entre los distintos sistemas públicos y privados. Obviamente, en el caso español, es de esperar un retroceso progresivo en la tasa de sustitución, que se mide sobre la media de salario de los últimos 17 años, y que lo será de hasta 25 años: ascendía al 81%, se situó en el 73,9% con las reformas de 2011 y 2013, y previsiblemente irá disminuyendo hasta el 45% en 2050.

Todavía más preocupante es que además el 41% de los encuestados en situación de jubilación indicaron que no hicieron nada para afrontar las implicaciones financieras de jubilarse.

Una pregunta muy interesante de la encuesta es *"¿qué consejo daría a su yo más joven?"*, es decir, si pudieses volver atrás qué cosas cambiarías en relación a la planificación de la jubilación.

- 40% Ahorra más.
- 35% Comienza a ahorrar para tu jubilación desde más joven.
- 35% Gasta menos.
- 25% Cancela tus deudas antes.
- 22% Piensa a largo plazo en los ahorros e inversiones.

En nuestra opinión muestra, una vez más, la necesidad de mayor cultura financiera. Aún en el caso de la jubilación, el pensamiento inversor largo-placista ocupa la última posición de los consejos del "yo más joven".

■ Tabla 10. **Tasa bruta de sustitución de acuerdo al sistema de pensiones**

Fuente: Inverco - ODCE.

	Tasa bruta de sustitución en cada sistema					Activos en fondos de pensiones privados (% PIB)
	Sistema público	Sistema privado obligatorio	Total obligatorio	Sistema privado voluntario	TOTAL	
México	3,8	24,7	28,5		28,5	12,3
Japón	35,6		35,6		35,6	26,3
Corea	39,6		39,6		39,6	5,4
Chile	4,8	37,2	41,9		41,9	60,0
Polonia	24,5	24,3	48,8		48,8	17,2
Estonia	27,4	24,8	52,2		52,2	8,7
Australia	13,6	38,7	52,3		52,3	91,7
Grecia	53,9		53,9		53,9	0,0
Nueva Zelanda	40,6		40,6	14,1	54,7	16,7
Portugal	54,7		54,7		54,7	8,8
Finlandia	54,8		54,8		54,8	79,3
Suiza	32,0	23,1	55,2		55,2	113,6
Suecia	33,9	21,7	55,6		55,6	9,2
Bélgica	41,0		41,0	15,1	56,2	4,6
Luxemburgo	56,4		56,4		56,4	1,8
Alemania	42,0		42,0	16,0	58,0	6,3
Francia	58,8		58,8		58,8	0,3
Noruega						
Turquía	64,5		64,5		64,5	3,8
Eslovaquia	37,6	28,3	65,9		65,9	9,5
Reino Unido	32,6		32,6	34,5	67,1	95,7
Media OCDE	**40,6**	**13,4**	**54,0**	**14,0**	**67,9**	**77,0**
Italia	71,2		71,2		71,2	5,6
Islandia	6,5	65,8	72,3		72,3	141,0
Canadá	39,2		39,2	33,9	73,1	67,3
Israel	22,2	51,1	73,4		73,4	52,0
Hungría	73,6		73,6		73,6	3,3
ESPAÑA	**73,9**		**73,9**		**73,9**	**8,4**
EE.UU.	38,3		38,3	37,8	76,2	74,5
Austria	76,6		76,6		76,6	5,3
Dinamarca	30,6	47,9	78,5		78,5	50,1
Irlanda	36,7		36,7	43,0	79,7	49,2
República Checa	43,5		43,5	39,2	82,8	7,1
Holanda	29,5	61,1	90,7		90,7	160,2

9. El asesoramiento financiero es clave

Menos de una cuarta parte de los inversores españoles utilizan servicios de asesoría financiera profesional. En este sentido no estamos lejos ni de la media europea (20%) ni de la media mundial (25%).

Los inversores españoles que reciben asesoramiento financiero profesional muestran un mayor interés en gestionar sus inversiones.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Porcentaje de acuerdo

	Asesorados	No asesorados
Me tomo la planificación financiera muy en serio	71%	56%
Disfruto administrando mis inversiones	54%	35%
Estoy interesado en aprender más sobre inversiones	61%	42%
Me siento cómodo tomando mis propias decisiones de inversión	60%	46%
Controlo con regularidad mis productos de inversión	66%	41%

La descripción del inversor español que nos ofrece la encuesta de BlackRock es la siguiente:

a. El inversor español es negativo respecto a las finanzas, y optimista ante el futuro.

b. Concentramos nuestras inversiones en liquidez y en el mercado local.

c. La principal preocupación del inversor español es evitar el riesgo.

d. Nos gustaría saber más, pero a la vez dedicamos poca atención a nuestra jubilación.

e. Los inversores asesorados por profesionales controlan mucho más sus inversiones que los no asesorados.

f. El porcentaje de inversores españoles asesorados es bajo, aunque en línea con el resto de economías desarrolladas.

7.3.2. Ahorro financiero de las familias españolas (Inverco)

Se trata de un informe que elabora Inverco, que es la Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones utilizando información oficial del Banco de España. Nuestro enfoque es ver la distribución del ahorro financiero de las familias españolas antes de la crisis y en el momento actual (2015). Las grandes cifras son:

- El ahorro financiero de las familias es ligeramente superior a los 2 billones de euros.
- Los activos financieros sobre PIB suponen el 174,6% en 2007 y el 187,4% en 2015
- Los pasivos financieros sobre PIB suponían el 86,6% en 2007 y el 73,5% en 2015
- Los pasivos financieros netos sobre PIB suponían el 87,9% en 2007 y el 113,9% en 2015

La comparativa detallada por clase de activo financiero entre ambos periodos es la que sigue (millones de euros):

■ Tabla 11. **Composición del ahorro de las familias españolas**

Fuente: Inverco.

	2007	%	2015	%	DIF %
Depósito y efectivo	714.508	37,87%	847.568	42,28%	4,41%
Fondos españoles	195.564	10,37%	178.135	8,89%	-1,48%
Fondos extranjeros	9.747	0,52%	67.647	3,37%	2,86%
Fondos de pensiones	97.667	5,18%	110.774	5,53%	0,35%
Renta fija	50.469	2,68%	25.109	1,25%	-1,42%
Otras participaciones	57.114	3,03%	66.933	3,34%	0,31%
Acciones cotizadas	137.646	7,30%	145.272	7,25%	-0,05%
Acciones no cotizadas	398.907	21,14%	300.977	15,01%	-6,13%
Seguros/previsión social	163.619	8,67%	215.826	10,77%	2,09%
Créditos	28.377	1,50%	13.998	0,70%	-0,81%
Otros	33.006	1,75%	32.400	1,62%	-0,13%
Total	1.886.624	100,00%	2.004.639	100,00%	

Conclusiones:

a. España se ha "desapalancado" de forma notable con unos pasivos financieros netos sobre PIB que han pasado del 87,9% al 113,9%. Es un cambio importante en solo ocho años.

b. Algo que ya habíamos visto en el informe de BlackRock: el inversor español es muy conservador. Más del 42% de los recursos financieros están invertidos en depósitos y efectivo. Es probable que si añadiésemos el activo "renta fija a corto plazo" que está invertido a través de fondos de inversión y de planes de pensiones, así como la propia compra directa de renta fija, se alcanzase fácilmente el 45% del ahorro total. Si además añadiésemos el componente "seguros" que suele ser un vehículo con rentabilidad conocida y prefijada (a excepción de los *Unit- Linked*), la inversión conservadora alcanzaría con seguridad más del 50% del patrimonio financiero español.

c. Los fondos de inversión –que son el vehículo por excelencia de los mercados maduros y desarrollados– no terminan de despegar. Dentro de esta categoría se observa un aumento notable en la contratación de producto extranjero frente a caída del producto nacional.

d. La preocupación de los españoles por la jubilación se refleja en que a pesar de la limitación legal en cuanto a la cantidad máxima que se puede invertir (con carácter general está limitada a 8.000 euros al año), se mantiene más de un 5% en inversión vía planes de pensiones (a lo que habría que añadir la parte de seguros que es previsión social).

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Patrimonio financiero medio de las familias españolas y número de HNWI

Combinando dos informaciones fidedignas como son los datos de ahorro financiero de las familias, que acabamos de ver, y el número medio de hogares en España, podremos llegar a algunas conclusiones sobre el patrimonio medio de las familias españolas. Así, si el ahorro financiero de las familias es de 2.004.639 millones de euros y para determinar el número de hogares tomamos los criterios con los que trabaja el INE (Instituto Nacional de Estadística) en su informe "Encuesta continua de hogares 2014" (según el INE el número medio de hogares en España es de 18.303.100); **el patrimonio medio es de 109.524 euros por hogar.**

Conclusiones:

a. El patrimonio medio, como simple media aritmética que es, no refleja bien los extremos. Los hogares que tienen un patrimonio financiero anormal (muy alto o muy bajo) distorsionan la media obtenida. Por ejemplo, si consideramos que al principal accionista de Inditex se le atribuye un patrimonio de 16.000 millones, ello equivaldría a más de 146.000 hogares con patrimonio cero. Nota: la moda –resultado más repetido– o la mediana –valor de la posición central del conjunto de resultados– nos darían una imagen más cercana a la realidad, pero al no disponer de dicha información utilizaremos el patrimonio financiero medio como referencia.

b. Un aspecto propio de España, y de los países del sur de Europa, que afecta al volumen del patrimonio financiero medio es el alto porcentaje de propietarios de vivienda. España con un 78,8% de propietarios (*Housing conditions* 2014 de Eurostat) es uno de los países del mundo que lideran el *ranking* de propiedad y que, por lo tanto, destinan más ahorros a la compra de vivienda frente a la inversión financiera.

c. Suponiendo que un asesor independiente aplicase una comisión del 1,00% anual a sus clientes, la familia media española daría para 1.090 euros al año. Cifra escasa para justificar la dedicación que exige una planificación financiera personalizada.

Quién podrá recibir asesoramiento financiero independiente

Recordarán que la cuestión de este apartado es ¿por qué pagarán los clientes? y ¿qué esperan del asesor? La realidad es que del estudio de la composición de los ahorros de las familias españolas (muy conservador), el sesgo local de las carteras (cercanía y supuesto mayor conocimiento), el corto-placismo (concentración en liquidez y depósitos) y el patrimonio medio (modesto); pensamos que podría ser más adecuado plantearse "quién podrá (y querrá) pagar por el asesoramiento financiero" y, pensar en ese colectivo como un nicho de la sociedad y no en la mayoría de la misma. Veamos:

1. Las familias con patrimonio medio –y vamos a ampliar el rango estimado de forma generosa hasta los 250.0000/300.000 euros en vez de los 109.000 euros oficiales– no podrán recibir asesoramiento financiero independiente "tradicional". Una comisión de 1.000, 2.000 o incluso 3.000 euros al año, creemos que no suponen una remuneración adecuada para una planificación financiera profesional y responsable con la dedicación en horas, formación y esfuerzo que requiere.

2. Prácticamente la mitad del ahorro de las familias está invertido en inversiones muy conservadoras. En un entorno de tipos extremadamente bajos y en un entorno macroeconómico de desinflación/deflación, la gestión de activos de baja o nula rentabilidad no justifica el pago de los servicios de un asesor financiero profesional.

3. Pensamos que los costes del vehículo de inversión elegido –fondos de inversión- van a ser determinantes en el nuevo escenario que plantea MiFID II. Vamos a ver un ejemplo de costes de asesoramiento a través de dos carteras de fondos. Una con unos costes totales (TER) del 1,0% y la otra con un TER del 2,25%.

■ Tabla 12. **Comparativa de costes de asesoramiento a través de carteras de fondos**

Fuente: Elaboración propia.

		Tamaño de cartera de inversión		
Cartera 50/50		2.000.000	500.000	150.000
Rentabilidad				
50%	Conservador 1%	10.000	2.500	750
50%	Bolsa 10%	100.000	25.000	7.500
	Total	110.000	27.500	8.250
Rentabilidad bruta del mercado		5,50%	5,50%	5,50%
Costes de asesoramiento TER 1,00%				
	Asesoramiento 1%	20.000	5.000	1.500
	Fondos TER 1,00%	20.000	5.000	1.500
Costes totales de asesoramiento		40.000	10.000	3.000
Costes sobre rentabilidad mercado		36,36%	36,36%	36,36%
Rentabilidad neta de costes		3,50%	3,50%	3,50%
	RENTABILIDAD BRUTA	**110.000**	**27.500**	**8.250**
	RENTABILIDAD NETA	**70.000**	**17.500**	**5.250**
Costes de asesoramiento TER 2,25%				
	Asesoramiento 1,00%	20.000	5.000	1.500
	Fondos TER 2,25%	45.000	11.250	3.375
Costes totales de asesoramiento		65.000	16.250	4.875
Costes sobre rentabilidad mercado		59,09%	59,09%	59,09%
Rentabilidad neta de costes		2,25%	2,25%	2,25%
	RENTABILIDAD BRUTA	**110.000**	**27.500**	**8.250**
	RENTABILIDAD NETA	**45.000**	**11.250**	**3.375**

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

La hipótesis que analizamos es:

- Tres carteras: una de banca privada (2 millones), una de banca personal (500.000 euros) y otras de *affluent* (150.000 euros).
- El vehículo escogido para la gestión integral de la cartera son fondos de inversión.
- Se trata de una cartera moderada ("*balanced*") con el 50% de la misma en inversiones conservadoras y el 50% restante en renta variable.
- La inversión conservadora da el 1,00% de rentabilidad y la renta variable da el 10%.
- Ambas rentabilidades son las que ofrece el mercado sin costes de ningún tipo.
- Los costes aplicados son 1,00% por el asesoramiento prestado y hay dos escenarios, el que supone que los fondos tienen un TER (*Total Expense Ratio*) del 1,00% y la que supone que son fondos con el 2,25% de TER.
- Destacamos que, en cuanto a los costes de los fondos de inversión, conviene fijarse en las magnitudes que incluyen los costes totales (comisión de gestión, comisión de custodia, comisiones de compra-venta, costes de auditoría y otros) como pueda ser el TER y no quedarse solamente en la comisión de gestión que, aunque importante, no es el único coste que soporta un fondo.

Conclusiones:

- Utilizando fondos de inversión con costes totales comedidos (TER 1,00%) y aplicando una comisión de gestión por parte del asesor competitiva (1%), el coste efectivo de gestión sobre la rentabilidad bruta es del 36% del retorno obtenido por la cartera.
- Manteniendo la misma comisión de gestión competitiva por parte del asesor, pero utilizando fondos con un TER más elevado (2,25%), el coste efectivo de gestión sobre la rentabilidad bruta pasa a ser del 59% de la rentabilidad obtenida por la cartera.

¿Va a entender el inversor español que el coste de gestionar su cartera se lleve entre el 36% y el 59% de la rentabilidad que obtiene?

- Partiendo de la base de que los fondos de inversión son un vehículo idóneo para la canalización del patrimonio financiero, se nos antoja complejo que, al menos en los perfiles de inversión "conservador" y "moderado", la rentabilidad potencial soporte la doble imputación de costes: por un lado del asesoramiento independiente y por otro los propios costes que aplican los fondos de inversión.

- Pensamos que el asesoramiento independiente centrará su foco de forma prioritaria en los clientes de banca privada. En España y según el último informe sobre "Riqueza en el mundo" publicado por *Capgemini* y *RBC Wealth Management,* los clientes de este segmento ascienden a 178.000 personas (más de un millón de dólares excluida primera vivienda).

¿Cómo puede evolucionar el mercado?

Entendemos que el mercado español evolucionará a lo largo del tiempo en lo que respecta al asesoramiento financiero independiente por las siguientes vías:

a. Clases de participaciones en fondos con comisiones mucho más bajas.

Actualmente es común que el comercializador se lleve entre el 40% y el 60% de la comisión de gestión. En caso de un asesoramiento independiente, la gestora del fondo ya no tendría que pagar y así podrá (más bien creemos que "deberá") adecuarse a la nueva situación para ser competitivos.

b. Aumento de la contratación de ETF (o en su caso, fondos indiciados de bajo coste).

Los *exchange-traded funds* o fondos cotizados se caracterizan por replicar a un índice con un coste muy bajo. Sirva como ejemplo el VOO (Vanguard S&P 500 ETF), que es un ETF con más de 40.000 millones de dólares de patrimonio que cobra 5 puntos básicos por la gestión (es decir un 0,05%). En los países anglosajones, con mayor cultura financiera, los ETF son un activo muy utilizado en la gestión patrimonial y España tiene un largo camino por recorrer. Sin ir más lejos en 2015 y, sólo respecto a vehículos de ETF cotizados en el mercado español, el volumen contratado alcanzó los 12.633 millones de euros, un 28,3% superior al año anterior.

c. Aumento de la contratación de la inversión directa.

La contratación de asesores independientes incentivará la demanda por parte del cliente de inversión directa en acciones y bonos, que es otro aspecto diferencial de los mercados anglosajones respecto de la Europa continental.

7.3.3. The *Price of Financial Advice* de State Street Global Advisors

Se trata de una encuesta restringida al mercado norteamericano y con una muestra muy reducida (300 asesores financieros y 300 clientes asesorados). Nos parece muy interesante revisar sus conclusiones ya que podemos ver que, incluso en los mercados financieros más maduros y con mayor tradición en el cobro directo de comisiones por asesoramiento financiero, este asunto del cobro directo por parte del asesor financiero sigue siendo uno de los aspectos más complicados en la relación con los clientes.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Para entender los resultados conviene destacar que el estudio incluye cuatro sistemas de pago de servicios de asesoramiento: tarifa plana, sólo comisiones, sólo honorarios o alguna combinación de los anteriores. Los sistemas más extremos serian el de "tarifa plana", donde el asesor pacta una cantidad total que incluye todos los conceptos y no hay ni un solo cargo adicional y los sistemas de comisiones, donde la comisión del producto es el único concepto que retribuye al asesor.

- "Las conversaciones sobre honorarios y comisiones no son confortables". Si en un mercado tan maduro como el norteamericano piensan así en nuestro entorno se antoja aún más difícil.

- Se puede observar en la encuesta de *State Street Global Advisors* que los inversores quieren una relación abierta y honesta con los asesores financieros, quieren confiar en ellos, pero la confusión de los inversores respecto de los honorarios se está interponiendo en el camino.

- Un tercio de los inversores no entiende los costes que soportan, y esta confusión les causa dudas e insatisfacción con su asesor financiero.

- A los inversores no les importa pagar por el asesoramiento financiero, y no necesariamente buscan el precio más bajo, pero quieren entender con claridad lo que están pagando y qué están recibiendo a cambio.

- Dos tercios de los inversores expresan no tener una particular lealtad a su proveedor financiero principal.

- Los inversores prefieren de forma mayoritaria una tarifa plana de costes (*flat fee*) o sobre resultados (*fee-based compensation*) frente al pago de comisiones. El 36% de los inversores indicaron que su preferencia por "solo honorarios" se debía a "saber lo que voy a pagar por adelantado"" y el 20% indicaron que esta preferencia por el *flat fee* estaba ocasionada porque así "confío en que mi asesor no seleccionará productos con elevados costes solo para subir las comisiones".

- Ante la cuestión de qué es lo más difícil para utilizar los servicios de un asesor financiero la principal preocupación fue: *"no estar seguro de si el asesor está recomendando el mejor producto"*, la segunda *"encontrar un buen asesor para trabajar con él"*, en tercer lugar *"no estoy seguro de si puedo confiar en un asesor"* y la cuarta y que hace referencia a los costes *"los costes no son transparentes y no sé cuánto debo pagar a un asesor"*.

- A diferencia de lo que pudiésemos pensar con anterioridad a conocer esta encuesta, caemos en la cuenta de que las inquietudes de los inversores norteamericanos respecto a su asesor financiero, pueden ser muy parecidas a las que tengan los inversores españoles: *"no estar seguro de si el asesor está recomendando el mejor producto"*, *"no estar seguro de si puedo confiar en un asesor"*, *"un tercio de los inversores no entiende los costes que soporta"*, son muestras de cierta

desconfianza que se ve plasmada en que los clientes norteamericanos opten de forma mayoritaria por sistemas de tarifas planas o basadas en resultados y no por honorarios o comisiones. Como se puede observar, el conflicto de interés planea en cualquier entorno.

Hasta aquí las dudas y problemas respecto de honorarios y comisiones. Pero no todo es el precio. Según la encuesta, los criterios más importantes cuando se selecciona a un asesor financiero son:

Tabla 13. **Criterios para la selección de un asesor financiero**

Fuente: State Street Global Advisors Quantitative Survey "Financial advisors: Value Proposition and Compensation". Agosto 2014.

Es directo conmigo y muestra la realidad de la situación	97%
Entiende mis necesidades financieras y objetivos	96%
Su actuación y su trabajo son consistentes	95%
Tiene un alto nivel de integridad	95%
Su prioridad son mis intereses	95%
Comunicación honesta y abierta	95%
Sigue los objetivos establecidos y cumple sus promesas	91%
Trabaja para una buena firma	90%
Me mantiene informado de forma regular	89%
Está informado sobre nuevos productos de inversión	89%
Consigue altas rentabilidades	84%
Cobra bajas comisiones (y honorarios)	76%
Está recomendado por algún familiar, amigo o compañero de profesión	61%

Finalmente, el estudio ofrece unas recomendaciones de mejores prácticas para que los asesores mejoren su relación con los clientes. En realidad "Comunicar honorarios se trata de algo más que de dinero"

1. Ser francos, coherentes y concisos.
2. Asegurar la comprensión de la estructura de costes al detalle.
3. Asesorar a tus clientes para que aprendan finanzas.
4. Demostrar la valía protegiéndolos, un buen asesor ayuda a sus clientes a no tomar decisiones emocionales que afecten a su posición a largo plazo, o bien les ayuda a salir de un mercado bajista.
5. La relación es crítica, el cliente precisa de un *feed back* continuo y frecuente.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

7.3.4. Hacia un asesoramiento financiero ideal. Caceis / PwC

Aunque esta encuesta no sea tan reciente (2010) nos es muy útil porque está circunscrita al escenario europeo. Las conclusiones que ofrece no son buenas para el sector financiero, si bien, es posible que tenga que ver con la cercanía en el tiempo a la crisis del 2008. A destacar:

- *"Los asesores financieros saben los suficiente sobre mis preferencias"*. Sólo el 30% de los clientes está de acuerdo con esta afirmación.

- *"Soy totalmente consciente del tipo de comisiones que los gestores de fondos me cobran"* (referido a fondos de inversión). Sólo el 31% de los clientes respondió estar de acuerdo con esta afirmación.

- En cuanto a los principales factores sobre decisiones de inversión, los clientes europeos definieron por orden:

  1 Alto nivel de transparencia
  2 Comisiones bajas
  3 Riesgo limitado
  4 Altas expectativas de retorno de la inversión
  5 Alto nivel de responsabilidad social
  6 Ejercicio de sus derechos

Nos llama la atención que a pesar de las diferencias culturales, de regulación y de tradición inversora, el criterio número 1 tanto para los inversores europeos, como para los norteamericanos, sea el mismo: *"transparencia" / "es directo conmigo y muestra la realidad de la situación"*.

Algunas conclusiones que nos atrevemos a anticipar como resultado de los anteriores estudios serían las siguientes:

1. Es de prever que, a corto plazo, la mayor parte de los inversores españoles opten por el asesoramiento financiero dependiente:

   - por la falta de masa crítica de las carteras de inversión;
   - por el sesgo a la inversión conservadora y corto-placista;
   - por el entorno de tipos que dificultan la obtención de rentabilidades adecuadas salvo en activos de riesgo; y
   - por la falta de tradición y costumbre.

2. El asesoramiento financiero independiente a la medida (*taylor-made*) sólo se podrá ofrecer, en la mayoría de los casos, a clientes de banca privada (HNWI y UHNWI).

3. Como ya sucede en mercados más maduros (caso de Estados Unidos), el segmento de banca privada va a ser muy exigente para asumir honorarios directos por asesoramiento:

   - va a exigir transparencia y justificación de los costes aplicados;
   - va a exigir un *reporting* de calidad y un seguimiento frecuente;
   - va a exigir elevados conocimientos por parte del asesor y conocimientos del mercado; y
   - va a exigir resultados. Casa mal el cobro directo por asesoramiento con la obtención de resultados promedio o inferiores al mercado.

4. Se producirá una evolución en el *mix* de producto:

   - los fondos crearán series de participaciones/acciones con comisiones bajas para el asesoramiento independiente (*clean share classes*);
   - veremos una eclosión en el volumen contratado de ETF; y
   - aumentará la inversión directa en acciones, bonos y activos alternativos.

5. Estos cambios también incidirán en los perfiles profesionales de los asesores.

   - La tradicional figura del "asesor-vendedor" que coloca u ofrece productos evolucionará de forma paulatina a la de "asesor-gestor de carteras" para ofrecer valor añadido a los clientes.
   - El cambio de "vendedor" a "gestor de carteras" es radical y requiere, además de formación específica, seguimiento de los mercados y comprensión de la realidad económica.

6. Entendemos que la revolución digital va a impactar tanto en las exigencias de los clientes –transparencia y acceso a cualquier mercado a golpe de *click*–, como en la forma de prestación del asesoramiento financiero –nuevos modos de acceso, comunicación y *reporting* con los clientes–.

7.4. Certificaciones profesionales y nuevos requisitos para la acreditación de conocimientos y competencias

La importancia de la cultura financiera

La educación financiera será sin duda alguna otro de los motores básicos del cambio de modelo en el mercado, ya que tiene un impacto muy relevante para los clientes. En realidad, se trata de que los clientes sean cada vez más conscientes de sus necesidades financieras y tomen decisiones "informadas" en relación con sus inversiones. Para ello resulta esencial que sus asesores tengan la más elevada cualificación posible y que formen e informen adecuadamente a sus clientes. En este sentido, existen en Europa

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

iniciativas de autorregulación, como es el caso de EFPA Europa (*European Financial Planning Association*), que lleva más de 15 años fijando unos estándares profesionales, certificando el conocimiento de las personas dedicadas al ejercicio profesional del asesoramiento y la planificación financiera, promoviendo la exigencia de formación continua, y defendiendo un código ético de conducta profesional. Es de prever que los estándares de EFPA Europa se vean ahora aún más reforzados si cabe como consecuencia de las nuevas exigencias regulatorias en materia de conocimientos y competencias.

Por otra parte, entre las iniciativas destinadas a mejorar la cultura financiera de los ciudadanos conviene también hacer mención al "Proyecto de Educación Financiera" promovido por EFPA España. Este proyecto consiste en la impartición de talleres de finanzas personales a colectivos homogéneos de adultos, como serían los colegios y asociaciones profesionales impartidos (de forma totalmente gratuita) por asesores y planificadores financieros voluntarios que son además miembros de EFPA España. En este sentido, sólo en la 1ª edición del programa, EFPA España ya ha promovido la educación financiera en 27 colegios profesionales contribuyendo a la formación en finanzas básicas a 501 asistentes de 9 comunidades autónomas.

Requisitos de conocimientos y competencias

En la anterior normativa MiFID I no existían unos requisitos explícitos de capacitación para los profesionales del asesoramiento financiero. Sin embargo, en el mundo de MiFID II el panorama ha cambiado radicalmente, y las entidades deberán poder demostrar al regulador que las personas físicas que prestan servicios de asesoramiento, e incluso las que simplemente facilitan información a los clientes, disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir con las obligaciones de protección al inversor.

En efecto, en el art. 25.1 se establece que: *"Los Estados miembro exigirán a las empresas de inversión que aseguren y demuestren que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones de acuerdo con el artículo 24 y el presente artículo, y deberán publicar los criterios utilizados para evaluar tales conocimientos y competencias".*

La autoridad europea de mercados (ESMA) publicó el pasado 17 de diciembre de 2015 la versión definitiva de las directrices (*guidelines*) sobre conocimientos y competencias de los profesionales financieros. Este documento de bases y mínimos deberá ser complementado en cada país, por una normativa más detallada (en el caso de España, por parte de la CNMV).

Se trata de unas directrices que afectarán a todos los empleados y profesionales bancarios y financieros que, manteniendo trato directo con los clientes, les asesoren o informen sobre productos de inversión y servicios auxiliares. Será responsabilidad de las entidades demostrar que su personal está preparado para asesorar y/o informar.

Estas directrices de ESMA plantean los siguientes aspectos clave:

- Cualificaciones profesionales diferenciadas para los profesionales que asesoran (de mayor exigencia) y para los que ofrecen información según un criterio de proporcionalidad.

- Requerimiento imperativo de realizar formación continua y, en consecuencia, de renovar la cualificación profesional periódicamente.

- No existirá la posibilidad de sustituir la cualificación y certificación por experiencia, ni viceversa. Las directrices afectarán a todos los profesionales sin excepción, si bien se contemplan unos periodos transitorios de hasta 4 años para desarrollar las funciones reguladas, aunque siempre bajo la supervisión de quien reúna los requisitos.

- Las certificaciones externas se sugieren como una clara solución para que las autoridades nacionales las contemplen y, en su caso, impulsen en los futuros desarrollos normativos en cada país.

Entre los requisitos para aquellos que ofrecen información a los clientes se incluyen los siguientes:

- Se deberán entender las características esenciales, riesgos e impactos sobre los productos de inversión (incluyendo implicaciones fiscales y de costes).

- Los costes totales de los productos.

- Las características y alcance de los servicios de inversión.

- El funcionamiento de los mercados financieros y cómo estos pueden afectar a la valoración y precio de los productos.

- El impacto que las cifras económicas y eventos globales/nacionales/regionales pueden tener sobre los mercados y, por ende, sobre la valoración de los productos.

- La diferencia entre rentabilidades pasadas y futuras.

- Los conceptos de abuso de mercado y prevención del blanqueo de capitales.

- Datos relevantes de los productos de inversión (folletos, documentos informativos, datos financieros, etc).

- Conocimientos básicos de valoración de los instrumentos financieros.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Adicionalmente para aquellos que ofrecen asesoramiento se deberán cumplir las obligaciones derivadas de las directrices sobre los requisitos de idoneidad, entender por qué un producto no es adecuado para un cliente o conocer los fundamentos de la teoría de gestión de carteras, incluyendo la capacitación suficiente para explicar las implicaciones de la diversificación en relación a las distintas alternativas de inversión.

Existen obligaciones de las entidades respecto a su personal (personas físicas) en cuanto a:

- El necesario nivel de conocimiento y competencia.
- La regulación aplicable y los estándares éticos.
- Los procedimientos internos para el cumplimiento de MiFID (sobre conflictos de interés, gestión de reclamaciones, gobierno de productos, grabación de órdenes, etc).
- La función de cumplimiento será la responsable de la revisión del cumplimiento de estas directrices.

En cuanto a los requisitos organizativos para las entidades, éstas deberán hacer una clara distinción entre las responsabilidades del personal que informa y del que asesora. Entre estos requisitos conviene citar los siguientes:

- Deberán asegurar el mantenimiento, valoración y actualización.
- Deberán revisar, al menos anualmente, si se cumple con las directrices o si hace falta una actualización.
- Deberán remitir, a petición del regulador, información respecto al conocimiento y competencia de su personal.
- Si un miembro del personal no ha adquirido suficiente conocimiento y competencia podrá temporalmente prestar servicios relevantes, siempre bajo la supervisión de personas que si lo posean y sólo durante un máximo de 4 años.

En cualquier caso, conviene señalar que estas directrices de ESMA son consideradas como unos requisitos mínimos. ESMA es consciente de que pueden representar costes relevantes de adaptación en algunas entidades, pero se asume que los beneficios esperados compensarán con creces los costes incurridos.

A la fecha de redacción de este estudio, existen algunas cuestiones que aún no se hallan plenamente definidas sobre los requisitos de conocimientos y competencias:

- Se plantea la exigencia de una experiencia mínima de 6 meses.

- La posibilidad de poder prestar asesoramiento y/o información sin la cualificación idónea y/o experiencia (siempre bajo la tutela de un supervisor) por un período máximo de 4 años.

- La definición exacta del concepto de "información". Esta circunstancia será muy relevante en el entorno de la realidad de nuestras extensas redes bancarias domésticas. La normativa diferencia con claridad entre asesoramiento e información, y entonces ¿cómo quedará el espacio menos diáfano de la llamada "venta asesorada"?

- **La definición final de los requisitos.** ¿Cómo acabará la CNMV definiendo las cualificaciones, experiencia y/o criterios concretos?, ¿habrá una lista de cualificaciones o certificaciones válidas, o será más bien una lista de requisitos sobre conocimientos?, ¿se promoverá la extensión del requisito de una certificación independiente (equivalente al modo anglosajón de exigir una licencia para asesorar)? El pasado 23 de mayo de 2016, **hemos conocido que la CNMV ha comunicado su intención de adoptar como criterios mínimos las directrices dictadas por ESMA para la evaluación de los conocimientos y competencias.**

Nos parece una cuestión relevante para la protección del inversor. En este sentido, no debiera servir cualquier cosa y, en todo caso, entendemos que se establecerán ciertos mínimos de formación y experiencia para el ejercicio de esta profesión. Si se nos permite el símil, sería como exigir que sólo puedan conducir un automóvil aquellos que posean un permiso de conducción. Pero, además, en este caso, como el entorno de conducción es volátil y tremendamente cambiante, se nos exigirá también una renovación periódica de conocimientos para mantener dicho permiso en vigor.

El valor de las certificaciones independientes, como las de EFPA, está siendo reconocido por los reguladores, y por el propio mercado, como una solución idónea para evaluar el nivel de conocimientos de quiénes prestan el servicio de asesoramiento financiero. En este sentido, la función del certificador no es otra que la de informar al público que los individuos que han conseguido tal certificación poseen un determinado grado de conocimientos y habilidades. En realidad, la acreditación no medirá sólo conocimientos, sino también competencias. Se trata de conocer, analizar y aplicar para poder proporcionar soluciones adecuadas a las necesidades de los clientes. Tales conocimientos estarán, en el caso de los miembros de EFPA España, sujetos a un proceso de renovación permanente mediante la obligación de participar en actividades de formación continua (horas de recertificación). Además, se obliga al miembro certificado a adoptar un código ético: *"El único método directo de protección potencial al público es a través de la exigencia ética"*[21].

[21] Comisión Europea.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Todos los asociados de EFPA España cuentan con alguna de las certificaciones profesionales (DAF, EFA y EFP) y credenciales (titulación y experiencia financiera) exigidas por EFPA para poder ejercer las funciones de planificador y/o asesor financiero patrimonial.

La **certificación EFA *(European Financial Advisor)*** garantiza la idoneidad profesional para ejercer tareas de consejo, gestión y asesoría financiera a particulares en banca personal o privada, servicios financieros orientados al cliente individual y cualquier función profesional bancaria, de seguros o independiente, que implique la oferta de un servicio integrado de asesoría patrimonial y financiera. La obtención de este certificado puede hacerse a través de un único examen de toda la materia exigida o a través de dos exámenes correspondientes a cada uno de sus dos niveles.

DAF: Diploma de Agente Financiero (Nivel I). Diploma de carácter nacional que incluye un 50-60% de los contenidos de EFA. Su validez como examen parcial liberatorio del Certificado EFA será de tres años a contar desde su obtención. Las personas que obtengan este diploma de carácter nacional no forman parte del Registro Europeo de EFPA y por lo tanto, no son hoy miembros de EFPA. Además, EFPA España ha puesto en marcha recientemente la **nueva certificación EIP *(European Investment Practitioner)*** o Certificado Europeo en Productos de Inversión, equivalente al nivel de DAF, para aquellos profesionales que den información o asesoren sobre productos financieros a los clientes. Con este nuevo certificado, EFPA responde a la demanda de diversas entidades financieras, a la vista de las nuevas exigencias regulatorias que marca ESMA.

Nivel II. Segundo y último nivel de la certificación EFA, que da el acceso al Certificado Europeo y que implica la incorporación como miembro pleno a EFPA España y EFPA Europa.

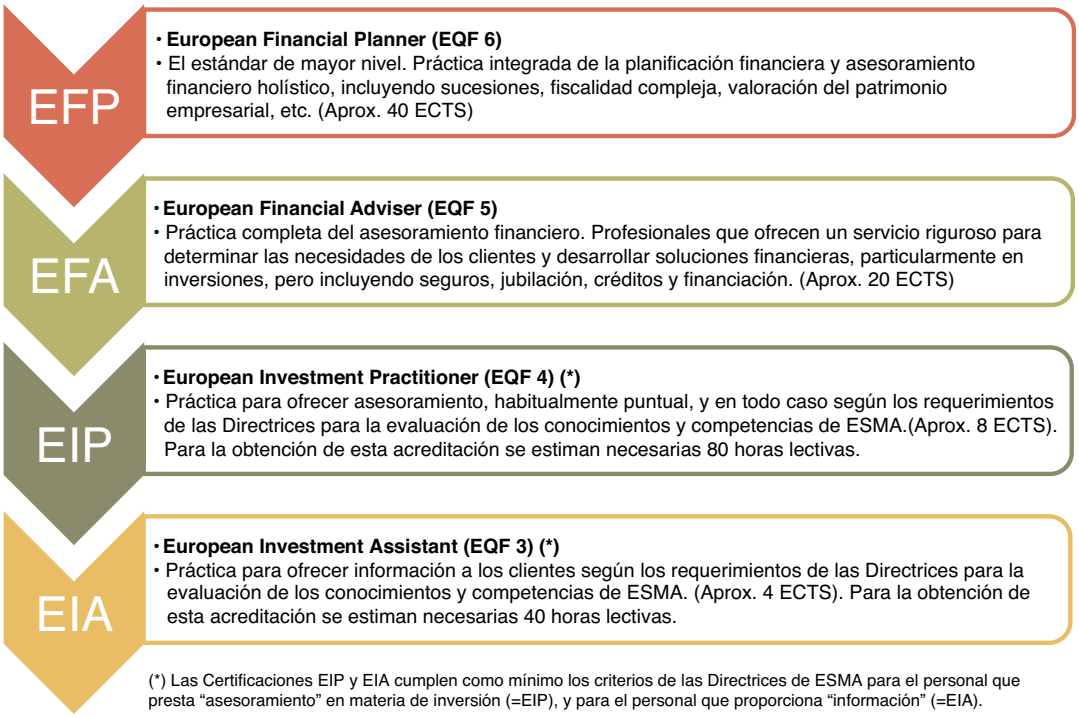
La certificación EFP *(European Financial Planner)* acredita la idoneidad profesional para ejercer tareas de planificación financiera personal integral de alto nivel de complejidad y volumen, en banca privada, *family offices* y, en general, en servicios de consultoría para patrimonios elevados.

EFPA ya ha alcanzado en España los 12.800 miembros certificados, lo que la convierte en la organización más grande del sector financiero en nuestro país. 12.400 asesores poseen la certificación EFA y más de 400 cuentan con la certificación EFP.

Además, en España existen 21 centros de formación acreditados por la asociación para impartir alguna de las certificaciones de EFPA. En los últimos años, EFPA España ha alcanzado acuerdos con casi medio centenar de entidades financieras nacionales e internacionales presentes en España, para que colaboren en las actividades de formación continua ofrecidas a los asesores financieros, mediante la organización de cursos, conferencias, seminarios y aulas virtuales válidos para la certificación de *European Financial Advisor* (EFA) y *European Financial Planner* (EFP). De esta forma, las entidades asociadas a EFPA participan en iniciativas para facilitar una mejor y más adecuada oferta de productos financieros a la comunidad inversora, de acuerdo con la legislación y recomendaciones vigentes.

■ Ilustración 40. **Certificaciones EFPA**

Fuente: EFPA España.



7.5. Nuevas herramientas financieras y canales alternativos en materia de asesoramiento financiero

Las nuevas herramientas en la gestión de patrimonio vienen de la mano de la tecnología, principalmente del IT, Internet y telefonía móvil (*Smart*). En este sentido, MiFID II en materia de asesoramiento supone un gran reto y algunos *players* del mercado pueden ver su posición amenazada. Sin embargo, el movimiento de clientes entre los distintos canales derivado de las nuevas políticas de segmentación, sumado a los casos de expulsión de los clientes de menor patrimonio (como sucedió en Reino Unido después de la entrada de la RDR), así como el avance generacional y económico de los llamados "*Millenials*"[22], que están perfectamente adaptados a las nuevas tecnologías, marcan una oportunidad de negocio importante y posiblemente rentable.

7.5.1. ¿En dónde está la oportunidad de negocio?

Está claro que la entrada de MiFID II, supone un aumento significativo de los costes, los cuales sólo podrán ser asumidos por entidades que cuenten con un importante nivel de clientes renta-

[22] Cohorte poblacional nacida entre 1980 y los primeros años del nuevo siglo.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

bles, y por rentables se debe entender aquellos clientes que demanden asesoramiento, con altos volúmenes de patrimonio y que soporten las cargas por asesoramiento. Sin embargo, muchos clientes que no cuentan con niveles de patrimonio elevado, en el caso de España, tienen la opción de permanecer bajo el esquema de arquitectura guiada (o cerrada) de las entidades financieras, con una oferta limitada a los productos que estén en la cartera de la entidad, o bien operar por su cuenta.

Es en este punto donde ha evolucionado el asesoramiento financiero, principalmente en Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, mediante plataformas o sitios web donde un inversor puede encontrar una herramienta que le permita estructurar sus inversiones, custodiarlas, administrar, monitorizar y rebalancear sus carteras con unos costes inferiores frente al asesoramiento convencional (*Face to Face* - o "F2F"). Estas plataformas actualmente se conocen como *robo advisor* o asesores robotizados, los cuales se basan en algoritmos automáticos para la configuración de carteras.

7.5.2. Retos para el inversor – DIY *(Do-it-yourself)*

Es importante analizar a qué se enfrentan los clientes que van a tomar sus propias decisiones de inversión con el propósito de dar respuesta a sus necesidades. En este sentido la noción de racionalidad es el núcleo de la llamada teoría de la elección racional (RCT), en su forma más básica, RCT simplemente significa que la gente tiene preferencias y basan sus decisiones sobre estas preferencias.

Cuando existen varias opciones, un consumidor racional hace una elección después de sopesar los pros y los contras de las distintas opciones y elige la que mejor concuerda con sus propias preferencias. Racional, en este sentido, no es un juicio de valor, sino una descripción del proceso que las personas pasan con el fin de tomar una decisión. Racional aquí no es una sentencia de la calidad de la elección que la persona finalmente se hace; una opción racional elegida no es necesariamente una elección "sensible" o "buena". De la misma manera, una "mala" elección, por ejemplo, una elección de inversión que va mal, también puede ser el resultado de un proceso de toma de decisiones racional.

Para un consumidor racional, el proceso de una toma de decisiones financieras se vería como el siguiente diagrama (basado en Kotler y Keller, 2011).

■ Ilustración 41. **Proceso de toma de decisiones financieras Kotler y Keller, 2011**

Fuente: Self-directed investors: important insights. AFM. Diciembre 2015.

Si se analizan algunos aspectos de cada etapa que tendrá que afrontar un inversor sin asesoramiento, se puede obtener gran información de las posibles motivaciones y necesidades que lo han llevado a ejecutar por su propia cuenta una estrategia de inversión auto gestionada.

a. Reconocimiento del problema

- Entiende que no tiene posibilidad de entrar en el canal de asesoramiento independiente por el coste respecto a su nivel de inversión.
- La situación actual de bajos tipos de interés le mueven a buscar mejores alternativas a sus ahorros.

b. Búsqueda de información

- El consumidor investiga las diferencias entre la inversión auto-dirigida (posicionamiento de las plataformas de sólo ejecución – D2C) y recibir asesoramiento de inversión *online* (*robo advisors*).
- El inversor busca información sobre diversas estrategias de inversión (necesidades de información y formación).

c. Evaluación de alternativas

- El consumidor compara distintos proveedores de plataformas de inversión (plataformas D2C – Modelo de venta directa).
- El inversor compara los pros y los contras de una estrategia de inversión más agresiva (Incremento de las necesidades de formación – posible campo para la inversión guiada).

d. Ejecución

- El inversor abre su cuenta de inversión en una plataforma.
- Encuentra una amplia gama de instrumentos que no le ofrece la arquitectura cerrada del asesor no independiente. (Máximo responsable de sus decisiones de inversión).

e. Seguimiento y rebalanceo:

- El cliente entra en un proceso de búsqueda del mejor proveedor de servicios.
- El grado de acierto de sus decisiones le hará ajustar o no su nivel de riesgo, buscando productos que le permitan alcanzar sus objetivos, teniendo en cuenta su experiencia, grado de conocimientos y capacidad financiera para asumir los impactos de los eventos adversos.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

7.5.3. La respuesta a estas inquietudes se viene desarrollando desde hace algunos años

Las plataformas, como se conoce a los servicios *online* usados en un principio por intermediarios (en la actualidad por clientes directos) para gestionar y obtener información en tiempo real de sus carteras bajo gestión, fueron los pioneros en la relación de las gestoras con terceros.

Posteriormente se dieron a conocer los llamados **supermercados de fondos**, diseñados para que asesores e inversores directos tuviesen un único punto de encuentro de una amplia gama de fondos de diferentes proveedores. Inicialmente los fondos debían retrotraer una parte de la comisión cobrada al cliente al supermercado en compensación por el uso del canal de distribución, por lo que el cliente no percibía ningún cargo explícito por este servicio.

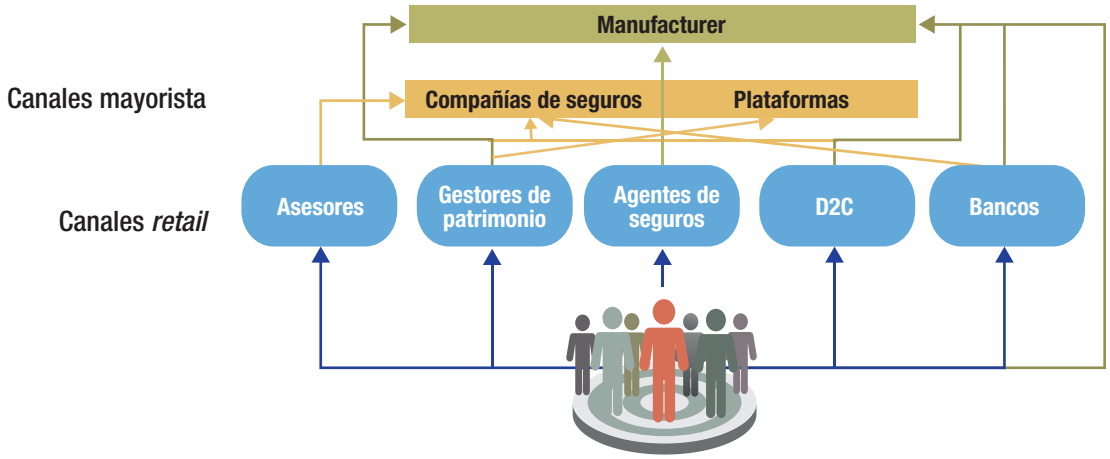
En España, AllFunds Bank, Tressis, Inversis, Renta4, Uno-e, Bankinter, o Self Bank son ejemplos de esta figura que promociona la arquitectura abierta. Su función es actuar de intermediario entre el cliente y la gestora final.

Una evolución de los Supermercados de Fondos fueron las conocidas como **plataformas de productos empaquetados** (*product wrappers*), siendo la principal característica que las diferencia que, en las *Wrap,* las comisiones eran cargadas directamente al cliente, lo que le permitía estar seguro de que la selección de productos de inversión ofertada no estaba sesgada por las retrocesiones realizadas al Supermercado por parte del *manufacturer*. Sin embargo, para seguir siendo competitivas frente a los supermercados de fondos, negociaron con las gestoras trasladar directamente a la propia cuenta *wrap* del cliente todas las posibles retrocesiones. En la mayoría de los casos, estas plataformas han decidido operar sólo sobre clases de acciones para asesoramiento (*clean share prices*), que son más baratas a partir de abril de 2016.

En el siguiente gráfico, se puede observar el papel de las plataformas en el mercado de fondos donde han tenido una gran presencia y han desarrollado principalmente su actividad.

■ Ilustración 42. **Estructura de distribución de fondos de inversión**

Fuente: Navigating the post-RDR landscape in the UK. Alfi 2014 – Elaboración propia.



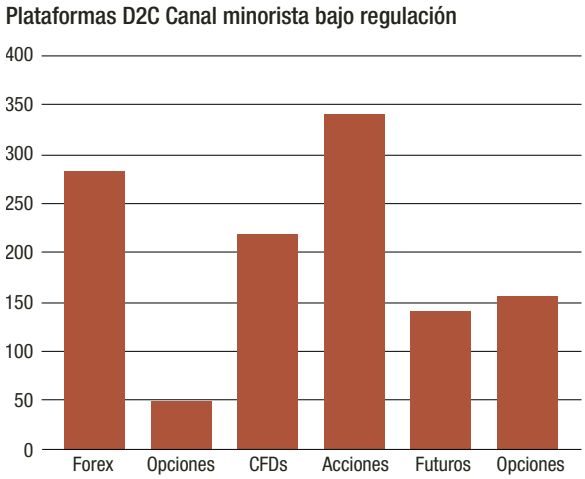
Las plataformas mencionadas han tenido amplia presencia en el canal de distribución mayorista, pero actualmente han cedido cuota de mercado a las conocidas D2C (*Direct to Consumer*), en las cuales se venden productos de inversión a clientes directamente sin prestar servicio de asesoramiento, son también conocidas como plataformas de Solo Ejecución. Dentro de este grupo se encuentran p.e. los *brokers* de divisas, CFDs, opciones, acciones, etc.

La evolución de estas plataformas ha sido también un tema de interés de MiFID II, queriendo integrar a todos estos centros de negociación dentro del alcance de la normativa comunitaria. En Reino Unido las plataformas permiten a los clientes comprar diferentes productos de inversión minorista, como *Exchange Traded Funds* (ETFs), y para formar parte en diferentes planes de inversión. La FCA ha detectado un problema en la forma en que las plataformas se financiaban, ya que muchas de ellas lo hacían por medio de pagos o retrocesiones de los proveedores de productos, por lo cual se ha resuelto por parte del regulador prohibir este tipo de incentivos y autorizar que se financien sólo mediante cargos directos a clientes. Esta normativa entró en vigencia en abril de 2014 y cuenta con un periodo de transición de 2 años.

En el mercado podemos encontrar actualmente cientos de plataformas (de sólo ejecución) que ofrecen tanto entidades financieras como *brokers*. A continuación se pueden apreciar algunas de las marcas de mayor presencia y reconocimiento que cuentan con algún tipo de regulación americana o de algún Estado miembro de la UE[23].

■ Ilustración 43. **Plataformas D2C - Canal minorista bajo regulación**

Fuente: Ranking Investing.com



En Reino Unido actualmente las ventas a través de plataformas, tanto asesoradas como de venta directa, se acercan a los 200.000 millones de libras. Sin embargo, a raíz de la prohibición de las retrocesiones se espera que tenga lugar a partir de este año un proceso de consolidación, puesto que algunas plataformas no serán lo suficientemente rentables sin los incentivos por parte de *manufacturers*. Se estima que el

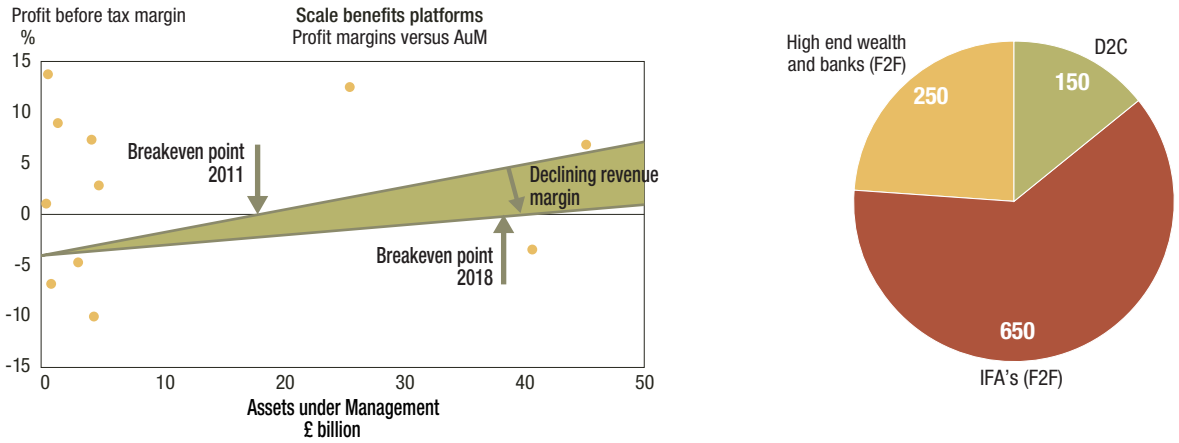
[23] Fuente: Ranking Investing.com

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

negocio en 2018 se incremente hasta los 600.000 millones de libras[24], aunque debido a las restricciones mencionadas, según Deloitte, su nivel de *breakeven* pasará de 18.000 millones de libras en activos bajo gestión en 2011 a los 38.000 millones de libras en 2018.

■ Ilustración 44. Punto de equilibrio D2C - Activos minoristas bajo gestión por canal en Reino Unido, 2014 (£miles de millones)

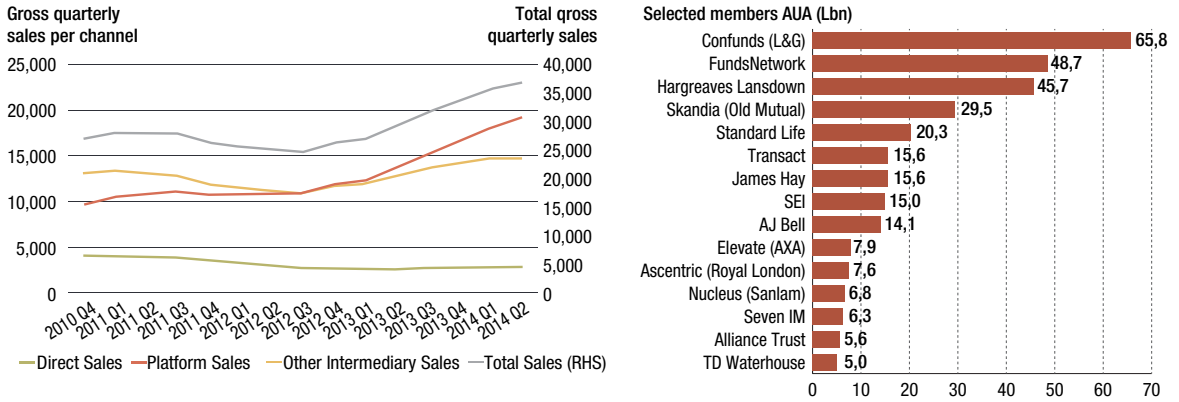
Fuentes: 2016 Financial Services M&A Predictions Rising to the challenge. Deloitte.



Aunque hay más de 25 plataformas en Reino Unido, en su informe Deloitte asume que "sólo un puñado" tendría la escala y la propuesta adecuada para poder ser rentables. Cofunds con 65.000 millones de libras en activos bajo gestión es la plataforma más grande en Reino Unido. Otras plataformas, como Transact, con 15.000 millones de libras ha intentado mantener su negocio, aunque sin gran éxito. Por último, las plataformas con menos de 5.000 millones de libras serán objeto de adquisiciones por parte de fondos de *private equity*, instituciones financieras o firmas como Cofunds, que busquen un mayor crecimiento debido a la situación regulatoria y de mercado. El negocio de las plataformas D2C ha tenido un incremento significativo después de 2010, tal y como se puede observar en los siguientes gráficos.

■ Ilustración 45. Ventas por canal y principales players - Plataformas D2C

Fuentes: 2016 Financial Services M&A Predictions Rising to the challenge. Deloitte.



[24] Informe de Deloitte: Recognising RDR reality, the need to challenge planning assumptions.

7.5.4. El gran protagonista: *robo advisor*

Los *robo advisors* o asesores financieros *online* son un avance frente a las mencionadas plataformas, en las que sólo se pueden ejecutar órdenes de compra y venta de activos. Los *robo advisors* son fundamentalmente algoritmos estructurados como árboles de decisión, o bien como algoritmos con alto grado de "autoaprendizaje", que realizan el proceso completo –búsqueda, selección, asignación, monitorización y reequilibrio– para estructurar una cartera de un inversor particular en función de la información suministrada por el propio cliente. Los *inputs* suelen ser la tolerancia al riesgo, edad, horizonte temporal, etc. Estos algoritmos funcionan sin la intervención de personas.

La cartera del cliente será diseñada para lograr rendimientos óptimos independientemente de su nivel de riesgo. Un enfoque de inversión clave utilizado por los *robo advisors* es invertir mediante vehículos ETF (o vehículos con bajos costes de gestión), lo que unido al uso intensivo de la tecnología permitiría alcanzar costes totales significativamente más bajos para el cliente frente a los modelos tradicionales de asesoramiento.

Existen principalmente dos modelos de negocio actualmente:

- **Gestores de Patrimonio digitales totalmente automatizados:** Este modelo utiliza un enfoque D2C –(Directo al Consumidor)– para ofrecer servicios de inversión totalmente automatizados sin la ayuda de un asesor financiero con el objetivo de obtener una cartera diversificada de inversiones.

- **Gestores de Patrimonio digitales asistidos** (Híbridos): Este modelo sería una combinación del canal automatizado con un asesor virtual que suele ofrecer una planificación financiera sencilla y una monitorización por *e-mail* o vía telefónica.

Al negocio de los *robo advisors* se le puede presentar una gran oportunidad en Europa gracias a las restricciones impuestas por la RDR en Reino Unido y, a los posibles impactos derivados de MiFID II, ya que en ambos casos podría haber migraciones de clientes hacia modelos alternativos de asesoramiento. Al tratarse de un mercado en plena evolución, convendrá resaltar los beneficios y riesgos que, en materia de asesoramiento financiero, pueden traer a inversores y ESIs.

En el siguiente cuadro se resumen los potenciales beneficios y riesgos del uso de los *robo advisors* en Europa, en base al documento de consulta[25] emitido por el Comité Conjunto de Autoridades de Supervisión Europea (ESMA, EIOPA EBA), el cual puede considerarse un punto de partida para la armonización del marco jurídico que desarrolle esta actividad en los Estados miembro.

[25] Joint Committee discussion paper: on automation in financial advice.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

■ Tabla 14. *Robo advisor* - Potenciales beneficios y riesgos para clientes y entidades

Fuentes: Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice. ESMA-EBA-EIOPA. Diciembre 2015.

		Clientes		ESIs
Beneficios	Costes	Servicio más barato para un amplio rango de clientes.	Costes	Servicio menos costos al no intervenir asesores humanos. Coste marginal de cada nueva transacción muy reducido.
	Acceso	El Incremento de la automatización puede democratizar el acceso al asesoramiento financiero. Acceso a proveedores de otras jurisdicciones Servicio Permanente 24H/365D	*Target* potencial	Acceso a una base de clientes mucho mayor que la actual.
	Calidad del servicio	Reducción de: recomendaciones sesgadas, evaluaciones poco rigurosas o errores humanos. Asesoramiento basado en información actualizada (tiempo real). Información detallada de los registros y operaciones mediante herramientas FinTech.	Calidad del servicio	Prestación de un servicio con una experiencia estandarizada eliminando potenciales diferencias debidas a la interpretación humana. Facilita las labores de *compliant* y auditoría ya que la información que se genera de forma automatizada es más fácil de rastrear.
Riesgos	Procesamiento de información	Una mala comprensión de la información suministrada puede llevar a tomar decisiones de inversión inadecuadas. El cliente puede no entender la relevancia que tienen los *inputs* para el algoritmo y conllevar esto a unos consejos inadecuados. El asesoramiento automatizado no puede ser gratuito porque podría incurrir en recomendaciones sesgadas por los proveedores de instrumentos. La fragmentación de los procesos automatizados puede causar dificultades para reconocer quién emite el asesoramiento. Manejo posterior de la información personal suministrada a la herramienta. Ley de Protección de Datos.	Asignación de responsabilidades	Diferentes instituciones pueden ser responsables de diferentes partes del servicio ofrecido al cliente, lo que complicaría los conflictos legales. Sector que no cuenta aún con regulación comunitaria en materia de asesoramiento - GAP vs MiFID II La complejidad operativa puede aportar nuevas fuentes de fallos operacionales que tendrán que ser gestionados.
	Fallos de la herramienta	Gama de opciones predeterminadas por supuestos de la herramienta que no están en línea con los objetivos específicos del cliente. Los algoritmos pueden contener fallos en su desarrollo que conlleven a tomar decisiones inadecuadas. Ataques cibernéticos - *Hackers*. La facilidad de manejo de la herramienta no implica que el cliente comprenda todos los riesgos implícitos en la decisión de inversión recomendada. Si la herramienta no ofrece todo el proceso de asesoramiento y ejecución puede desincentivar al cliente.	Funcionamiento de la herramienta	Exposición a juicios y al deterioro del riesgo "reputacional" por el mal funcionamiento de una herramienta. En caso de fallos de la herramienta, el impacto se puede extender a otras áreas deteriorando la confianza del mercado. En caso de brindar un modelo hibrido, dependiendo del perfil del mercado la herramienta no podrá desarrollar su potencial debido a la preferencia por el F2F.
	Uso generalizado	Riesgos de generalización de la lógica en que se basan los algoritmos. Efecto Rebaño (clientes relacionados con un tipo de producto). Algún perfil de cliente no podría tener la oportunidad de acceder al asesoramiento F2F (por costes) o D2C (por no estar familiarizado con la tecnología).	Uso generalizado	Inapropiada delegación de las responsabilidades contractuales y regulatorias al proveedor final del servicio o fragmento del servicio.

Las cifras del sector

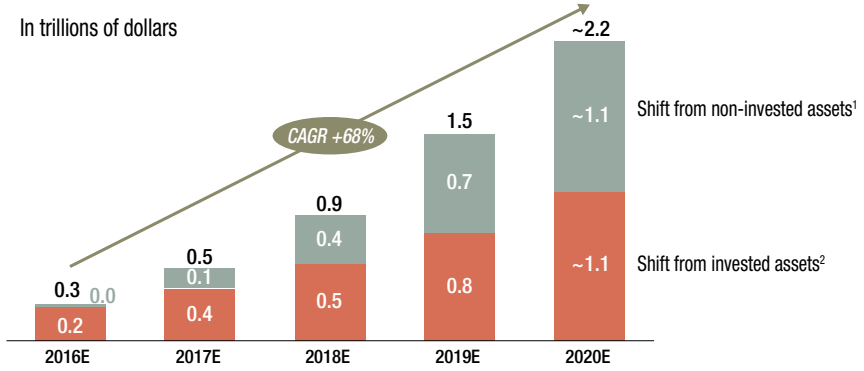
Las cifras del sector hablan por sí solas. Lo fundamental en este negocio es el bajo coste marginal que supone realizar una nueva transacción, con lo cual se estima que un buen número de firmas intentará posicionarse en este mercado.

Según un artículo publicado recientemente por Bloomberg[26], esta industria de plataformas automatizadas de inversión en Estados Unidos ha experimentado un crecimiento espectacular, desde casi 0 en 2012 a una proyección de 300.000 millones de dólares en activos al final de 2016. De los actuales 33 billones de dólares del total de la industria, tan sólo el 0,01% estaría hoy gestionado por *robo advisors*.

Las nuevas proyecciones de la consultora A.T. Kearney señalan un crecimiento compuesto anual de los activos bajo gestión en *robo advisors* del 68%, hasta situarlos en cerca de 2,2 billones de dólares en 2020. Según esta firma, se espera que alrededor de la mitad de ese dinero proceda de patrimonio ya invertido, y el resto de activos nuevos. En Reino Unido los activos gestionados por *robo advisors* son actualmente inferiores a los 1.000 millones de libras, pero se espera que la cifra aumente considerablemente durante los próximos años.

■ Ilustración 46: **Estimaciones de activos bajo gestión por *robo advisors***

Fuente: Bloomberg.



1. Non-invested assets include liquid funds (e.g. cash and cash equivalent deposits)
2. Invested assets include credit market instruments, corporate equities, mutual funds, IRAs and 401(k)

La principal ventaja que ofrecen estos gestores automatizados es la posibilidad de acceso a un amplio número de potenciales inversores, además de su bajo coste. Este servicio en España puede tardar algún tiempo en establecerse, pero está claro que podría llegar a ser un actor relevante en el mercado a medio plazo. Estas compañías se están posicionando para atraer a las nuevas generaciones (con una riqueza actual en muchos casos inferior a la necesaria para acceder al asesoramiento tradicional). La presión regulatoria puede jugar, tanto a favor (demanda creciente por la posible expulsión del *mass-market* del canal tradicional F2F), como en contra (restricciones regulatorias, etc).

[26] *Robo advisors* to Run $2 Trillion by 2020 if This Model Is Right. http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-18/robo-advisers-to-run-2-trillion-by-2020-if-this-model-is-right.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

Finalmente las escasas barreras de entrada para la creación de este tipo de herramientas también pondrán una presión importante a medio plazo sobre los márgenes actuales que ya son los más bajos entre los distintos canales de gestión y asesoramiento patrimonial. Además, las inversiones tecnológicas requeridas para que estas herramientas puedan ser fiables debieran ser de gran magnitud. A continuación se detalla un cuadro comparativo de los modelos automatizados frente al tradicional en aspectos como tipología de cliente, costes y valor agregado, entre otros.

■ Tabla 15. **Comparativo de los modelos de asesoramiento automatizados frente al modelo de asesoramiento tradicional**

Datos EY: Elaboración propia.

	Gestión Automatizada		Gestión Actual	
	100% Automatizada	Híbrida	Modelo Tradicional F2F	FinTech Tools
Estructura de Costes	0,25% - 0,50% sobre activos bajo gestión.	0,30% - 0,90% sobre activos bajo gestión.	0,75% - 1,5% sobre activos bajo gestión.	N/A
Tipología de Servicio prestado por Modelo		Planificación Financiera		
	Gestión de Inversión			
			Seguros	
			Banca/Préstamos	
			Planes de Pensiones	
			Real Estate/Trust	
Target Cliente	Millennials (<35)			Millennials (<35)
	Generación X (35-50)			
			Baby Boomers (>50)	
Vehículos de Inversión	ETFs	ETFs & Acciones	Acciones, Bonos, Fondos, Opciones, Inversión alternativa, Commodities, Estructurados	
Canal	Web / Móvil	Web / Móvil	Oficina	Web / Móvil
Capital Target Cliente	Mass Market (<US$250k)	Mass Affluent (US$250k-1m)	HNW (US$1m-10US$m) - UHNW (>US$10m)	MM/MA
Principal incentivo	Precio Bajo/Transparencia	Apoyo Personal / Coste	Confianza / Trato Personal	Info

Como acabamos de exponer, los *robo advisors* ofrecen grandes ventajas como el acceso *online* desde cualquier terminal móvil, los costes reducidos, la optimización de las estrategias de inversión y la disponibilidad permanente durante 24 horas. No obstante, también presentan incógnitas y puntos oscuros que requieren un estudio previo y profundo de los inversores antes de decidirse por utilizar este tipo de servicios.

El asunto de mayor importancia es el llamado **algoritmo de inversión**. Este algoritmo es el que toma las decisiones sobre en qué activos invertir –asignación de activos– y en qué momento –*timing*–. Es decir, es la clave del sistema. Que un gestor automatizado sea de mayor o menor utilidad para sus clientes dependerá de la bondad del algoritmo y, precisamente, dado que esto es el corazón del *robo advisor*, no hay transparencia al respecto. Nadie va a desvelar su *know-how*, que por otra parte sería fácilmente replicable. Por esta razón, la elección del gestor a escoger puede acabar convirtiéndose más en un asunto de marketing (o de modas) que de calidad en el asesoramiento.

En relación a este punto conviene recordar la quiebra en 1998 del *Long Term Capital Management*, un *hedge fund* que entre sus miembros contaba con dos Premio Nobel como Myron Scholes y Robert C. Merton. Difícil encontrar mejores candidatos para diseñar un algoritmo ganador.

Otro aspecto preocupante es el referido a la **protección de datos**. Es cierto que en la red ya circula mucha información personal, aunque en general limitada a ciertos aspectos concretos (laborales, números aislados de cuentas bancarias o tarjetas de crédito), pero con el auge de estas herramientas es de esperar que los inversores introduzcan en el sistema toda la información sobre su riqueza financiera, algo que nos parece sumamente peligroso en el contexto actual ya que, en general, estos gestores probablemente no podrán invertir en ciberseguridad los ingentes recursos que están destinando para ello los bancos.

Por último, aunque nos menos importante, queremos resaltar el respaldo psicológico que ofrecen los buenos asesores financieros. Cuando los mercados no se comportan como se esperaba, los clientes pueden perder el control de sus inversiones y no actuar con cabeza (vender en mínimos, promediar a la baja sin control, insistir en una inversión fallida, hacer caso de rumores, etc). El respaldo educativo (y emocional) que ofrece un asesor financiero ante circunstancias relacionadas con expectativas fallidas y sesgos conductuales no podrá ser fácilmente sustituido por una máquina.

No queremos decir con esto que los inversores no deban confiar en los gestores automatizados. La innovación tecnológica en todas las áreas de conocimiento es imparable y las finanzas no van a ser una excepción. Lo que decimos es que el consejo de *"entienda biene dónde invierte su dinero",* referido a los productos financieros, es extensible también a estos gestores automatizados. En este caso como en otros muchos, la tecnología debe estar al servicio del cliente. Puede ser lógica la automatización de tareas administrativas, pero difícilmente vemos la sustitución de la labor del asesor, y especialmente cuando éste desarrolla un proceso completo de planificación financiera y patrimonial al cliente.

7.5.5. *Robo advisors* en Estados Unidos

Hemos visto las grandes cifras del sector y las características que presenta este nuevo tipo de asesoramiento que suponen los *robo advisors*. Vamos a ver de forma práctica su funcionamiento en la vida real. A continuación desglosamos la lista de los principales *robo advisors* que están funcionando en EE.UU. y sus características:

- **Vanguard Personal Advisor Services**

  Es el que mayor volumen de activos bajo gestión (AuM) gestiona con 4,2 miles de millones de dólares. Aplica una comisión del 0,30% anual y pide un mínimo de entrada de 100.000 dólares.

  El crecimiento de esta división de Vanguard es vertiginoso, en 2013 sólo gestionaba 700 millones. Vanguard enfatiza combinar su servicio de *robo advisor* con un *partner advisor* aunque el rebalanceo de cartera lo hace íntegramente la herramienta *online* y no el asesor humano.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- **Betterment**

Fundada en 2010 en Nueva York, ha levantado 105 millones de dólares procedentes de *venture capital*. Gestiona 2.500 millones de dólares con comisiones que van del 0,15 al 0,35% anual. Los clientes con menos de 10.000 dólares tienen además una comisión de 3 dólares al mes. Tiene más de 100.000 clientes y su modelo de negocio se basa en doce carteras constituidas por ETFs de Vanguard y de IShares. Dispone de aplicación móvil. Ofrece como servicios el rebalanceo de cartera automático y el *tax-loss harvesting* (vender un activo en pérdidas antes del cierre fiscal para imputar dichas pérdidas a la renta del ejercicio y sustituirlo por un activo similar para mantener la estrategia inversora de la distribución de activos).

- **Wealthfront**

Gestiona 1,7 miles de millones de dólares y cobra un 0,25% anual para cuentas de más de 10.000 dólares. Lanzada en 2011 en Palo Alto levantó 130 millones de dólares del *venture capital*. Dispone de aplicación móvil y también ofrece los servicios de rebalanceo y *tax-loss harvesting.*

- **Personal Capital**

La novedad es que el uso básico del programa es gratuito. La tarifa es del 0,89% para cuentas de 100.000 dólares a 1 millón. Otro aspecto de este *robo advisor* es que permite incorporar al programa de gestión los activos que tengas en otras firmas y poder ver la distribución de activos total. En este caso no gestiona directamente el dinero de sus clientes sino que ofrece recomendaciones que las debe implementar el propio inversor.

- **Asset Builder**

Apenas cuenta con 600 millones de dólares. Cobra entre el 0,20 y el 0,50% y pide un mínimo de 50.000 dólares. Ofrece los fondos de Dimensional Fund Advisors (DFA) la gestora liderada por Eugene Fama (Nobel de Economía en 2013). Utiliza ocho carteras modelo y facilita el rebalanceo automático con costes de 20 a 49,95 dólares en función del volumen del cliente. Comprar 12 fondos para construir una cartera cuesta de 240 a 600 dólares. Sus fondos aplican además unos costes del 0,24 al 0,45%.

- **Future Advisor**

Con activos bajo gestión de 200 millones de dólares (usuarios de pago). Su tarifa es del 0,50% anual para un mínimo de 10.000 dólares. Aseguran que más de 200.000 hogares siguen sus consejos de inversión para gestionar 26 billones de dólares, pero solo 1.700 usuarios pagan por sus servicios. Los usuarios obtienen un análisis gratuito de su cartera, recomendaciones de asignación de activos y recordatorios de rebalanceo. Lo usuarios de pago obtienen un rebalanceo de cartera inteligente (la propia compañía define al rebalanceo de pago "*smart rebalancing*" aunque no sabemos a qué se refieren de forma concreta), *tax-loss harvesting* y acceso a un asesor financiero.

- **Rebalance IRA**

  Gestiona 180 millones de dólares y, como su nombre indica, está enfocado exclusivamente a los IRA (*Individual Retirement Accounts*), que son un vehículo de inversión muy parecido a los planes de pensiones individuales que se comercializan en España y que permiten invertir hasta 5.000 dólares/año (6.000, si se tiene más de 50 años) en carteras diversificadas de activos. Las inversiones se encauzan a través de ETF y se rebalancea la cartera dos veces al año de promedio. Cobra el 0,50% anual con un mínimo de 500 dólares al año y la cartera mínima es de 75.000 dólares

Otras compañías de menor antigüedad y tamaño son Litoff que gestiona 150 millones de dólares con una tarifa del 0,40% anual y SigFig con apenas 60 millones de dólares y una singular tarifa: para las cuentas hasta 10.000 dólares el servicio es gratuito, para las cuentas de mayor importe cobra un 0,25% que de la muestra obtenida, es la tarifa más baja (también gestiona carteras formadas por ETF).

7.5.6. *Robo advisors* en España

Si en Estados Unidos la lista todavía es restringida, en España aún más. Pero ya ha empezado. Ciertamente con un perfil muy distinto del norteamericano y con características ajustadas al inversor español (sólo para fondos). Nos referimos al caso concreto de Feelcapital.

- **Feelcapital EAFI**

  Es una EAFI (Empresa de Asesoramiento Financiero Independiente) que basa su modelo de asesoramiento *online* en los siguientes aspectos:

  1. Sus estrategias están centradas exclusivamente en fondos de inversión traspasables.

  2. Hacen un test de 10 preguntas en relación a la situación personal y financiera del inversor.

  3. A partir del test, diseñan una cartera de fondos traspasables que incluye un horizonte temporal, una rentabilidad objetivo y un concepto acuñado por Feelcapital que es la Línea Vital Financiera.

  4. La tarifa que aplica es de 15 euros al mes, o 150 al año, y no percibe retrocesión alguna de las gestoras de fondos (información facilitada por la propia compañía). Es un modelo basado exclusivamente en cobro directo –tarifa plana– al cliente.

  5. Importante: como EAFI que es y, a diferencia de los *robo advisors* norteamericanos, no gestiona el dinero de sus clientes. Diseña el *asset allocation* de cada cliente y es éste el que tiene que implementar la estrategia de inversión dando instrucciones concretas a su entidad financiera (*Feelcapital* facilita información detallada en forma de "boleta de traspaso").

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

6. El *reporting* es semanal. Cada semana se evalúa la evolución de la cartera y los ajustes a realizar si los hubiese.

Es destacable el crecimiento en activos bajo gestión de Feelcapital. En 2015 ha pasado de 350 a 900 millones de euros, y ya tiene más de 3.000 clientes con un patrimonio medio cercano a los 100.000 euros. La previsión de la compañía para 2016 es duplicar el patrimonio gestionado hasta los 2.000 millones (fuente: Funds People).

- **BEKA Finance**

BEKA Finance, sociedad de valores especializada en banca de inversión, cuyo socio mayoritario es GVC Gaesco, ha lanzado recientemente una nueva plataforma de contratación de fondos de inversión con el objetivo de ampliar su gama de productos. Está dirigida a cualquier inversor que quiera tener fondos de inversión en su cartera, sin ser necesaria una inversión mínima o máxima. En este sentido creen que el cliente minorista será el que se vea más beneficiado al poder acceder a una amplia gama de fondos que complementan el resto de productos que ya ofrecían, renta variable y renta fija.

Este nuevo servicio de arquitectura abierta es un modelo de negocio similar al establecido en Estados Unidos, el cual permite a los clientes acceder a fondos de las principales gestoras, nacionales e internacionales, sin comisiones de custodia ni corretaje. Tiene un universo de 41.000 fondos de inversión seleccionados entre más de 440 gestoras de todo el mundo.

La entidad ofrece un servicio de asesoramiento mixto (*online* y personal), de la mano de cinco gestores personales, que analizarán el perfil inversor de los clientes y diseñarán soluciones ajustadas a sus necesidades de rentabilidad. Siendo éste el modelo más adecuado para el inversor local que está acostumbrado al servicio personal (F2F), y que ha visto la necesidad de explorar instrumentos más adecuados para sus expectativas de rentabilidad/riesgo.

Adicionalmente ofrece un modelo de arquitectura guiada con cinco modelos de carteras recomendadas: conservadora, prudente, equilibrada, rendimiento y agresiva, diseñadas en función del perfil del inversor y de su tolerancia al riesgo de la mano de gestores que estarán a disposición del cliente para adaptar la inversión al perfil más adecuado en cada caso.

- **My Money Coach – ING**

Es la última plataforma de asesoramiento digital que aparece en el mercado español a fecha de cierre de este trabajo. Este servicio se presta exclusivamente *online* diseñado para ordenadores personales, *tablets* y *smartphones*. Tras unas sencillas preguntas, la plataforma ofrecerá una propuesta personalizada para que el cliente logre sus objetivos de inversión. ING realizará un seguimiento y rebalanceo de la cartera en caso de que cambien las condiciones patrimoniales del cliente.

A la fecha de cierre de este trabajo, debemos hacer mención también a otras iniciativas españolas como serían T-Advisor de TechRules, Indexa Capital o Finizens.

- **T-Advisor de TechRules:** se define como el primer robot financiero español y anunció en 2015 que disponía de herramientas para la gestión y monitorización de carteras ofreciendo un nuevo canal de captación de clientes a asesores financieros, gestores de patrimonios y entidades financieras. Soluciones como las de T-Advisor para los asesores facilitarán que las empresas financieras pongan a disposición de sus clientes herramientas para que se sientan dueños de sus inversiones. (http://www.techrules.com/)

- **Indexa Capital AV:** se considera el primer "gestor automatizado" de España. Su propuesta al cliente pretende conseguir una cartera de fondos indexados o planes de pensiones con diversificación global y unas comisiones radicalmente bajas. (https://indexacapital.com/es)

- **Finizens AV:** presenta un modelo de inversión basado en los pilares de la inversión pasiva. Se trata de una empresa de inversiones *online*, robot de gestión financiera o gestor automatizado de inversiones cuya filosofía de inversión se basa en la gestión pasiva, es decir, que invierte a través de fondos indexados (fondos que replican índices o ETFs) que tienen comisiones significativamente inferiores a la media. Recientemente anunció el lanzamiento novedoso de un plan de ahorro *online* que se instrumenta a través de un *unit-linked* con fondos indexados de la mano de Caser. (https://finizens.com/)

- **Imaginbank**

Este banco no ofrece, hoy por hoy, servicios de gestión de carteras pero creemos que por lo innovador de su propuesta debe seguirse su evolución porque puede marcar un antes y un después en la industria financiera española y europea.

Imaginbank es un banco, no ya *online*, es un banco diseñado para funcionar al 100% desde aplicaciones móviles tipo App, esto es *smartphones* y tabletas. En nuestra opinión hay algunos aspectos que por su importancia futura merecen ser analizados:

- A diferencia de la mayoría de *robo advisors,* que han sido creados por iniciativa emprendedora particular, Imaginbank es un banco digital nacido del propio sistema. Es una iniciativa de Caixabank, una de las grandes entidades financieras del sur de Europa. Esto es importante porque en caso de éxito puede generar respuestas similares por parte de sus competidores (grandes bancos) y acelerar de forma exponencial la transformación del sector financiero español.

- No hay oficinas y, de hecho, no está diseñado para funcionar como "banca a distancia". El concepto de Imaginbank supera ampliamente la llamada "banca a distancia", consistente en que cualquier banco pueda ofrecer transaccionalidad *online* como complemento a toda

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

su operativa tradicional. Incluso supera la fase de banco exclusivamente *online* como son Open Bank del grupo Santander o Activo Bank del grupo Sabadell, que no dejan de ser bancos diseñados para operar de forma eminente a través de un ordenador. Diríamos incluso que este nuevo concepto supera a uno de los bancos con mayor inversión en IT como es Bankinter, que muestra unas aplicaciones móviles con menores prestaciones que su banca *online* "tradicional".

i Las únicas entidades que disponen de aplicaciones móviles de alta calidad están centradas en el mundo del *trading* y, concretamente, para negociar con un solo activo como son los CFD (contratos por diferencias), por lo que son otro negocio que no entra en competencia directa con Imaginbank.

ii La dirección de Caixabank –recordar que son los promotores de Imagingbank– está entendiendo claramente el cambio generacional y su propuesta de valor está dirigida de forma prioritaria a la generación Z y a los *millennials*. Los Z son los nacidos en la década de los 90 y primeros años de 2000, y la generación Y o *millennials* son los nacidos entre los 80 y los 90. Se caracterizan (más los Z) porque buena parte de su interacción con el mundo es a través de medios digitales y redes sociales, de ahí el nicho y las perspectivas de futuro para un banco que sólo existe en un *app*.

iii Un ejemplo de funcionamiento: además del consabido 902, la forma para contactar con ellos es vía Twitter y vía Whatsapp. El *e-mail* ya ha pasado a la historia.

iv La gran revolución de Imaginbank es que no precisa ninguna infraestructura física. La única interacción *off-line* es la firma de un contrato que recoge un mensajero en el domicilio del cliente. Este banco no precisa oficinas, ni necesita formularios en papel, ni transporte blindado, ni dinero en efectivo, y como es lógico, ni siquiera precisa empleados para atender a los clientes.

En nuestra opinión, el desarrollo de Imaginbank también podría enfocarse, en un futuro cercano, hacia la gestión de carteras. Transcurrido el tiempo y con una amplia base de clientes de los que van a conocer hasta el mínimo detalle:

- ingresos recurrentes;
- gastos mensuales (ya hoy ofrecen una serie de aplicativos de gestión y control de gastos);
- capacidad de ahorro; y
- gustos personales.

Es solo cuestión de tiempo el ofrecimiento de soluciones de ahorro-inversión con la inclusión de un servicio de *robo advisoring* en la que se vaya proponiendo carteras en las que invertir y los rebalanceos que realizar en cada momento. Y todo a través de una aplicación (App) del propio banco.

7.5.7. Impactos en el mercado local

Si bien es cierto que el mercado en España está basado en el asesoramiento tradicional – F2F – ofrecido por las grandes marcas de banca privada, se puede presentar una situación interesante y es que los *millennials,* principalmente (y también algunos clientes de la llamada Generación X), puedan llegar a usar directamente alguno de los *robo advisors* sin pasar antes por la gestión tradicional de patrimonio F2F, ya que son nativos en las nuevas tecnologías[27]. Esto mantendría a los clientes mayores en su modelo tradicional, mientras que los modelos híbridos podrán ser explorados por clientes de entre 35 y 50 años, y los *robo advisors* podrían ser el modelo elegido por los más jóvenes para la gestión de sus inversiones.

Los principales aportes por parte de la gestión automatizada al cambio en el modelo de asesoramiento serían:

a. **Cambio de orientación de las oficinas:** Pasarán de tener un objetivo operativo-transaccional a un modelo de asesoramiento y soporte a las herramientas automatizadas.

b. La **eficiencia en costes** alcanzada por la incursión de las plataformas informáticas dedicadas a prestar asesoramiento (*robo advisors*) – D2C – DYS – *Only Execution*, que permitirá brindar servicios a un público más amplio (*mass-market*).

c. **Los distintos modelos convivirán** y la competencia entre ellos servirá para fomentar:

- la eficiencia en costes;
- la transparencia; y
- la divulgación de información a inversores de todo tipo.

La llegada de las nuevas herramientas automatizadas no será sólo para las plataformas del tipo D2C, sino que también las ESIs se podrán beneficiar al disponer de herramientas más eficientes que apoyen la gestión de las inversiones y a la vez les ayuden a optimizar sus costes de gestión.

[27] Una visión más exhaustiva de esto se puede revisar en el estudio: "La transformación digital de la banca española", Capítulos 3 y 9. Departamento de Investigación – IEB – 2015.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

8. Conclusiones

De cara a anticipar los posibles escenarios futuros del asesoramiento financiero en España debiéramos tomar en consideración las conclusiones siguientes de nuestro estudio:

- **El cliente se sitúa en el centro del modelo de servicio.**

El actual entorno normativo (MiFID-II) situará, por fin, al cliente en el "centro" del modelo de servicio de las entidades. Una mayor transparencia sobre los costes permitirá al cliente identificar la existencia de conflictos de interés en la distribución de productos financieros. Además el cliente será cada vez más exigente en la calidad del servicio que se le presta.

- **La mayoría de las entidades financieras implantará un modelo de asesoramiento no independiente.**

Las entidades financieras optarán, de forma mayoritaria, por el modelo de asesoramiento no independiente, que se denominará simplemente "asesoramiento". En ese caso, estará por ver cómo se salva el escollo de la provisión de un servicio adicional o de mayor calidad al cliente para poder seguir cobrando incentivos. Algunas entidades con masa crítica suficiente transitarán hacia un modelo mixto (independiente y no según el segmento de clientes de que se trate). Con carácter general, prevemos que los modelos basados en el cobro explícito de honorarios seguirán enfrentándose a grandes retos en el futuro. En realidad, el cliente estará dispuesto a pagar a un asesor, bien de forma explícita, (o bien mediante retrocesiones), sólo si puede reconocer el valor añadido de su servicio.

- **El volumen de cartera es un factor determinante para poder optar al asesoramiento financiero independiente.**

En general, los clientes de entidades financieras con un volumen patrimonial propio de *mass affluent,* o inferior, no justificarán los costes asociados a la prestación de un servicio de asesoramiento independiente. En ese caso, tanto un asesoramiento no independiente, como la "vehiculización" a través de fondos perfilados podrán ser alternativas viables para estos clientes.

- **El cliente aprenderá a diferenciar los servicios de la cadena de valor.**

Las entidades bancarias no serán indispensables en la prestación integral de los distintos servicios de ejecución, custodia, asesoramiento y gestión patrimonial. Los avances tecnológicos y el mayor desglose de información facilitarán una mejor comprensión y valoración por el cliente de cada uno de los servicios.

- **Las entidades deberán aumentar de forma significativa la inversión en tecnología.**

La prestación de un servicio de asesoramiento de calidad exigirá a las entidades una inversión sustancial en IT (integrar aplicaciones digitales, mejorar la experiencia del cliente, trazabilidad, calidad del *reporting*, etc). También se generalizará en banca privada el uso de herramientas que hasta la fecha sólo pertenecían al ámbito de los clientes más institucionales. Por ejemplo, herramientas de aplicación a los procesos de inversión y análisis, o para la gestión del riesgo en la propia construcción de las carteras, o incluso de cumplimiento normativo.

- **La cualificación de la red de distribución pasa a ser un factor crítico.**

A partir de enero de 2018, y por vez primera en España, el regulador va a exigir que los asesores financieros cumplan unos requisitos mínimos en cuanto a cualificación técnica y experiencia profesional. La cobertura más sólida y eficiente de estos requisitos son las certificaciones profesionales. Además, la nueva normativa sobre cualificación pondrá el requisito de realizar una formación continua (o proceso de recertificación).

- **Se promueve y desarrolla la gestión discrecional de carteras.**

Este proceso ya se está produciendo actualmente en nuestra banca privada. Aporta ventajas múltiples a las entidades, tanto en términos de análisis, como en cuanto al perfilado de clientes, control de riesgos y *compliance*. Se trata de un modelo menos costoso (por su "escalabilidad") que el de asesoramiento independiente. Los precedentes de Reino Unido y de Holanda son reveladores en este asunto.

- **Se buscará hacer rentable la operativa de "sólo ejecución".**

Fruto de la delimitación clara entre los servicios de ejecución y de asesoramiento, ya no cabrá que la prestación de un servicio sirva para subsidiar de forma recurrente a otro.

- **El mercado discriminará entre productos de gestión activa y pasiva.**

Por un lado se extenderá el uso de productos con capacidad de generación de alfa. El cliente no estará dispuesto a pagar por aquellos fondos que identifique con una gestión pasiva "encubierta", o de muy limitada aportación de valor a la cartera de inversión. En el extremo contrario, proseguirá un crecimiento sustancial de la gestión pasiva, que nos permitirá indexarnos al mercado con un coste más reducido.

- **Se extienden los modelos de cartera basados en "arquitectura guiada".**

En línea con el modelo de asesoramiento adoptado mayoritariamente por el mercado no sería descartable un incremento en el uso de productos de terceros, aunque en ese caso, estos productos serán seleccionados entre un grupo más reducido de entidades gestoras.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- **En una primera fase los asesores digitales (*robo advisors*) crecerán, aunque su tracción será limitada entre los clientes de banca privada.**

El uso de herramientas digitales se generalizará pero entendemos que la tecnología servirá como un complemento básico. Sin embargo, el factor humano seguirá siendo el elemento esencial en la prestación del servicio al cliente. Para aquellos clientes con un patrimonio inferior a un volumen mínimo los asesores digitales experimentarán un crecimiento sustancialmente mayor.

- **Los precedentes apuntan a un posible incremento del precio final para el cliente.**

Como ya ocurriera tras la implantación de la normativa RDR en Reino Unido, el cliente podrá saber por qué, para qué y a quién paga en toda la cadena de servicio. En el actual entorno de tipos de interés el cliente de banca privada buscará optimizar la relación coste-beneficio del servicio.

- **El mapa de la banca privada en España experimentará cambios relevantes.**

Las entidades financieras, actualmente dominantes, deberán adaptarse al modelo de asesoramiento que se fijen como objetivo. Por su parte, las EAFI buscarán alianzas y avanzarán en su especialización para afrontar los retos que plantea el cobro directo al cliente.

- **La exigencia del regulador y la voluntad de cumplimiento son claves.**

Que la implantación de MiFID II suponga una mejora real, tanto en la calidad del servicio al cliente, como en la reputación de la industria financiera, dependerá del nivel de exigencia del regulador, pero también de la voluntad real de cumplimiento por parte de la industria. MiFID II debe verse más como una oportunidad de mejora radical para el sector financiero y no como una amenaza.

9. Bibliografía

- Accenture. (2014). Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II) Turning Regulatory Challenges into Business Opportunities. Londres: Accenture.
- Advisory HQ. (2 de Marzo de 2016). www.advisoryhq.com. Obtenido de http://www.advisoryhq.com/articles/best-robo-advisors-comparison-reviews-ranking/#Detailed Betterment Review
- APF. (10 de Marzo de 2016). www.albopf.it. Obtenido de https://www.albopf.it/web/area_pubblica
- APF Organismo per la tenuta dell'Albo dei Promotori Finanziari. (2015). Relazione Annuale 2014 . Roma: APF.
- APFA. (2014). The Advice Market Post RDR Review. Londres: APFA.
- APFA. (2015). A Manifiesto for Financial Advice. Londres: APFA.
- APFA. (2015). The Financial Adviser Matket: In Numbers Edition 3.0. Londres: APFA.
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2015). Datos de Instituciones de Inversión Colectiva. Madrid: Inverco.
- Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones. (2015). Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones Informe 2014 y Perspectivas 2015. Madrid: Inverco.
- ASSOGESTIONI. (2016). The Italian Asset Management Market Key Figures. Roma: ASSOGESTIONI.
- Autorité des Marchés Financiers. (10 de Febrero de 2016). www.amf-france.org. Obtenido de Publications: http://www.amf-france.org/en_US/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires.html?
- Banca D'Italia. (2014). Supplements to the Statistical Bulletin Monetary and Financial Indicators Household Wealth in Italy 2013 Year XXIV - 16 December 2014. Roma: Banca D'Italia.
- BBVA Research. (2015). Extendiendo el Acceso al Sistema Financiero Formal: El Modelo de Negocio de los Corresponsales Bancarios. Madrid: BBVA.
- BlackRock. (2014). The Changing Face of Europena Distribution; A Better Financial Future for Savers? Londres: BlackRock.
- BlackRock. (2015). Wealth Management 2015 and Beyond. Londres: BlackRock.
- Cingoli, A. (20 de Febrero de 2016). Banca Esperia. Obtenido de A new business model for private banking in Italy: Holistic Advisory for Entrepreneurs: https://www.gruppoesperia.it/comunicazione/rassegna-stampa/a-new-business-model-for-private-banking-in-italy-holistic-advisory-for-entrepreneurs.html

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Comisión Europea. (21 de Abril de 2004). Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo Y del Consejo de 21 de abril de 2004. relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Bruselas: Comisión Europea.
- Comisión Europea. (20 de Octubre de 2011). Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo . Relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se deroga la Directiva. Bruselas: Comisión Europea.
- Comisión Europea. (20 de Octubre de 2011). Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo. Reglamento [EMIR] relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Bruselas: Comisión Europea.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2010). Guía de Actuación para el Análisis de la Conveniencia y la Idoneidad. Madrid: CNMV.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2010). Guía Sobre La Prestación Del Servicio De Asesoramiento En Materia De Inversión. Madrid: CNMV.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2015). Jornadas CNMV. Nueva Regulación de los Mercados de Valores. Últimos Desarrollos Europeos (págs. 1-6). Madrid: CNMV.
- Credit Suisse. (2015). Global Wealth Data Book 2015. Zurich: Credit Suisse.
- Credit Suisse. (2015). Global Wealth Report 2015. Zurich: Credit Suisse.
- Crespo, A. (4 de Octubre de 2015). Bankia ya ha simplificado el 85% de los contratos de sus productos. Expansión.
- Deloitte. (2013). Rising to the challenge Rising to the challenge Rising to the challenge. Londres: Deloitte.
- Deloitte. (2016). 2016 Financial Services M&A Predictions Rising to the challenge. Londres: Deloitte.
- EFPA. (2015). Voice of the Market Study. Barcelona: EFPA.
- Ernst & Young. (2014). MiFID II: Time to take action Wealth & Asset Management. Londres: EYGM Limited.
- Ernst & Young. (2015). Advice goes virtual: How New Digital Investment Services are Changing the Wealth Management Landscape. Nueva York: EY.
- Ernst & Young. (2015). Global Regulatory Reform. Capital Market Reform: MiFID II. Londres: EY.
- ESMA, EBA, EIOPA. (2015). Joint Committee Discussion Paper on Automation in Financial Advice. Brucelas: ESMA.
- Europe Economics. (2014). Retail Distribution Review: Post Implementation Review. Londres: Europe Economics.
- European Securities and Markets Authority. (2013). Directrices Políticas y prácticas de remuneración (MiFID). Paris: ESMA.

- European Securities and Markets Authority. (2014). Consultation Paper MiFID II/MiFIR. Paris: ESMA.
- European Securities and Markets Authority. (2014). Final Report ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. Paris: ESMA.
- European Securities and Markets Authority. (2014). Investor Protection Aspects of the Consultation Paper on MiFID II and MiFIR. Paris: ESMA.
- European Securities and Markets Authority. (2015). Consultation Paper Draft guidelines for the assessment of knowledge and competence. Paris: ESMA.
- European Securities and Markets Authority. (2015). Final Report Guidelines for the assessment of knowledge and competence. Paris: ESMA.
- European Securities and Markets Authority. (2015). Final Report Guidelines on cross-selling practices. Paris: ESMA.
- FEEONLY. (2015). 5° Congresso Nazionale degli Studi e delle Società di consulenza finanziaria indipendente Fee Only. La Finanza Indipendente (págs. 21-22). Verona: Consultique.
- Financial Conduct Authority. (2015). Developing our approach to implementing MiFID II conduct of business and organisational requirements. Londres: Financial Conduct Authority.
- Financial Services Authority. (2012). Finalised Guidance Retail Distribution Review: Independent and restricted advice. Londres: Financial Services Authority.
- Financial Times. (3 de Enero de 2016). www.ftadviser.com. Obtenido de RDR News & Analysis: http://www.ftadviser.com/regulation/rdr/
- Fundación de Estudios Financieros. (2015). Observatorio sobre la reforma de los mercados finnacieros 2015. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.
- Fundscape. (2014). Navigating the post-RDR landscape in the UK - Assessing the potential impact of an RDR regime on the European fund industry. Londres: Fundscape.
- Fundspeople. (21 de Junio de 2011). www.fundspeople.com. Obtenido de Clases de acciones de fondos: la eterna demanda de las EAFI y consecuencias en la industria: http://www.fundspeople.com/noticias/clases-de-acciones-de-fondos-la-eterna-demanda-de-las-eafi-y-consecuencias-en-la-industria-27571
- Fundspeople. (16 de Diciembre de 2015). www.fundspeople.com. Obtenido de Desafíos y restricciones que supone MiFID II para las bancas privadas: http://www.fundspeople.com/noticias/desafios-y-retos-que-supone-mifid-ii-para-las-bancas-privadas-226791
- Fundspeople. (18 de Noviembre de 2015). www.fundspeople.com. Obtenido de Retrocesiones: ¿hasta qué punto puede su eliminación cambiar el actual modelo de banca privada?: http://www.fundspeople.com/noticias/retrocesiones-hasta-que-punto-puede-su-eliminacion-cambiar-el-modelo-de-banca-privada-actual-223657

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

- Fundspeople. (17 de Febrero de 2016). www.fundspeople.com. Obtenido de http://www.fundspeople.com/noticias/ranking-de-agentes-en-espana-230798
- Fundspeople. (16 de Febrero de 2016). www.fundspeople.com. Obtenido de http://www.fundspeople.com/noticias/nueva-plataforma-de-fondos-en-espana-beka-finance-233093
- Guevara Millán, G. (17 de Noviembre de 2015). Ponencia MiFID II y la Nueva Realación con los Clientes. Barcelona.
- Instituto de Estudios Bursátiles IEB. (2015). La Transformación Digital de la Banca Española. Madrid: IEB.
- ItalyEurope24. (20 de Febrero de 2016). www.italy24.ilsole24ore.com. Obtenido de http://www.italy24.ilsole24ore.com/art/markets/2015-05-19/good-times-keep-on-coming-for-asset-management-industry--123207.php?uuid=ABsQeniD
- KPMG. (2011). MiFID II An Initial Impact Analisys . Amsterdam: KPMG Advisory N.V.
- Matrix Solutions. (2016). Monthly Markets Stats Update from the Financial Intermediary Industry. Londres: Matrix Solutions.
- Ministerio de Economía y Competitividad . (2015). Proyecto de Orden ECC/2015, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. Madrid: MINECO.
- Natixis. (2013). 2013 Global Survey of Financial Advisor. Paris: Natixis.
- Norton Rose Fulbrigth. (2015). Impact of MiFID II on EU Conduct of Business Regimes - The Netherlands. Amsterdam: Norton Rose Fulbrigth.
- Oliver Wyman. (2014). The Challenges Ahead, The State of Financial Services Industry 2014. Londres: Oliver Wyman.
- Onero, M., & Perez-Maura, J. (2014). MiFID II Changing the Distribution Landscape. Londres: AFB.
- ORIAS. (2014). Annual Report 2014. Paris: ORIAS.
- Parlamento Europeo. (2006). Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de Agosto de 2006. Bruselas: Diario Oficial de la Unión Europea.
- Power, A., Timper, A., & Erika, M. (2014). Retrocessions: A Thing of the Past? Londres: Deloitte.
- Professional Adviser. (18 de Noviembre de 2015). www.professionaladviser.com. Obtenido de Adviser numbers up 5%, official figures show: http://www.professionaladviser.com/professional-adviser/news/2434334/adviser-numbers-up-5-official-figures-show
- PWC - CACEIS Investor Services. (2010). Hacia un Asesoramiento Financiero Ideal. Madrid: PWC.
- PWC. (2012). Are you Taking Control of the MiFID II Agenda? Londres: PWC.

- PWC. (2015). Robo Advisory vs Human Advisory. Roma: PWC.
- Rankia. (20 de Octubre de 2015). www.rankia.com. Obtenido de ¿Cómo afecta MiFID II a los fondos de inversión y al asesoramiento financiero?: http://www.rankia.com/blog/fondos-inversion/2971188-como-afecta-mifid-ii-fondos-inversion-asesoramiento-financiero
- The Netherlands Authority for the Financial Markets. (2015). Self-directed investors: important insights. Amsterdam: The Netherlands Authority for the Financial Markets.
- The Netherlands Authority for the Financial Markets. (2015). Standardized products and consumer financial decision-making. Amsterdam: The Netherlands Authority for the Financial Markets.
- The Street. (15 de Febrero de 2016). www.thestreet.com. Obtenido de http://www.thestreet.com/story/13256668/1/10-best-robo-advisors-ranked-find-the-best-automated-online-investing-services.html
- Vega Arjona, P. (2014). El Futuro del Asesoramiento Financiero en España. Madrid: IEB.

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.

© 2016, IEB
Departamento de Investigación del IEB
Alfonso XI, 6 - 28014 Madrid
Tel. 91 524 06 15
investigacion@ieb.es
www.ieb.es

Diseño de Pilar Seidenschnur
deseda@telefonica.net

Imprime Servicecom, S.L.

Nuevos Modelos de Negocio en el Asesoramiento Financiero tras las Modificaciones Regulatorias de MiFID II

Sergio Miguez | Jesús H. Sarria | Ángel Faustino | Jorge Ferrer

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACIÓN IEB

WP-2016-1014-TA

Con la colaboración de

1989-2016 © IEB ©. All Rights reserved. Any total or partial reproduction is strictly forbidden without the prior written authorization of the IEB.