

Claves para entender qué es y en qué consiste esta función a la luz de la nueva regulación

EL ASESORAMIENTO COMO SERVICIO DE INVERSIÓN



Con la entrada en vigor de la Ley 47/2007, de modificación de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de Empresas de Servicios de Inversión, el asesoramiento en materia de inversión ha pasado de ser considerado un servicio auxiliar, complementario a los servicios de inversión, a adquirir la categoría de servicio de inversión. La nueva regulación impone mayores obligaciones y requisitos para la prestación de este servicio, lo que redundará, previsiblemente, en un aumento de su calidad, y en una mayor protección de los inversores. Sin embargo, en la práctica su prestación en las condiciones que marca la Ley no está exenta de controversias y sujeta a posibles conflictos que han de ser tenidos en cuenta. ¿En qué consiste hoy el asesoramiento financiero? ¿Quién lo puede prestar? ¿A quienes se les puede ofrecer? ¿Cómo distinguirlo de las tareas de comercialización de las entidades financieras? A estas y otras cuestiones trata de responder este artículo realizado por dos abogadas de primer nivel especializadas en la materia.



GLORIA HERNÁNDEZ ALER Y ANA NARDIZ CREUS
DIRECTORA Y ABOGADA ASOCIADA DEL DEPARTAMENTO DE
DERECHO FINANCIERO DE DELOITTE

El asesoramiento en cuestiones de inversión es una de las materias que ha sufrido cambios sustanciales con la transposición en España de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (en adelante, MiFID), a través de la Ley 47/2007, de modificación de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) y el Real Decreto 217/2008, de Empresas de Servicios de Inversión (en adelante, Real Decreto).

El asesoramiento en materia de inversión ha pasado de ser considerado un servicio auxiliar, complementario a los servicios de inversión, a adquirir la categoría de servicio de inversión. Adicionalmente, la MiFID considera el asesoramiento como un servicio especialmente relevante o sensible a los efectos de la protección del inversor, de for-

ma que, se podría decir, lo eleva al rango de servicio de inversión de “primer nivel”. En efecto, la nueva regulación impone mayores obligaciones y requisitos para la prestación de este servicio, lo que redundará, previsiblemente, en un aumento de su calidad, y en una mayor protección de los inversores.

El cambio de consideración y rango del asesoramiento financiero trae consigo dos consecuencias principales:

- i) la incorporación de una nueva categoría de empresa de servicio de inversión, las Empresas de Asesoramiento Financiero (en adelante, EAFIs), y
- ii) el establecimiento de nuevas normas de conducta y deberes de información que han de cumplir las empresas que presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión.

TABLA 1. ACTIVIDADES QUE PUEDEN LLEVAR A CABO LAS ESIS EXISTENTES EN LA ACTUALIDAD EN NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO

ACTIVIDAD	EAFI	S.G.C (1)	A.V. (2)	S.V. (3)	E.C. (4)
Recepción, ejecución de órdenes por cuenta de terceros	X	X	✓	✓	✓
Negociación por cuenta propia	X	X	X	✓	✓
Gestión carteras según mandato de inversores	X	✓	✓	✓	✓
Realización de ofertas públicas de venta o suscripción o la admisión a negociación	X	X	✓	✓	✓
Aseguramiento	X	X	X	✓	✓
Depósito y administración de instrumentos financieros	X	X	✓	✓	✓
Concesión de créditos y préstamos a inversores.	X	X	X	✓	✓
Asesoramiento a empresas e inversores	✓	✓	✓	✓	✓

(1) Sociedad Gestora de Valores. (2) Agencia de Valores. (3) Sociedad de Valores. (4) Entidades de Crédito

¿QUÉ SE ENTIENDE POR ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN?

Se entiende por asesoramiento en materia de inversión la formulación de recomendaciones de inversión personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros (artículo 63.1.g de la LMV).

Para que el asesoramiento se encuadre dentro del concepto legal de asesoramiento en materia de inversión, han de concurrir los siguientes requisitos: (i) ser individualizado, esto es, realizarse a una persona en su calidad de inversor o posible inversor o en calidad de representante o apoderado del mismo; (ii) ser personalizado, es decir, presentarse como conveniente para esa persona o basarse en una consideración de sus circunstancias personales y (iii) ser concreto, esto es, ha de constituir una recomendación concreta para realizar una operación determinada, ejercitar o no ejercitar cualquier derecho conferido en un instrumento financiero: comprar, vender, suscribir un instrumento financiero, etc.

Con carácter general, el prototipo de asesoramiento es aquel que se realiza a clientes, normalmente con patrimonios elevados -principalmente, clientes de Banca Privada y Personal- que contratan con una entidad este servicio respecto de una determinada cartera o segmento de su patrimonio. Habitualmente la entidad celebra un contrato de asesoramiento con sus clientes y, en ocasiones, se pacta una retribución basada en el “performance” de la cartera asesorada, lo que exige una cierta conexión o seguimiento en la composición de esa cartera. Sin embargo, desde una perspectiva legal, el asesoramiento es, curiosamente, el único servicio de inversión que no ha de estar necesariamente formalizado en un contrato con los clientes minoristas, lo que pone de manifiesto que nos podemos encontrar ante situaciones de asesoramiento sin cober-

Se entiende por asesoramiento en materia de inversión la formulación de recomendaciones de inversión personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros

tura contractual, distintas de la que hemos calificado como situación tipo. De aquí que surja la necesidad práctica de establecer algún criterio, dentro de las entidades, que permita delimitar operativamente a qué clientes se les va a prestar el servicio de asesoramiento y a cuales no. Las entidades, a estos efectos, han procedido a segmentar a sus clientes y a delimitar qué grupos serán destinatarios de los servicios de asesoramiento.

¿QUÉ ACTIVIDADES QUEDAN FUERA DEL ASESORAMIENTO EN MATERIA DE INVERSIÓN?

Caen claramente fuera del concepto de asesoramiento en materia de inversión, al

no concurrir los requisitos antes enumerados: (i) las recomendaciones realizadas con carácter general y no individualizadas; (ii) las recomendaciones que se divulgan exclusivamente a través de canales de distribución al público -televisión, radio, etc.-; (iii) las actividades publicitarias y de marketing tendentes a la captación de clientes y (iv) el análisis.

En los planes de adaptación a la MiFID y, en particular, en la elaboración de los manuales de comercialización de las entidades, se han delimitado determinadas actuaciones que, suponiendo un trato personalizado de sus clientes, no se encuadrarán en el concepto de asesoramiento en materia de inversión. Entre estas actuaciones pueden mencionarse:

- Explicar a un cliente o potencial cliente la estructura, características, riesgos, posibles beneficios o, en general, los términos y condiciones de un instrumento financiero.
- La comparación de un instrumento financiero con otro similar para comparar rendimientos o el “performance” de los mismos.
- Valoraciones de inversiones para las que no existe mercado para un cliente.
- Elaboración de una oferta a un cliente o potencial cliente para la compra o venta

EL ASESORAMIENTO CÓMO SERVICIO DE INVERSIÓN...

EL PUNTO DE VISTA DE LAS ENTIDADES QUE LO PRESTAN**RENTA 4****Jesús Sánchez Quiñones** - DIRECTOR GENERAL.

La aplicación de la normativa MiFID al ordenamiento jurídico español ha supuesto cambios sustanciales en lo que se refiere a la prestación del servicio de asesoramiento financiero en materia de inversión. ¿Cuáles son en su opinión las implicaciones fundamentales de este nuevo tratamiento normativo para los inversores?

Desde el punto de vista de los inversores, la implicación más relevante se centra en el tipo de información a solicitar o recibir por parte de los mismos. La nueva regulación permitirá un mejor flujo de información desde la entidad a los clientes, recibiendo éstos un servicio de asesoramiento acorde con sus conocimientos, experiencia, objetivos y situación financiera (test de idoneidad). De esta manera las entidades sólo ofertarán a los inversores productos considerados idóneos de acuerdo con las características particulares del cliente. Asimismo estarán mejor informados sobre los riesgos y la operativa de los servicios e instrumentos financieros.

¿Y para las entidades que prestan estos servicios?

La principal novedad que incorpora la MiFID para las entidades incluidas en su ámbito de aplicación, es la regulación de la obligación de elaborar un test de idoneidad en el servicio de asesoramiento de inversiones, con el objetivo de aumentar la protección de los inversores y de establecer una serie de criterios para que los servicios de inversión prestados al cliente se adecuen a sus necesidades. Esto obligará a catalogar los distintos productos y servicios de inversión para adecuarlos a los diferentes inversores.

La nueva regulación de la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión persigue proteger mejor los intereses de los inversores. ¿Considera que desde un punto de vista práctico esto va a ser así?

La nueva regulación debiera de proteger mejor tales intereses, al mejorar e incrementar la información tanto del cliente como de la propia entidad. Aunque a los inversores sólo se les ofrecerán productos ajustados a su test de idoneidad, resulta difícil calibrar el impacto de la mejora, ya que el propio test de idoneidad pudiera ser un mecanismo de cobertura sólo para la entidad. Es por ello que los inversores deben asumir un papel activo a la hora de calibrar la información remitida por las entidades y facilitar la información de idoneidad del inversor a las mismas, no omitiendo datos que pudieran distorsionar la prestación de este servicio.

Desde su experiencia, ¿cree usted que los inversores están preparados para recibir estos servicios y dispuestos a pagar por ellos?

Sin duda los servicios de asesoramiento y tal y como vienen contemplados en la normativa suponen una novedad en el mercado español. En los países anglosajones están muy acostumbrados a utilizar este tipo de servicios y a pagar por ellos.

A día de hoy, el número de clientes dispuestos a pagar por este tipo de servicios es muy reducido, aunque creciente.

Indiscutiblemente la prestación de servicios de asesoramiento financiero obliga a disfrutar de la confianza de los clientes. ¿Cree que los inversores confían en sus asesores aunque haya zonas de conflicto, como en el caso de las retrocesiones o rebates, para las que no hay una solución óptima?

Este servicio pondrá de manifiesto la diferencia de aquellas entidades que ofrecen servicios respecto de aquellas que sólo venden productos. No todas las entidades serán merecedoras de la confianza de los clientes. La propia experiencia de los clientes será la que determine que entidades solucionan adecuadamente los conflictos de interés y cuales no.

¿Consideran que los inversores conocen sus nuevos derechos en este terreno? ¿De quién es responsabilidad la información masiva de los nuevos procedimientos: del regulador o de las propias entidades que prestan el servicio?

Como cualquier novedad normativa que afecte a los clientes, la responsabilidad es compartida. Es en interés de todos el difundir adecuadamente las novedades y los nuevos procedimientos. En un primer momento el cliente puede considerarlos como burocracia, pero bien explicado podrá percibir los beneficios de los mismos. ▀

ALTAE BANCO PRIVADO**Rafael Fernández Campos** - DIRECTOR FINANCIERO.

La aplicación de la normativa MiFID al ordenamiento jurídico español ha supuesto cambios sustanciales en lo que se refiere a la prestación del servicio de asesoramiento financiero en materia de inversión. ¿Cuáles son en su opinión las implicaciones fundamentales de este nuevo tratamiento normativo para los inversores?

De forma genérica se puede afirmar que la nueva normativa supone una mayor protección para las personas que invierten en productos financieros, ya que muchos de los cambios introducidos apuntan en esa dirección. Algunos de ellos afectan de forma directa a los inversores: el tratamiento diferenciado de los clientes por categoría, la necesidad de adaptación

pasa a página 21 >>

TABLA 2. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS ORGANIZATIVAS DE LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN.

	EAFI	S.&C. (1)	AV. (2)	S.V. (3)
Forma Societaria	- Persona física - S.A./S.L.	S.A	S.A	S.A
Órgano de Administración	- Consejo de admón. - Posibilidad de administrador único	Consejo de admón. (mínimo 3 miembros)	Consejo de admón. (mínimo 3 miembros)	Consejo de admón. (mínimo 3 miembros)
Capital mínimo	Persona jurídica - 50.000 €, o - Seguro cobertura o - Combinación de seguro y capital inicial. Persona física - Seguro de cobertura.	100.000 €	Entre 120.000 € -300.000 € y 500.000 €	2.000.000 €

(1) Sociedad Gestora de Valores. (2) Agencia de Valores. (3) Sociedad de Valores.

de instrumentos financieros específicos.

- Alertas al público sobre ciertos hechos significativos -por ejemplo, que las acciones de cierta compañía han alcanzado un cierto precio, etc.-.
- Asesoramiento a un cliente sobre el significado de ciertas cláusulas en un contrato relacionado con un instrumento financiero o sobre los efectos de los términos del contrato y sus consecuencias comerciales o en relación con términos que son comúnmente aceptados en el mercado.
- El asesoramiento para cumplimentar un impreso, solicitud o cualquier otra documentación necesaria para contratar un producto financiero o servicio.

¿CÓMO DIFERENCIAR EL ASESORAMIENTO DE LA COMERCIALIZACIÓN?

Los anteriores ejemplos podrían encajarse dentro de las actividades de comercialización ya que, por si solas, no caen, necesariamente, en el concepto de asesoramiento en materia de inversión. La comercialización puede definirse como la promoción de servicios o instrumentos financieros y, en si misma, no es un servicio

de inversión. Así lo reconoce el artículo 63.4 de la LMV, que dispone que: “La comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión enumerados en los apartados precedentes, que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí.”

La distinción entre comercialización y asesoramiento es de capital importancia ya que según consideremos que nos encontramos en uno u otro ámbito, las obligaciones de la entidad financiera difieren, como pasamos a examinar a continuación.

CONSECUENCIAS DE LA NUEVA CATEGORIZACIÓN DEL ASESORAMIENTO COMO SERVICIO DE INVERSIÓN

Como ya se ha mencionado, el asesoramiento recibe el trato no sólo de servicio de inversión, sino de servicio de “primer nivel” por parte de la LMV y del Real Decreto.

La obligación más relevante impuesta por la nueva normativa para prestar este servicio es la de obtener del cliente o potencial cliente, antes de la prestación del mismo, la información necesaria que permita a la entidad evaluar la idoneidad de las operaciones, servicios o instrumentos financieros recomendados, teniendo en cuenta los objetivos de inversión del cliente, así como sus conocimientos y experiencia inversora; y su situación y/o capacidad financiera para hacer frente a los riesgos de inversión relacionados con los objetivos de inversión -esta información se recaba, en la práctica, utilizando el denominado Test de Idoneidad-.

El conocimiento del cliente por parte de la empresa en materia de asesoramiento se considera tan relevante por la normativa que se establece, a diferencia de lo previsto para los restantes servicios de inversión, exceptuando el de gestión discrecional de carteras, que no podrá prestarse el servicio en los supuestos en que el cliente no proporcione la información necesaria para llevar a cabo la evaluación de la ido-



EL ASESORAMIENTO COMO SERVICIO DE INVERSIÓN...

EL PUNTO DE VISTA DE LAS ENTIDADES QUE LO PRESTAN

>>viene de página 19

de los productos ofertados a los conocimientos y perfil inversor de los clientes, la igualación de rango del asesoramiento frente a la gestión discrecional, la mayor profesionalización del asesoramiento financiero, el aumento de los requerimientos de información a clientes, etc.

Por otra parte, existen otros aspectos de la normativa que quedan un poco alejados de la percepción directa de los inversores. Me estoy refiriendo a cuestiones tales como el principio de mejor ejecución, la política de conflictos de interés o la misma desaparición del monopolio de la negociación en los mercados regulados, cuyo impacto real en los inversores aún está por comprobar.

¿Y para las entidades que prestan estos servicios?

Una normativa tan global como la directiva MiFID tiene importantes efectos en todos los niveles organizativos: nuevos modos de comercialización, evolución de los sistemas, cambios en contratos, modificación de estructuras organizativas, perfeccionamiento de los sistemas de control... Dicho esto, yo destacaría cinco oportunidades que la normativa MiFID ofrece a las empresas de servicios de inversión:

- a. Favorece un mejor conocimiento del cliente, adicionalmente al conocimiento puramente documental de otras normas, como la de prevención del blanqueo de capitales.
- b. Cuanto más clara es una normativa, menor es el riesgo para las entidades que cumplen, por lo que MiFID puede ayudar a disminuir el riesgo legal, evidentemente siempre y cuando el proceso de comercialización se lleve a cabo en cumplimiento de la norma.
- c. Al aumentar las exigencias a las entidades que ofrecen servicios de inversión, se debería producir una discriminación de entidades, quedando paulatinamente fuera del mercado aquéllas que no ofrezcan servicios financieros con garantías.
- d. La norma debe inducir a las entidades a mejorar sus sistemas de comercialización y a evolucionar la forma que tienen de relacionarse con sus clientes, incrementando la calidad y la eficacia comercial.
- e. Por último, una norma de tanto calado puede estimular a algunas entidades para dilucidar su misión, por ejemplo el ofrecer servicios como meros ejecutores de órdenes, o bien como comercializadores, asesores o incluso como gestores de carteras.

La nueva regulación de la prestación de servicios de asesoramiento en materia de inversión persigue proteger mejor los intereses de los inversores. ¿Considera que desde un punto de vista práctico esto va a ser así?

En general se puede decir que sí, por todos los motivos que comenté anteriormente en la primera pregunta. No obstante, para que esta protección se vea plenamente reforzada, el cliente también debe ser partícipe de la misma, ya que si esto no es así, las medidas de protección pueden convertirse en un mero formulismo en el que el cliente, si antes firmaba un papel, ahora firmará tres, sin que cambie su conocimiento del proceso de comercialización.

Por este motivo es fundamental un esfuerzo en la educación del inversor, en el que el supervisor tiene un papel clave. Si desde las administraciones públicas no se fomenta una mayor cultura financiera y un mejor conocimiento por parte de los inversores de sus derechos y deberes, es muy complicado que la protección alcance su grado pleno. En este sentido, la publicación de la normativa MiFID es un claro ejemplo de falta de información al público por parte del legislador, que ha tenido que ser corregido con posterioridad por parte de las entidades y por la propia CNMV.

Desde su experiencia, ¿cree usted que los inversores están preparados para recibir estos servicios y dispuestos a pagar por ellos?

A pesar de la creciente cultura financiera de los clientes bancarios en nuestro país, el porcentaje de altos patrimonios que es gestionado por entidades de banca privada aún es muy bajo comparado con los países de nuestro entorno: de hecho el mercado potencial en España está cubierto únicamente en un 25% por entidades de banca privada, frente a un 80% en el caso del Reino Unido, por ejemplo. Este hecho, unido a la gran competencia existente en el sector financiero en nuestro país, provoca una mayor dificultad para la venta de los servicios de asesoramiento. Sin embargo, el cliente que accede por primera vez a los servicios de banca privada, rara vez los abandona, ya que el incremento en calidad de atención, rentabilidad de la cartera, ajuste a su perfil inversor, planificación fiscal, etc, no es comparable a los que puede proporcionar una red minorista tradicional. Como consecuencia, este conjunto de factores percibidos por el cliente hacen más sencillo el cobro del servicio.

Indiscutiblemente la prestación de servicios de asesoramiento financiero obliga a disfrutar de la confianza de los clientes. ¿Cree que los inversores confían en sus asesores aunque haya zonas de conflicto, como en el caso de las retrocesiones o rebates, para las que no hay una solución óptima?

En el caso del asesoramiento y de la gestión de carteras, el cliente confía plenamente en su gestor, y de hecho es el principal factor de fidelización de los clientes, especialmente en el caso de entidades con menor posicionamiento de marca. Si esta confianza no se da, el cliente cambia de entidad, ya que el cambio de entidad asesora es mucho más sencillo para el inversor que el cambio de la entidad bancaria de referencia donde tiene la nómina, los recibos, la hipoteca...

En relación con los rebates, creo que se trata de un conflicto de interés al que se otorga una importancia excesiva. Los modelos de gestión de carteras cada vez están más enfocados hacia la arquitectura abierta, donde la discriminación de productos por emisor cada vez resulta menos relevante frente a la selección de los mejores productos en base a criterios puramente técnicos. Sí es cierto que unas mayores retrocesiones pueden hacer decantar a un gestor por un determinado producto, pero la fuerte competencia del mercado acaba diferenciando estas prácticas y castigando a las entidades que miran más por la cuenta de resultados que por el cliente. ▀

TABLA 3. FORMAS DE RETRIBUIR EL ASESORAMIENTO

RETRIBUCIÓN “FEE ONLY”: Los denominados Asesores “fee only” son aquellos que, en retribución del asesoramiento, reciben una contraprestación del cliente. Normalmente una comisión de éxito sobre la inversión recomendada o una cantidad fija atendiendo a ciertos parámetros. Estos Asesores sólo cobran el citado fee o comisión del cliente que ha recibido el asesoramiento, sin percibir ningún otro pago procedente de terceros.

RETRIBUCIÓN DEL “PRODUCT PROVIDER”: Los Asesores que cobran del “product provider” o generador del producto sobre el que se presta el asesoramiento son, según los datos publicados en prensa, lo más numerosos en nuestro país. Estos Asesores no cobran un fee o comisión al cliente que recibe el asesoramiento, sino que cobran de la entidad financiera que emite o gestiona el instrumento financiero que se ha recomendado al cliente. A su vez el pago puede ser:

- **upfront:** cuando el generador del producto paga al asesor una cantidad fija con cierta periodicidad.
- **rebates o retrocesiones:** cuando el generador del producto retrotrae con una frecuencia periódica (mensual, semestral, etc) al Asesor una cantidad dependiendo del volumen de producto contratado por los clientes del mismo.

RETRIBUCIÓN MIXTA: Existen, por último, en el mercado Asesores que cobran, por una parte, una fee o comisión del cliente al que asesoran y alguna retribución por parte del generador del producto financiero.

neidad. Es decir, en el caso de prestación de cualquier otro servicio de inversión -salvo el de gestión- así como en aquellos supuestos en los que nos encontremos ante actividades de mera comercialización, bien será suficiente con solicitar del cliente la cumplimentación del Test de Conveniencia -que solo recoge información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente o posible cliente en relación con el producto o servicio de inversión ofrecido o demandado- o no realizar actuación alguna de conocimiento del cliente, cuando el instrumento financiero que se comercialice no sea complejo. Además, en estos últimos supuestos, el hecho de que el cliente no cumplimente el Test de Conveniencia no impide que pueda prestarse el servicio, siempre que se ponga a disposición del cliente un aviso indicándole que la conveniencia del servicio o producto no ha sido objeto de evaluación.

La obligación de recabar de los clientes el Test de Idoneidad conlleva, por una parte, un incremento importante en la protección del inversor ya que permite a la entidad dirigir a sus clientes recomendaciones que se adapten mejor a los conocimientos, capacidad patrimonial y finalidad inversora de los mismos. Sin embargo, esta obligación, al mismo tiempo, puede suponer una traba para la captación de nuevos clientes toda vez que, en numerosas ocasiones, los inversores no perciben el Test como un instrumento que les ofrezca mayor protección y, por ello, se muestran reacios a dar datos de carácter personal y patrimonial a las entidades. Dicha actitud de rechazo es meramente cultural y previsiblemente se atenuará en el momento en que la solicitud de información sobre los clientes sea una práctica consolidada en nuestro país y a medida que los inversores perciban los beneficios de la cumplimentación de esos trámites.

EL ASESORAMIENTO Y LOS INCENTIVOS

Al igual que ocurre con los restantes servicios de inversión las entidades, a la

hora de prestar el servicio de asesoramiento, han de actuar profesional y honestamente, en el mejor interés de sus clientes. Por ello, cuando se preste el servicio de asesoramiento, no se podrá percibir o pagar incentivos de o a terceros, salvo cuando se cumpla los requisitos establecidos por la normativa vigente -principalmente, cuando los incentivos (i) aumenten la calidad del servicio prestado, (ii) no entorpezcan la obligación de la entidad de actuar en el interés óptimo del cliente, y (iii) que su existencia se haya comunicado al cliente con anterioridad a la prestación del servicio.-Sin embargo, la posibilidad de cobrar incentivos, en concreto “rebates” o retrocesiones, se ha cuestionado especialmente en relación con el servicio de asesoramiento. Ello,

de nuevo, como consecuencia del carácter de servicio especialmente relevante o de “primer nivel” que se otorga al asesoramiento y que presupone que el mismo ha de prestarse con las máximas garantías de independencia, de forma que se eviten

conflictos que puedan ocasionar un perjuicio para el cliente.

La MiFID, en su Directiva de Nivel II, establece, en el Considerando 39, que, a los efectos de lo dispuesto en materia de incentivos, “la recepción por parte de una empresa de inversión de una comisión por asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones generales, en circuns-

tancias en que el asesoramiento o las recomendaciones no adquieran un sesgo como consecuencia de esa comisión, debe considerarse que responde al propósito de aumentar la calidad del asesoramiento en materia de inversión prestado al cliente.” Es decir, en virtud de este considerando, en principio, podrían existir situaciones de asesoramiento con cobro de retroce-

siones, sin que ello, necesariamente, comprometiera la independencia de la prestación del servicio. Por su parte, en el mismo sentido, el Committee of European Securities Regulators (en adelante CESR) publicó, en mayo de 2007, unas Recomen-

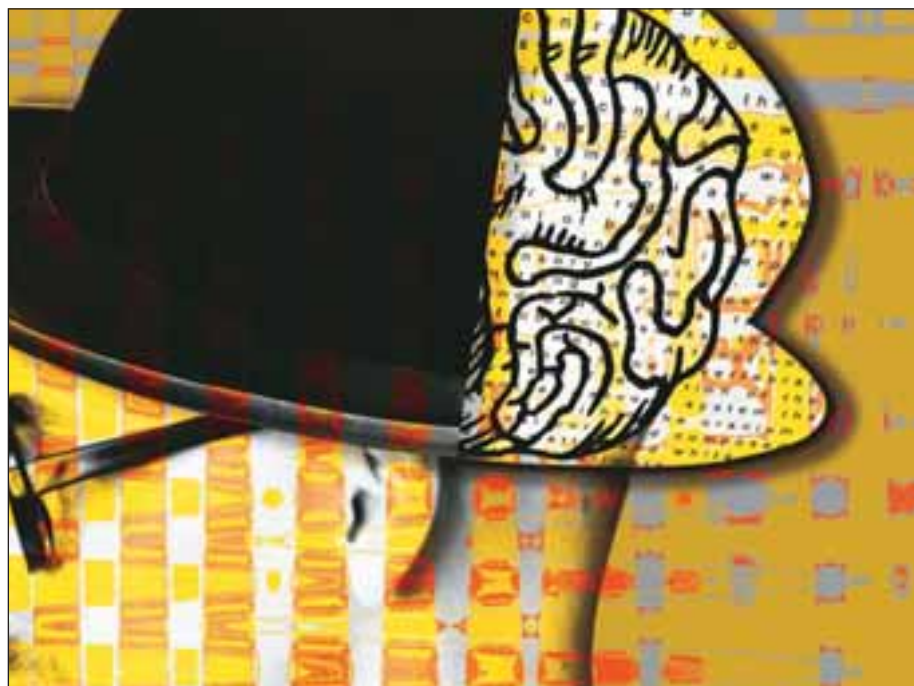
Caen claramente fuera del concepto de asesoramiento en materia de inversión, al no concurrir los requisitos necesarios: las recomendaciones realizadas con carácter general y no individualizadas; las recomendaciones que se divulgan exclusivamente a través de canales de distribución al público -televisión, radio, etc.-; las actividades publicitarias y de marketing tendentes a la captación de clientes; y el análisis

mayo de 2007, unas Recomendaciones en materia de Incentivos. En su recomendación quinta, el CESR establece la posibilidad de cobrar retrocesiones en el asesoramiento siempre que el resultado del mismo no sea sesgado y se informe adecuadamente al cliente, en línea con lo establecido en el Considerando 39. El documento de Recomendaciones del CESR establece, asimismo, una serie de ejemplos para ilustrar qué incentivos han de considerarse como lícitos. En su ejemplo número VII, el CESR se refiere al supuesto de que una entidad preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de recomendaciones generales, sin cobrar del cliente y limitándose a percibir comisiones del generador del producto –“product provider”-. Según el CESR esta situación no estaría prohibida siempre que, además de cumplir con los requisitos generales para entender que el incentivo es lícito (aumentar la calidad del servicio y publicidad del incentivo), el incentivo, por su naturaleza, no sea susceptible de comprometer la conducta de la entidad en la prestación del servicio.

El debate de si es posible cobrar vía retrocesiones en el asesoramiento es especialmente relevante para las EAFIs. Muchos de los asesores actualmente existentes que habrán de regularizarse como consecuencia de la nueva normativa, solicitando la oportuna licencia de la CNMV, cobran de los generadores del producto financiero sobre el que asesoran. Los asesores denominados como “fee only”, esto es, aquellos que sólo cobran del cliente al que prestan el servicio de asesoramiento son, según los datos que se han venido publicando en los medios de comunicación, menos numerosos que los primeros.

FACTORES A TENER EN CUENTA SI SE QUIEREN COBRAR INCENTIVOS

A la hora de dilucidar si se debe permitir, en el asesoramiento, el cobro de incentivos, distintos factores han de tenerse en cuenta. Los más relevantes son los relativos a la tipología de clientes a los que el



asesoramiento va dirigido, mientras que los inversores institucionales y profesionales están más familiarizados con este tipo de práctica de retrocesiones, los inversores minoristas son, normalmente, ajenos a ella. Por lo tanto, para este colectivo, el cobro del incentivo debería siempre ponerse de manifiesto de una manera que evite confusiones y que permita evaluar al cliente si el asesoramiento puede estar influido por la percepción del incentivo. Adicionalmente, para el caso de que una entidad cobrara incentivos en la prestación del servicio de asesoramiento, la misma deberá extremar las cautelas para evitar que estos cobros o pagos pongan en peligro la actuación en el mejor interés de sus clientes dotándose de procedimientos y políticas adecuados a tal fin, así como formando adecuadamente a sus empleados.

Pese a que, como se ha visto, aún nos encontramos en proceso de discusión de algunos de los aspectos novedosos derivados de la nueva definición del servicio de asesoramiento, lo que parece probable, es que las nuevas obligaciones exigidas por la normativa, redunden en un aumento de la calidad del servicio, de la transparencia y, en definitiva, en ventajas para los inversores y, por ende, para las entidades que prestan el servicio y, ello, no solo por la mayor satisfacción de sus clientes, sino

porque las mismas pueden convertir los nuevos requerimientos en una nueva fuente de conocimiento de sus clientes, pudiendo ofrecerles productos y servicios más ajustados a su perfil.

LAS EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO.

Las EAFIs son la nueva categoría de empresas de servicios de inversión creada por la LMV. Su actividad se ha de limitar a la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, así como a los servicios auxiliares de asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como asesoramiento en relación con fusiones y adquisiciones y de elaboración de informes de inversión y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

Las personas o entidades que se dediquen, con carácter profesional, a la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, habrán de solicitar la preceptiva autorización e inscribirse en el Registro de la CNMV creado a tal efecto. Asimismo, las EAFIs habrán de cumplir con los requisitos organizativos y normas de conducta que establece la nueva normativa.

LAS DIFERENCIAS ENTRE EAFIS Y OTRAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN (ESIS)

Lo primero que llama la atención de su régimen jurídico, por constituir una excepción a la regla general existente en nuestro derecho de que sólo las personas jurídicas pueden acceder a la categoría de empresas de servicios de inversión, es que las EAFIS podrán ser tanto personas jurídicas como personas físicas.

Otra diferencia con el resto de empresas de servicios de inversión, es que las EAFIs podrán optar por nombrar un administrador único, no siendo necesario que cuenten con un Consejo de Administración.

Las EAFIs, por último, a diferencia del resto de empresas de servicios de inversión, no tienen la capacidad de nombrar agentes para desempeñar o promocionar su actividad, sólo pudiendo delegar en terceras entidades las funciones de tipo administrativo.

PRINCIPALES REQUISITOS MATERIALES, ORGANIZATIVOS Y NORMAS DE ACTUACIÓN DE LAS EAFIS

Se pueden destacar los siguientes:

- Para las personas jurídicas: Tener suscrito y totalmente desembolsado en efectivo un capital mínimo de 50.000 €; o un seguro de responsabilidad profesional, que cubra todo el territorio de la Unión Europea, aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejercicio de su actividad profesional en la Unión Europea, con cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones; o bien una combinación de ambos, que de lugar a un nivel de cobertura equivalente a los 2 anteriores. En el caso de transformación de una sociedad ya existente en EAFI los recursos propios en el momento de la inscripción en el registro deberán alcan-



zar 50.000 €.

- En cuanto a las EAFIs personas físicas: han de contar con un seguro de responsabilidad civil profesional que cubra todo el territorio de la Unión Europea, aval u otra garantía comparable para hacer frente a la responsabilidad por negligencia profesional en el ejercicio de su actividad profesional en la Unión Europea, con cobertura mínima de 1.000.000 de euros por reclamación de daños y un total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones.
- Todas las EAFIs han de cumplir con los requisitos generales de organización que determine la CNMV y contar con procedimientos y órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales. A estos efectos, a la fecha de redacción del presente trabajo, la CNMV se encuentra preparando la normativa de desarrollo de estos aspectos.
- Para el caso de las personas jurídicas, las EAFIs han de contar con una fun-

ción de cumplimiento normativo independiente de las áreas que presten los servicios de asesoramiento.

- Igualmente, para el caso de las personas jurídicas, las EAFIs, deberán contar con unos procedimientos para gestionar los riesgos conexos a las actividades, procesos y sistemas de las EAFIs.

- Las EAFIs han de contar con un Reglamento Interno de Conducta y con un régimen de operaciones personales de los consejeros, directivos, empleados y apoderados de la empresa que garantice el cumpli-

miento de las normas de conducta.

- Deberán contar con una Política de Gestión de Conflictos de Interés cuya finalidad será la identificación, con carácter previo, de los potenciales conflictos de interés que puedan surgir en la prestación del servicio de asesoramiento y los servicios auxiliares, así como el establecimiento de medidas que permitan gestionar los mencionados conflictos, con el fin de evitar un perjuicio para los clientes.

- Elaborar un Test de Idoneidad a cumplir por el cliente, antes de la prestación del servicio de asesoramiento.

Las personas físicas y jurídicas que, sin ser estas últimas empresas de servicios de inversión, en la actualidad, vengan prestando servicios de asesoramiento con carácter profesional, deben comenzar a preparar un Plan de Adaptación para ajustar su organización, normas de funcionamiento interno y normas de conducta a los nuevos requisitos de la Ley y del nuevo Real Decreto, contando hasta febrero de 2008 para culminar su adaptación. ▀