



economistas

Consejo General

EAF Asesores Financieros

Σ *economistas y titulados mercantiles*

ESTUDIO DE LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO EN ESPAÑA (EAFIs)



Estudio efectuado por C&R Investment Financial Advisor EAFI, SL
Número de registro en CNMV 74



ÍNDICE

1. Introducción	3
<hr/>	
2. ¿Qué debería de ser una EAFI?	3
<hr/>	
3. Regulación del Sector EAFI	4
<hr/>	
3.1 Asociacionismo en un sector regulado	4
3.2 Relaciones con la Banca	5
3.2.1 <i>La Banca Privada y el papel de las EAFI</i>	
4. Metodología empleada para la realización del Estudio	7
<hr/>	
4.1 Principales Ratios EAFIs (Personas Jurídicas)	9
4.1.1 <i>Análisis por quintiles</i>	10
4.2 Principales Ratios EAFIs (Personas Físicas)	11
4.3 Distribución territorial en España y peso sobre el total	12
4.4 Análisis EAFIs MADRID y CATALUÑA (Personas Jurídicas)	12
4.5 Datos CNMV a 31/12/2013	13
4.6 Primeras conclusiones sobre los datos	14
5 Algunas paradojas sobre la regulación actual de las EAFIs	14
<hr/>	
5.1 Test de Idoneidad: Conocer al Cliente y definir el Perfil Inversor	14
5.2 Recomendación de inversión en Instrumentos financieros	15
6. ¿Se protege realmente al pequeño Inversor? <i>(Cristóbal Amorós)</i>	16
<hr/>	
7. Fiscalidad para los clientes de las EAFIs	18
<hr/>	
8. La situación actual de las EAFI en Europa <i>(Francisco Álvarez Molina)</i>	19
<hr/>	
9. CONCLUSIONES FINALES	22
<hr/>	



1. Introducción

Las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI) nacen en España como una nueva Empresa de Servicios de Inversión (ESI) a raíz de la transposición en 2008 al ordenamiento jurídico español de la Directiva Europea MiFID que, entre muchas cosas más, da al Asesoramiento Financiero carácter de actividad reservada y supervisada que para su ejercicio se necesita autorización previa por parte de la CNMV.

El 30 de Abril de 2009 se inscribe en el Registro de la CNMV la primera EAFI, ABANTE Consejeros Financieros Independientes EAFI, S.A. con el número 1. Han pasado más de 5 años desde ese momento. ¿Cómo se ha desarrollado el sector? ¿Ha crecido? ¿Qué ha pasado en el sector en este tiempo en Europa? ¿Son las EAFIs españolas viables? En este estudio vamos a intentar dar respuestas a estas preguntas.

2. ¿Qué debería de ser una EAFI?



El Asesoramiento financiero, como actividad y servicio de inversión, de ámbito exclusivo para las ESI's se detalla en la "Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión", publicada por la CNMV el 23/12/2010 y se desarrolla el concepto de conveniencia y la idoneidad, en la "Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad" publicada por la CNMV el 17/06/2010. Directrices de la ESMA de 21/08/2012 relativas a determinados aspectos relacionados con la evaluación de la idoneidad prevista en la MiFID. En dichos documentos se establece la obligación de CONOCER al CLIENTE, y hablan profusamente de **TEST de IDONEIDAD**.

Siguiendo un orden lógico, una EAFI recibe un encargo de un Asesoramiento puntual sobre una Cartera de activos, se establece un **Perfil Inversor** mediante la cumplimentación de un **Test de Idoneidad**, se genera una **Recomendación de Inversión** en **Instrumentos Financieros** personalizada y acaba transformándose en un Asesoramiento Recurrente o no, en caso positivo se firma un **Contrato de Asesoramiento Financiero**, dicho contrato, sorprendentemente, hoy por hoy no es obligatorio, entre la EAFI y su cliente que devenga unos honorarios/comisiones. Toda esta actividad se halla **supervisada por la CNMV**.



3. Regulación del Sector EAFI

Existe una gran preocupación en el sector sobre el exceso de regulación y requisitos formales a los que están sometidas las EAFIs. Ello está suponiendo un freno a la expansión de esta figura, y generando unos costes y un consumo de tiempo que pone en peligro su propia viabilidad.

No hay que olvidar que numerosas EAFIs son personas físicas con una reducida estructura (también ocurre con algunas bajo la figura societaria), y que por tanto tienen que cubrir todos los campos de trabajo: captar y atender a los clientes, seguir los mercados, hacer informes, etc. Un exceso de cargas administrativas perjudica y afecta muy negativamente a lo realmente importante: el seguimiento de los mercados, la atención a los clientes y el buen asesoramiento.

A título enunciativo una EAFI está obligada a:

- Reporte estado SEAFI (Anual)
- Reporte estado T-3 (Anual)
- Reporte estado T-8
- Auditoría de Cuentas Anuales
- Auditoría de Prevención de Blanqueo de Capitales
- Auditoría de Cumplimiento Normativo
- Seguro de RC

Así mismo toda esta carga regulatoria implica un importante gasto en sistemas informáticos y auditores externos. Además a partir de 01/01/2015 se va a aplicar la nueva Circular de Tasas, lo que implica un nuevo coste adicional a la actividad.

3.1 Asociacionismo en un sector regulado

En España el Asesoramiento Financiero, hasta la transposición de MiFID en 2009 era una actividad de libre ejercicio, por lo que proliferaron diferentes asociaciones que pretendían abrogarse la representación de las personas que ejercían el asesoramiento financiero, tanto de forma en libre ejercicio, como de manera dependiente.

Una vez transpuesta MiFID al ordenamiento jurídico español, el Asesoramiento Financiero pasa a ser una actividad reservada y regulada que necesita autorización previa para su ejercicio y que se halla bajo supervisión del regulador, la CNMV. Sólo pueden ejercer esta actividad los Bancos y las Empresas de Servicios de Inversión - ESI (Sociedades de Valores, Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras). Al

mismo tiempo se crea una nueva ESI, las Empresas de Asesoramiento Financiero EAFIs cuyo objeto, único y exclusivo, es el asesoramiento financiero.

En el contexto apuntado hay diferentes asociaciones que intentan representar a los profesionales que se dedican al asesoramiento financiero, el Consejo General de Colegios de Economistas de España (que crea un registro el EAF - Economistas Asesores Financieros). Después nace ASEAFI, la asociación que engloba algunas EAFIs. EFPA nacida en 2002 también agrupa a asesores financieros dependientes e independientes, la banca tiene la AEB y las gestoras de fondos de inversión y de pensiones INVERCO. También hay algunas pequeñas asociaciones de ámbito local como AIF que agrupan a asesores de todo tipo, incluidos los financieros.

¡Tantas asociaciones, tanta regulación, pero en España continúa habiendo un altísimo nivel de intrusismo!

3.2 Relaciones con la Banca

Transcribimos literalmente las páginas 43 y 44 correspondiente a la relación de las EAFIs con la Banca Privada, extraídas de un estudio efectuado sobre la Banca Privada Española, organizado por Accenture y AFI en el que participaron numerosas entidades de la banca privada española y los servicios financieros. Las conclusiones son demoledoras.

3.2.1 La Banca Privada y el papel de las EAFI

La entrada en vigor de MiFID trajo el nacimiento de las empresas de asesoramiento financiero independiente (EAFI). En España se han constituido más de un centenar entre las que se detecta una enorme heterogeneidad: desde empresas unipersonales con antiguos ejecutivos del sector hasta otras que son parte de grupos potentes y diversificados. Ahora, la revisión regulatoria va a implicar grandes cambios en un sector muy joven, que todavía se encuentra en proceso de desarrollo y que, según la industria, aún necesita profesionalizarse.

El ejemplo de lo que ha ocurrido en otros países, como Gran Bretaña u Holanda, que han adelantado ese cambio augura, según el sector, un importante proceso de consolidación, porque el aumento de costes que supone cumplir los nuevos requerimientos va a provocar que muchas no puedan sobrevivir. Solo en **Gran Bretaña** se calcula una **reducción del 40%**.

El modelo de las EAFI genera controversia entre la Banca Privada. Para unos, la bandera de la independencia “es muy potente”, sobre todo, “cuando los resultados no

llegan en las entidades tradicionales”. Para otros, se trata de una etiqueta secundaria porque al inversor, lo que le preocupa, “son los resultados obtenidos y el servicio que se presta”. Además, ponen en entredicho esa independencia en el caso de las EAFI que, además del cobro directo del cliente, recurren al cobro de retrocesiones para poder mantenerse en el escenario actual, acercándose más así al papel de canal de distribución de entidades concretas. Otras lo que están haciendo es constituir agencias de valores, con lo que también se cuestionan posibles conflictos de intereses, aunque hay entidades que defienden que ese es un camino en las actuales circunstancias para consolidar aquellas EAFI que tengan un buen *track record*.

Estas circunstancias provocan que la relación entre ambos mundos vaya desde la colaboración -“convivencia”, se apunta desde alguna entidad más pequeña que defiende que “cuanta más gente haya en el mercado llevando un mensaje en una dirección, mejor nos va a ir a todos”- hasta el veto, en función de lo que las EAFI quieran traspasar el mandato del asesoramiento e intervenir en la gestión -sobre todo al hablar de SICAVs-.

Pese a ello, algunas entidades grandes consideran que el riesgo reputacional no compensa trabajar con empresas de este tipo, y han dejado de hacerlo. Otras, eliminan privilegios o tratos preferentes a clientes que se relacionan con la entidad a través de una EAFI -“en la medida en la que dejas de tener margen porque lo compartes con ella, puedes también dejar de considerarlo cliente de Banca Privada”-. Vuelven a apuntar a la inseguridad jurídica que generan los cambios del regulador como otro elemento desincentivador. Afirman que resulta “más interesante” el papel de los agentes como generadores de negocio para la Banca Privada, “porque pone en valor el asesoramiento de la propia casa”. Además, afirman que el hecho de que el cliente confíe la parte de asesoramiento a un tercero supone, en la práctica, cierta pérdida en la cadena de valor. Frente a esta idea, entidades extranjeras recuerdan que puede tratarse de otro modelo de negocio, que ya existe en Suiza o Luxemburgo, integrado en la parte de banco custodio, un modelo que alguna de las grandes entidades españolas ya tiene en cartera para trabajar con las EAFI.

En lo que sí coinciden todos, es en que conforme la nueva regulación se vaya acercando serán competencia directa -la propuesta de valor de ambos va a ser el asesoramiento-, aunque algunos se preguntan por la viabilidad del modelo de negocio de estas empresas, por su capacidad real de competir, con un tamaño medio pequeño, en la venta de servicios con los equipos de análisis de los grandes bancos. Frente a las EAFI, además, la banca cuenta con una mejor diversificación de ingresos vía tesorería, *broker* o gestión. “El reto”, dicen desde el otro lado, “está en ofrecer más credibilidad”.

Desde la Banca Privada se apunta a que donde pueden encontrar su sitio las EAFI, por estructura de costes, es en el nicho al que no va a poder atender por el elevado

coste de recursos. “Si se centra en lo que se tiene que centrar, que no es gestionar, sino asesorar, planificar y hacer *Asset Allocation*, necesitará menos recursos y podrá dar servicio a un tipo de cliente al que nosotros seguramente no podremos asesorar. Ahí está el futuro de la EAFI”.

Por su parte, lo que las grandes entidades de Banca Privada también pueden poner en marcha con la búsqueda de nuevos nichos que compensen la reducción de márgenes son, a semejanza de lo que ha ocurrido en Estados Unidos, plataformas de soporte tecnológico de las EAFI con las que generar valor añadido y salvaguardar su propio modelo de negocio, centrándose en los clientes que más les interesen.

Varias entidades, tanto internacionales como nacionales, aseguran que ya están trabajando en esa línea. Otras sugieren colaboraciones como contraparte del negocio para productos no habituales –oportunidades inmobiliarias, *private equity*, energías renovables...-, para aumentar las vías de distribución.

Sumario

La juventud del fenómeno EAFI hace que todavía no haya experimentado el inevitable proceso de consolidación, pero el aumento de costes que implica cumplir los requerimientos de la nueva regulación va a provocar que muchas no puedan continuar con el modelo actual.

Algunas entidades grandes consideran que el riesgo reputacional no compensa trabajar con la EAFI.

Forward

El papel de los agentes, como generadores de negocio para la Banca Privada, resulta más interesante que el de las EAFI para el sector porque pone en valor el asesoramiento de la propia casa.

4. Metodología empleada para la realización del Estudio

El estudio se basa en la siguiente información:

- Estadísticas de CNMV a 31 de diciembre de 2013.
- Cuentas anuales auditadas de las EAFI personas jurídicas consultadas en la página web de la CNMV (83 de las 91 EAFI personas jurídicas).
- Al no disponer de datos públicos en la CNMV de las EAFI personas físicas, se ha efectuado una encuesta a la que han respondido un total de 11 EAFI del total de 31, lo que nos da una muestra del 35%.

Por tanto, el estudio se realiza a 31/21/2013 sobre un total de 122 Empresas de Asesoramiento Financiero EAFIs, obteniendo los siguientes resultados segmentados:

31	Personas Físicas
65	Constituidas antes del 2013
18	Constituidas en 2013
83	EAFIs con datos en CNMV
8	EAFIs sin datos en CNMV
122	TOTAL EAFIs

Tabla 1



En la elaboración del informe se ha trabajado con los siguientes datos:

- Volumen de Facturación de los ejercicios 2012 y 2013
- Beneficios de los ejercicios 2012 y 2103
- Número de Empleados en 2012 y 2013

De estos datos básicos de han ido calculando diferentes ratios como medias, beneficio/facturación, facturación por empleado, beneficio por empleado, etc.

También se han ordenado las empresas por quintiles para poder efectuar un mayor y más detallado análisis.

Al mismo tiempo también se ha efectuado una segmentación y estudio detallado de las EAFIs con domicilio social en Madrid y Cataluña.

El objeto principal de este estudio de datos objetivos es conseguir definir qué es una EAFI-Media en el Mercado Español.

Al final se agrega al informe un documento de Francisco Álvarez Molina, Presidente de ETICA Patrimonios EAFI sobre el posicionamiento del sector EAFI en otros Países de Europa, con el título **“La situación actual de las EAFIs en Europa”**.

4.1 Principales Ratios EAFIs (Personas Jurídicas)

De la siguiente tabla, se deduce que cuatro EAFIs acumulan el 45,8% de la facturación del total de las 77 observadas, y el 65,5% de los resultados.

EAFIs con facturación declarada en 2013		77%
Total Facturación 2013		29.196.836 €
Total Beneficios 2013		6.118.144 €
Total Empleados		264
Total Facturación de las cuatro primeras	13.359.673 €	45,80%
Total Beneficios de las cuatro primeras	4.009.456 €	65,50%
Total Empleados de las cuatro primeras	95	36,00%

Tabla 2

Para realizar un estudio más homogéneo del sector se va a realizar el análisis sin tener en cuenta a dos de las EAFI con mayor facturación y/o con un servicio de asesoramiento más orientado a cliente institucional. (E.T.S. y Arcano).

<i>Sin considerar E.T.S. ni Arcano</i>	2013	2012	
Facturación media EAFIS	246.766,95 €	218.049,71 €	En base a 80 EAFIs
Beneficios media EAFIS	35.937,22 €	14.474,04 €	
Empleados media EAFIS	2,64	3,01	

Tabla 3

<i>Sin E.T.S., Arcano ni constituidas en '13</i>	2013	2013 sin Abante	
Facturación media EAFIS	271.285,18 €	273.296,40 €	En base a 71 EAFIs
Beneficios media EAFIS	43.037,23 €	47.821,82 €	
Empleados media EAFIS	3,53	3,35	

Tabla 4

Dada la dispersión que existe, aún eliminando del estudio dos de la EAFI que pueden distorsionar los resultados, se ha optado por realizar el análisis por quintiles, en función de la facturación:

<i>Sin considerar E.T.S. ni Arcano</i>	1r Quintil 2013	1r Quintil 2012	En base a 15 EAFIs
Facturación media EAFIS	834.555,94 €	545.529,45 €	
Beneficios media EAFIS	160.834,21 €	27.494,33 €	
Empleados media EAFIS	5,74	6,00	

Tabla 5

	2n Quintil 2013	2n Quintil 2012	En base a 15 EAFIs
Facturación media EAFIS	273.885,90 €	260.706,44 €	
Beneficios media EAFIS	34.772,19 €	708,61 €	
Empleados media EAFIS	3,48	3,21	

Tabla 6

4.1.1 Análisis por quintiles

2013	Facturación	Ratio Facturación	Beneficios	Ratio Beneficio	Empleados	Ratio Empleados
1º Quintil						
Facturación desde 446 mil euros	21.171.899,60	72,51%	5.488.956,42	89,72%	134	50,75%
Media del quintil	1.411.459,97	4,83%	365.930,43	5,98%	10	3,38%
2º Quintil						
Facturación desde 204 mil euros	4.512.355,38	15,45%	624.635,53	10,21%	52	19,75%
Media del quintil	300.823,69	1,03%	41.642,37	0,68%	3,5	1,32%
3º Quintil						
Facturación desde 103 mil euros	2.193.880,67	7,51%	275,32	0,00%	46	17,4%
Media del quintil	146.258,71	0,50%	18,35	0,00%	3	1,2%

2013	Facturación	Ratio Facturación	Beneficios	Ratio Beneficio	Empleados	Ratio Empleados
4º Quintil						
Facturación desde 36 mil euros	1.041.366,45	3,57%	26,42	0,00%	23,91	9,06%
Media del quintil	69.424,43	0,24%	1,76	0,00%	1,71	0,60%
5º Quintil						
Facturación desde 3 mil euros	274.143,23	0,94%	21.375,80	0,35%	8,00	3,03%
Media del quintil	18.276,22	0,06%	1.425,05	0,02%	0,53	0,20%
6º Quintil						
Facturación del Resto	3.190,97	0,01%	-17.124,68	-0,28%	0	0,00%
Media del quintil	455,85	0,00%	-2.446,38	-0,04%	0	0,00%

Tabla 7

4.2 Principales Ratios EAFIs (Personas Físicas)

Datos: 2013: 11 EAFI PF (5 sin actividad en 2012)

2012: 6 EAFI

11 EAFIs	2013			2012		
	INGRESOS	RESULTADO PERSONAL		INGRESOS	RESULTADO PERSONAL	
Total	261.230,93	133.746,23	11	135.813,02	66.745,74	6
Media	23.748,27	12.158,75	1	27.162,60	13.349,15	1
Desviación típica	29.823,00	24.831,82	0	29.301,17	27.126,21	0

Eliminando colas (1 >100,000 y 4 <10,000)

6 EAFI	2013			2012		
	INGRESOS	RESULTADO PERSONAL		INGRESOS	RESULTADO PERSONAL	
Total	135.781,44	51.529,64	6	51.338,76	8.760,71	4
Media	22.630,24	8.588,27	1	17.112,92	2.920,24	1
Desviación típica	8.184,49	11.489,81	0	7.258,24	18.455,27	0

4.3 Distribución territorial en España y peso sobre el total (a 30/06/2014)

Madrid y alrededores	63	48%
Cataluña	29	22%
Comunidad Valenciana	10	8%
País Vasco, Asturias y Navarra	12	9%
Canarias y Ceuta	6	5%
Galicia, León, Salamanca	5	4%
Albacete y Murcia	3	2%
Andalucía	3	2%
Baleares	1	1%
	132	100%

4.4 Análisis EAFIs MADRID y CATALUÑA (Personas Jurídicas)

Dado el peso específico de estas dos Comunidades hemos realizado un análisis regional de las EAFIs allí ubicadas. El objetivo es centrar e intentar conocer que es una EAFI-media.

Datos Generales:

EAFIs Madrid '13		
Facturación	22.109.168,45 €	75,72%
Beneficios	4.796.574,57 €	78,40%
Empleados	176,12	66,70%

EAFIs Catalunya '13		
Facturación	4.458.697,00 €	15,27%
Beneficios	823.951,00 €	13,47%
Empleados	48	18,18%

En el análisis de estos datos, en el caso de las de **Madrid** hay que profundizar mucho más, por tanto se han efectuado más ratios.

<i>Sin E.T.S. ni Arcano</i>	2013	2012	En base a 36 EAFIs
Facturación media EAFIs	351.491,35 €	287.937,60 €	
Beneficios media EAFIs	43.150,20 €	21.120,77 €	
Empleados media EAFIs	3,42	3,50	

<i>Sin E.T.S. Arcano y sin 2013</i>	2013	2013 sin Abante	En base a 12 EAFIs
Facturación media EAFIs	393.436,14 €	401.917,95 €	
Beneficios media EAFIs	49.081,21 €	60.080,09 €	
Empleados media E EAFIs	3,79	3,49	

Sobre estos datos podemos concluir que la EAFI media de Madrid es superior en cuanto a facturación respecto a una EAFI media catalana con una facturación sobre los 297.000 euros (sin considerar las constituidas en 2013). Por otro lado, la EAFI media catalana aporta un beneficio mayor, 54.930 euros; y da empleo a 3,2 empleados de promedio.

4.5 Datos CNMV a 31/12/2013

NÚMERO DE CONTRATOS, PATRIMONIOS ASESORADOS y FACTURACIÓN

Nº Clientes Minoristas	3.738	4.991.653 €
Nº Clientes Profesionales	235	3.947.782 €
Nº Otros	29	8.690.646 €
Facturación Total Sector		33.273.000 €

4.6 Primeras conclusiones sobre los datos

- ✓ Nos hallamos ante un sector que tiene cinco años de vida, en pleno desarrollo.
- ✓ La EAFI media, persona jurídica, se trata de una microempresa que en 2013 factura 271.285,18 €, obtiene unos beneficios de 47.027,33 € y da empleo a 3,53 empleados.
- ✓ Las EAFIs con facturación superior a 446.000 euros (primer quintil) que suponen el 18% del total, acumulan el 72,51% de la facturación de las EAFIs, el 89,72% de los beneficios y el 50,74% de los empleados.
- ✓ Existe una gran dispersión entre las EAFIs, solo 24 de las 82 empresas analizadas están por encima de la media, debido posiblemente al tipo de servicio que prestan, el tipo de cliente al que se presta el servicio y a su antigüedad en este sector.
- ✓ Por el contrario, 23 de las 82 EAFIs analizadas han facturado en 2013 menos de 30.000 euros, con unos beneficios acumulados de algo más de 5.000 euros.
- ✓ En este sector se ha dado cabida a empresas que no desarrollan la labor de EAFI tal y como se ha descrito en el inicio de este documento; por ello se puede hallar una sola que aporta el 26,3% a la facturación global del sector, el 53,3% del beneficio y el 15,53% de empleados.

5. Algunas paradojas sobre la regulación actual de las EAFIS

5.1 Test de Idoneidad: Conocer al Cliente y definir el Perfil Inversor

Según el Manual de la CNMV, indicado más arriba: el objeto del Test es la obtención de la información necesaria de los clientes de la EAFI para determinar razonablemente que las recomendaciones de inversión cumplen los siguientes requisitos:

- Responden a los objetivos de inversión del cliente.
- Son de naturaleza tal que el cliente puede asumir, desde el punto de vista financiero, cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión.
- Son de naturaleza tal que el cliente cuente con los conocimientos y experiencias necesarias para comprender los riesgos que implican.

No hay un modelo estandarizado de Test de Idoneidad, la CNMV facilita unas preguntas mínimas que ha de tener el referido test. Dado esto, en la práctica resulta que cada ESI establece el algoritmo que considera conveniente para ponderar el peso de cada pregunta para llegar al resultado final del Perfil Inversor.

Al mismo tiempo la CNMV permite que cada ESI defina los perfiles de riesgo que considere necesarios y convenientes en su Entidad, con un máximo de 10 categorías.

Esto nos lleva a la paradoja siguiente: una misma persona se perfila en 5 Entidades diferentes y con seguridad tiene asignados diferentes perfiles de inversor, lo que puede provocar diferentes recomendaciones adaptadas a su tolerancia al riesgo.

5.2 Recomendación de inversión en Instrumentos financieros

Toda recomendación efectuada a un cliente de la EAFI ha de ser debidamente registrada en el Libro Registro de Recomendaciones, con indicación del Instrumento, Código ISIN, Tipo de Instrumento, Divisa, Vinculación, **Clasificación y Calificación de Riesgo**, etc., para, posteriormente, al final del ejercicio, reportar a la CNMV mediante estado T8 Detalle de instrumentos recomendados a clientes.

Creemos que es importante remarcar este capítulo, **Clasificación y Calificación de Riesgo**.

Cada ESI, debe calificar y clasificar el nivel de riesgo de cada instrumento en función de un código de cuatro dígitos:

- Los dos primeros dígitos: corresponden al nivel de riesgo asignado por la entidad a un instrumento financiero concreto traduciéndolo en una escala de 1 a 20 ordenadas de menor a mayor riesgo.
- El tercer y cuarto dígito corresponderán al nivel máximo de riesgo utilizado por la entidad.

Como se puede ver, cada ESI puede calificar y clasificar de manera diferente el mismo instrumento financiero ya que esta calificación es del todo subjetiva. A modo de ejemplos me pregunto:

- En el mes de Julio del 2012 ¿cómo clasificaría Vd. la inversión en un Bono Español a 10 años?
- Un derivado de un índice o de una acción, actuando en la cartera como cobertura, ¿tiene la misma calificación de riesgo que el mismo derivado utilizado para especular con apalancamiento?
- ¿Un bono de un País Emergente con mejor calificación crediticia que el del Reino de España, tiene mayor o menor riesgo que éste?

6. ¿Se protege realmente al pequeño Inversor? *(Revista EAFI Informe N°8, artículo de Cristóbal Amorós)*

Tras las convulsiones y fraudes vividos en los mercados financieros, especialmente a partir de 2008, se inició una feroz carrera por parte de los poderes públicos, reguladores y administraciones, para legislar exhaustivamente con el objetivo de evitar en el futuro hechos parecidos.

La mala práctica de numerosas entidades, la proliferación de productos tóxicos o cuando menos complejos, su venta de forma indiscriminada y engañosa a pequeños inversores, etc., se unió a un considerable número de fraudes y estafas, algunos con efectos transnacionales.

Fallos en la legislación y en la supervisión, así como en el sistema sancionador (que dejaba en muchas ocasiones sin castigo a los culpables), ayudaron en cierta forma a la proliferación de este tipo de situaciones, con gravísimo perjuicio para los inversores, especialmente los más pequeños.

No podemos decir que antes de 2008 no hubiera normas ni controles sobre los mercados financieros, ni mucho menos, pero sí es cierto que había cierta permisividad, cuando no “conflictos de interés” entre los reguladores, las autoridades y las propias entidades. Y esto permitió poner en el mercado productos como las participaciones preferentes y algunos productos estructurados, entre otros, con el daño que todos conocemos.

Y también se ha consentido, por parte de las distintas autoridades, determinadas actuaciones abusivas de los Directivos y Consejeros de entidades financieras (básicamente Cajas de Ahorro), que las han llevado a la ruina y de las que se han llevado jugosas y desproporcionadas indemnizaciones.

La respuesta social, medida en el desencanto y en la falta de confianza en el sistema, ha generado una enorme preocupación que se refleja en las medidas y en las leyes que se han venido promulgando.

En definitiva, se percibe un sentimiento de “culpabilidad” o responsabilidad general sobre todo lo ocurrido, lo que ha producido un efecto péndulo, para intentar regular y controlar exhaustivamente todo lo relativo a las inversiones y los mercados financieros.

Y nos encontramos en una situación en la que:

- 1) Hay una proliferación de normas, a todos los niveles, que podemos calificar de exagerada y posiblemente peligrosa.

- 2) Las mismas entidades financieras y las gestoras están desbordadas, dedicando una gran cantidad de tiempo y recursos a implementar nuevos sistemas de control y gestión. Algunos de ellos son procedentes y tienen su razón de ser, pero muchos otros son de dudosa utilidad. Y el coste económico es cuantioso, obligando a muchas firmas a fusionarse o incluso desaparecer.
- 3) La pretendida protección del inversor se ve cuestionada, ya que se le exige firmar gran número de documentos, folletos y formularios (KIID, Test de idoneidad, etc.) que en numerosas ocasiones no lee ni entiende. El exceso de documentación es tan pernicioso como la falta de ella. Por ello habría que buscar un esquema sencillo donde el pequeño inversor estuviera de verdad protegido:
 - a) Formulando un Test de idoneidad con preguntas lógicas que permitiera al gestor/asesor a ayudar a definir bien el perfil de riesgo del inversor.
 - b) Firmando un documento sencillo, que de forma reducida (1 página) definiera la naturaleza del producto, y su consideración en cuanto a su riesgo, liquidez, etc. De forma que, entendiéndolo el cliente, pudiera asumir la responsabilidad de su decisión. Firmar decenas de páginas por suscribir varios fondos de inversión, así como los diferentes “disclaimers” que con frecuencia se presentan, sólo protege a la entidad y al supervisor.
 - c) Fomentar la figura del asesor, y en concreto la figura de la EAFI. Es un hecho reconocido en el sector que su desarrollo ha sido hasta la fecha poco significativo, y el número de EAFIs es irrelevante en comparación con los países de nuestro entorno. El exceso de requisitos y regulación, a los que también está sometido, ha frenado la incorporación de nuevos asesores, e incluso la desaparición de algunos de ellos.
- 4) Para fomentar y ofrecer un buen asesoramiento se hace necesario no sólo crear unas normas estrictas (y a ser posible no excesivamente complejas), sino educar en los distintos ámbitos a los futuros profesionales y asesores, fijando unas rigurosas normas éticas, y estableciendo un régimen sancionador duro y con la voluntad de aplicarlo.
- 5) Un tema que se viene debatiendo desde hace ya años, y que ha sido muy cuestionado, es el de las retrocesiones a favor de terceros. En este punto conviene hacer una observación: ningún extremo es bueno. La existencia, de forma razonable y transparente de estas retrocesiones, permite reducir el coste que el asesor aplicaría al cliente. Y esta forma de operar, que actualmente es la que vienen aplicando todas las entidades a través de las plataformas, permite al pequeño inversor acceder a todo tipo de productos de inversión con numerosas gestoras.

7. Fiscalidad para los clientes de las EAFIs

Los honorarios en concepto de Asesoramiento Financiero de las EAFIs habrían de ser Deducibles en el IRPF de los Rendimientos de Capital Mobiliario/Ganancias Patrimoniales.

Se puede argumentar sobre la base de:

Principio de no discriminación:

- *Por tipo de contribuyente:* Las personas jurídicas sí pueden deducir los gastos de asesoramiento financiero en el impuesto sobre sociedades al ser un gasto que cumple los requisitos de deducibilidad.
- *Por neutralidad en la forma de inversión:* En las IIC (fondos de inversión, SICAV), el contribuyente, sea persona física o jurídica, tributa por la ganancia neta (deducidos todos los costes, entre ellos los de gestión y de asesoramiento). En una cartera de valores directos (acciones, bonos, etc.), los costes de gestión y de asesoramiento no resultan deducibles por ahora en el IRPF, por lo que se tributa por el rendimiento o ganancia brutos.

Protección del inversor minorista:

- Las prácticas de mala o inadecuada comercialización de productos de inversión se concentran, por lo general, en el inversor minorista. Las EAFI, principalmente, asesoran al inversor minorista y deben de contribuir eficazmente a la limitación de estas malas prácticas por los comercializadores, reduciendo el número de conflictos y reclamaciones.
- El inversor minorista es reacio a asumir el coste directo del asesoramiento (que en este caso supone un mayor esfuerzo al ser gravado por el IVA que el inversor minorista, como cliente final, soporta y no puede repercutir), por lo que la deducibilidad en IRPF mejoraría la disposición a contratar asesoramiento independiente.
- El incremento de clientes asesorados por las EAFI puede implicar mayor recaudación por IVA, así como por las tasas previstas en la Ley de Tasas de la CNMV, actualmente ya aprobada y de aplicación a partir del 01/01/2015. En ese sentido, la posible deducibilidad en IRPF apenas tendría impacto en la recaudación total y permitiría consolidar al sector, mejorar el asesoramiento y reducir la conflictividad en las reclamaciones.

Consolidación de las EAFIs:

- La medida sería un apoyo para la generalización del asesoramiento financiero entre los clientes minoristas y permitiría el crecimiento de la base de clientes de las EAFIs y el número de entidades.

8. La situación actual de las EAFI en Europa *(Revista EAFI Informe N°6, artículo de Francisco Álvarez Molina)*

Introducción

La asesoría financiera en general, y la asesoría financiera independiente en particular, no tienen en Europa una tendencia clara y coherente, a pesar de la MiFID. Ello se refleja en las diferentes transposiciones que finalmente se han hecho de la MiFID en las legislaciones de los países europeos y en la existencia de asociaciones diferentes y variadas que siguen reagrupando a todo tipo de asesor financiero (productos bancarios, bursátiles y del sector seguros), habiendo creado en su seno un compartimento específico para agrupar a los asesores financieros independientes. Esta mezcla de asesores financieros, sean independientes o no, se refleja también en la FECIF (www.fecif.eu), asociación europea reconocida como interlocutor en Bruselas, que reagrupa a la mayoría de asociaciones de la UE, y en la CIFA (www.cifango.org), fundación sin ánimo de lucro con sede en Ginebra de la que forma parte la FECIF y que reagrupa a asociaciones de otros continentes.

En cuanto a países la referencia del sector en Europa sigue siendo Inglaterra, y se considera que Francia es el país en el que se ha llevado más lejos la colaboración entre el organismo supervisor y las asociaciones de asesores financieros. Por ello, este documento se centra en describir la situación en estos dos países.

Advertencia

Como sabemos el término IFA, acuñado por los ingleses, hacía referencia exclusiva a los asesores financieros independientes, pero hoy en día se utiliza en Europa a menudo como sigla para hablar de asesores financieros en general.

Inglaterra

El término IFA designaba a los asesores que trabajaban de una forma independiente para sus clientes sin comercializar productos ni representar ni tener en su accionariado a ninguna entidad financiera creadora o comercializadora de productos. En 1988 el gobierno inglés introdujo la diferencia entre asesor afecto a una entidad financiera y asesor no afecto a ninguna entidad financiera...es decir independiente.

A finales de 2012 la FSA adoptó y publicó el documento conocido por la sigla RDR (Retail Distribution Review) que actualizaba el estatus de los asesores financieros y aportaba otras modificaciones. La RDR confirmó la división de los IFA en dos grupos, los llamados “restricted” y los independientes. Para ser declarado independiente el IFA no puede percibir ninguna comisión de ninguna entidad, es decir solo puede cobrar por la asesoría. Este es el tema que todavía está en discusión en la UE para introducirlo en la “nueva MiFID”. Esta medida no se aplica para productos de renta fija, ni para pólizas de seguro, ni para préstamos.

Los IFA, regulados por la FSA, pueden ser personas físicas o jurídicas, y su asesoría puede cubrir no solamente los productos financieros de inversión “clásicos” si no también productos del sector seguros, préstamos...y hasta asesoría legal y fiscal...es decir que no se hace la diferencia que se ha hecho en España entre asesoría financiera, corredores de seguros, facilitadores de créditos, etc.

En lo que concierne las personas físicas que deseen ser IFA, y las personas que trabajen para un IFA persona jurídica, dichas personas deben estar registradas en la FSA y tener la apropiada formación que en Inglaterra se denomina nivel 4. El nivel 4 correspondería en España a haber aprobado el primer año de una carrera universitaria. Además la FSA exige que se demuestre que el IFA ha firmado un código ético y que asiste a actividades formativas todos los años.

Finalmente indicar que los IFA personas físicas que tomen la decisión de formar parte de una asociación de IFA reconocida y aceptada por la FSA, se encontrarán bajo la supervisión de la asociación, asociación que se hace responsable de que el IFA persona física respete la legislación vigente. Esto quiere decir que la FSA otorga a las asociaciones un cierto papel de co-regulación.

Dada la importancia que el papel de los IFA tienen en Inglaterra la FSA se gasta mucho dinero en organizar actos y publicar documentos que permitan a los ingleses conocer las funciones de estos actores de servicios financieros. Dada la amplia gama de servicios que los IFA pueden ofrecer en Inglaterra existen varias asociaciones, siendo APFA (www.apfa.net) la más representativa. En función de lo anteriormente descrito no es fácil dar una cifra de IFA ingleses que sean independientes. El Financial Times estima que en 2013 hay unos 10.000, y que su número ha bajado debido a las nuevas exigencias de la FSA, exigencias descritas en el documento RDR citado anteriormente.

Francia

No existen asociaciones exclusivas de EAFI, existen tres asociaciones de asesores financieros generalistas, y las que se han adherido a la MiFID han tenido que crear un compartimento específico para acoger a los denominados CFI (Conseillers Financiers Indépendants). La asociación más importante es ANACOFI que representa a 4.500 CFI.

Las asociaciones con compartimento CFI están supervisadas por la AMF y para ser autorizadas deben someter a la AMF sus estatutos así como el conjunto de procedimientos y de documentos que van a utilizar para controlar a los CFI.

Todo CFI, persona física o jurídica, debe pertenecer a una asociación, y son las asociaciones las encargadas de verificar que los CFI cumplen con las normas que el regulador impone tras la transposición de la MiFID a la ley bursátil francesa. De hecho son las asociaciones las que inscriben o radian a los CFI, comunicándolo a la AMF, y

por ende son ellas las que gestionan el registro de los CFI. En el caso de radiación la AMF es la única habilitada a sancionar.

Aunque la AMF se reserva el derecho de poder solicitar información a las asociaciones en cualquier momento estas deben presentar una vez al año una memoria de sus actividades.

Lo anteriormente descrito muestra que en Francia existe una cosupervisión estructurada en dos niveles: L'AMF supervisa a las asociaciones, y las asociaciones supervisan a los CFI. Las asociaciones francesas afirman que, con esta estructura, el intrusismo está prácticamente erradicado, y que la responsabilidad que se les ha otorgado ha flexibilizado, mejorado, y simplificado, todo lo que concierne la información que regularmente los CFI deben dar. De hecho las asociaciones han creado servicios que permiten que los CFI tengan que dedicar muy poco tiempo a las actividades administrativas ligadas a la supervisión.

En función de la eficacia que está demostrando la estructura de co-regulación se ha creado un grupo de trabajo AMF-Asociaciones cuyo objetivo es determinar qué otras funciones de supervisión podrían asumir las asociaciones, sabiendo que serían remuneradas por dichas funciones.

Como en Inglaterra los CFI deben demostrar un nivel de formación y de experiencia, pero también que actualizan sus conocimientos regularmente asistiendo a cursos o conferencias. Son también las asociaciones las que han creado servicios de formación. En realidad las asociaciones proponen todos los servicios que los CFI necesitan.

La AMF, además de haber elaborado y difundido varios documentos sobre los aspectos de asesoría ligados a los CFI, organiza regularmente actos en toda Francia para informar sobre lo que representa esta figura en el sector de servicios financieros. También participa, financiándolos eventualmente, en los actos organizados por las asociaciones.

Comentario final

Según la FECIF en Alemania, Italia y Bélgica existen también aspectos de cosupervisión, aunque no tan amplios como en Francia. Por ejemplo en Bélgica se da mucha importancia a la experiencia y formación de las EAFI y es el organismo supervisor equivalente a la CNMV el que controla directamente ese aspecto.

9. CONCLUSIONES FINALES

- Esto evidencia que numerosas EAFIs (personas físicas y personas jurídicas) tienen una reducida estructura, y que por tanto tienen que cubrir todos los campos de trabajo: captar y atender a los clientes, seguir los mercados, hacer informes, etc. Un exceso de cargas administrativas perjudica y afecta muy negativamente a lo realmente importante: el seguimiento de los mercados, la atención a los clientes y el buen asesoramiento.
- A la vista de los datos objetivos obtenidos la primera conclusión a la que se puede llegar es que la mayor parte de las EAFIS en España son “micropymes” dentro de un entorno altamente regulado.
- La EAFI media, persona física, se trata de una persona autoempleada que factura 22.630 € y que obtiene unos beneficios de 8.588,27 €.
- Al no haber una definición clara de lo que es Asesoramiento Financiero dentro del sector hay multitud de formas de negocio y maneras de enfocar el mismo.
- Al ser las EAFIS consideradas una Empresa de Servicios de Inversión (ESI), sin una normativa específica, hace difícil el crecimiento de esta figura en España, en comparación con otros Países de Europa, por ejemplo Francia que tiene más de 4.500 EAFIS.
- Otra consecuencia de no tener una normativa específica para las EAFIs, toda norma invoca al “*Principio de Proporcionalidad*”, pero no es concreto ni objetivo la aplicación de este principio y queda sujeto al arbitrio del supervisor.
- Existe una gran preocupación en el sector sobre el exceso de regulación y requisitos formales a los que están sometidas las EAFIs. Ello está suponiendo un freno a la expansión de esta figura, y generando unos costes y un consumo de tiempo que pone en peligro su propia viabilidad.
- Al ser complicado regularizarse, hay multitud de figuras que ejercen el asesoramiento financiero de manera totalmente “intrusa”. Así mismo el regulador, por falta de medios, no ejerce una gran presión sobre el intrusismo.
- A esto se añade otros profesionales que realizan esta actividad de forma accesoria (o al menos así lo indican), que prestan el servicio de asesoramiento a clientes sin ningún tipo de cortapisa, e incluso con más atribuciones que las propias EAFI (por ejemplo estando apoderados por los propios clientes, es decir realizan una gestión encubierta).

- Los asesores que actúan al margen de la legalidad suponen una competencia grande para las EAFI, llegando en ocasiones a “robarles” clientes (menor coste, mayores servicios al cliente por ejemplo apertura de cuentas, tramitación de órdenes,...)
- En este sector se ha dado cabida a Empresas que no desarrollan la labor de EAFI tal y como se ha descrito.
- También hay EAFIs que se ubican dentro del sector, pero pertenecen a grupos con intereses y actividades diversas en el Sector de los Servicios Financieros.
- El cobro de tasas por cliente puede motivar que las EAFI prescindan de dar asesoramiento al cliente minorista de menor patrimonio (y, por ende, de menor ingreso) dado que el coste medio por cliente en el caso de menos de 25 clientes (recordemos que el promedio se sitúa en 31 clientes por EAFI) supone una merma muy importante del ingreso medio que se puede obtener. Esto podría llevar a la contradicción de que el cliente que necesita más el asesoramiento (la CNMV conoce los casos de mala comercialización de preferentes, estructurados, etc. que se han llevado a cabo precisamente en este segmento de inversores) se vea expulsado del mismo por razones económicas de viabilidad empresarial. Según la información estadística de CNMV, los clientes minoristas de menos de 600.000 euros de patrimonio suponen el 68,5% del total de clientes asesorados por las EAFIs.