Nº 2 · Marzo 2012

EAFInforma

Revista de Economistas Asesores Financieros

- Presentación
- Entrevistas
- Artículos de EAFI
- Artículo CNMV
- Artículo de EAF-CGCEE
- Informes de instrumentos financieros
- Revista de prensa
- Eventos, seminarios, presentaciones...
- Novedades Normativas
- Rincón del Observatorio
- Directorio de EAFIs

Colaboraciones

Tercer aniversario EAFIs

empresas de asesoramiento financiero independiente

economistas
Consejo General
EAF · economistas asesores financieros

Sumario

01 Presentación
Valentí Pich

02 Entrevista a Oriol Amat

06 Las normas de conducta de los mercados de valores y las EAFI
Gloria Bombín

08 Empresas de asesoramiento financiero. Distintos enfoques de negocio
Iñigo Peña

10 El inversor responsable
David Levy
Mireia Jiménez
Rosa Coma

12 Entrevista a Ignacio Lanza

13 Artículo EAF-CGCEE
Carlos Orduña

18 Divisas en 2012
Marian Fernández

20 2012 Una estrategia de inversión basada en posibles escenarios para un año dominado por la política
Alexander S. Friedman

22 Otro año apasionante
Alfonso Benito

24 Las rentas periódicas en la estrategia de inversión
Antonio Salido

26 Revista de prensa

27 Eventos

28 Novedades Normativas

30 Rincón del Observatorio
"La fiscalidad de las operaciones financieras"
Luis del Amo

32 Directorio EAFIs

economistas
Consejo General

EAF
economistas asesores financieros

PRESIDENTE DEL CONSEJO GENERAL
Valentín Pich

CONSEJO DIRECTIVO DE EAF-CGCEE
PRESIDENTE
Carlos Orduña Chouraki
COORDINADOR
Manuel Hernando Vela
CONSEJEROS
Salustiano Velo Sabín
Javier Mendez Llera
Jose Miguel Salazar Olivas
Marcos Anton Renart
Montserrat Casanovas Ramón
Cristóbal Amoros Arbaiza
Lorenzo Dávila Cano
Iñigo Peña García
SECRETARÍA TÉCNICA
Victoria Nombela

EAFInforma · Publicación de EAF - CGCEE

Claudio Coello, 18 - 1º · 28001 Madrid · Tel: 91 432 26 70 · Fax: 91 297 60 17
www.eaf.economistas.org · eaf@economistas.org

COMITÉ DE REDACCIÓN
Carlos Orduña
Cristóbal Amorós
Ana Fernández
Josechu Carballedo
Emilia Perez de Agreda
Victoria Nombela

COLABORADORES
Aviva Gestión
Fidelity
Inversis Banco
UBS

Ni el editor ni los autores aceptarán responsabilidades ocasionadas a las personas físicas o jurídicas que actúen o dejen actuar como resultado de alguna información contenida en esta revista.
Los artículos expresan exclusivamente la opinión de sus autores. Esta publicación no se hace responsable del contenido de los mismos

Diseño: desdecero, estudio gráfico

Impresión:

Depósito Legal:

Valentí Pich
Presidente del Consejo General
de Colegios de Economistas de España

Gracias
por vuestra colaboración y extraordinaria acogida

El reto de poner en marcha la revista ha sido fruto del esfuerzo y la ilusión. Todo este esfuerzo no tendría sentido sin la extraordinaria acogida que todos vosotros nos habeis dado en el primer número de la revista. Esto nos alienta y nos incentiva para continuar con este proyecto. Gracias por ello.

Quiero agradecer además a todos aquellos que estáis colaborando con vuestros artículos y entrevistas, a la CNMV, a las EAFI, a las entidades financieras colaboradoras, que sin duda alguna, nos llevan a profundizar en el conocimiento del sector financiero, en las buenas prácticas y en las normas de conducta que las empresas que prestan servicios de inversión deben observar. Es preciso que este conocimiento se traduzca en devolver o acrecentar la confianza en los inversores, que comprendan que existen instituciones que velan por sus intereses, que existen entidades que les van a guiar en un asunto tan delicado como la elección idónea de sus inversiones.

Actualmente, con la situación económica y financiera que estamos atravesando, tanto en España como en Europa, la puesta en marcha de cualquier actividad es digna de elogio. Por ello, la actitud emprendedora de las EAFI –que han decidido apostar por una actividad profesional, que además generan puestos de trabajo– es, en estos momentos, una actitud muy loable. Es probable que sea uno de los pocos sectores en los que se ha incrementado el número de entidades en más del 50% con respecto al año anterior, que se hayan incrementado los ingresos y los beneficios y que hayan generado empleo. No obstante, lo verdaderamente importante es que estas entidades –ya sean personas físicas o jurídicas– se consoliden y, como he dicho anteriormente, puedan ser un agente importante en el desarrollo del conocimiento financiero de los inversores.

Nuestra organización colegial entiende el ejercicio de nuestra profesión como una aportación de valor al conjunto de la sociedad y, por lo tanto, esta actividad de asesoramiento financiero EAFI, viene a cubrir una necesidad que, sin duda, redundará en el beneficio de la sociedad.

Espero que este segundo número sea la continuación de una serie de logros que, deseamos, nos ayudéis a conseguir.

Oriol Amat es Consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Pompeu Fabra. Economista y Presidente de Economistas Expertos en Contabilidad e Información Financiera (ECIF-CGCEE) y Vicepresidente de ACCID. Autor de diversos libros de contabilidad y finanzas, algunos de los cuales se han traducido a varios idiomas.

La MIFID introdujo en España la obligatoriedad de ser una entidad registrada en la CNMV para poder prestar servicios de asesoramiento en inversiones, actividad que hasta ahora no estaba regulada. Como consecuencia de ello nacieron las EAFI, Empresas de Asesoramiento Financiero. ¿Cree que a esta nueva empresa de inversión, que apenas lleva tres años de vida en España, se le está dotando de la relevancia que tiene en otros países?

La figura de las EAFI se crea en España con las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se traspone la directiva MIFID. Es entonces cuando el asesoramiento financiero se eleva a la categoría de servicio de inversión –hasta entonces era una actividad complementaria que podía ser realizada por entidades no sujetas a supervisión– quedando sometido su desarrollo al cumplimiento de las normas de los mercados de valores, en especial a todo lo establecido en la normas de conducta, así como a la supervisión de la CNMV. Al mismo tiempo, se crea un nuevo tipo de empresas de servicios de inversión: las EAFI, que exclusivamente prestan este servicio de asesoramiento en materia de inversiones. La consideración de las EAFI como empresas de servicios de inversión es un reconocimiento de la importancia del asesoramiento en materia de inversiones y un mensaje de confianza a los inversores que quieran recibir un servicio especialmente personalizado, sujeto a las normas de conducta del mercado de valores y supervisado. Desde entonces, la CNMV ha participado en numerosos actos organizados por distintas entidades y organismos para difundir esta nueva figura de empresa de servicios de inversión. Corresponde a las propias EAFI, con su buen hacer, atraer a los inversores y convencer al mercado de la utilidad del servicio que prestan.

Actualmente hay 84 EAFI inscritas. ¿Cree que el número de EAFIs es suficiente para estos tres años desde la aprobación de la Circular?

No se puede decir que el número de entidades actualmente registradas es reducido, más bien al contrario, si lo comparamos con el número de gestoras de cartera (6) o incluso con el de sociedades y agencias de valores que en total suman 95. Otra cosa es la amplitud del mercado potencial en España que al menos de momento se observa. En este sentido cabe señalar que la actividad llevada a cabo por este tipo de entidades es muy reducida y que el número total de clientes asesorados por las EAFI ascendía en diciembre de 2010 a tan solo 2.560 frente a los nada menos que 181.486 clientes vinculados por el conjunto de servicios de inversión a las sociedades y agencias de valores.

En cualquier caso, es de señalar que la CNMV ha recibido muchas más solicitudes para constituir EAFI de las que se han aprobado, ya que en muchos casos no se cumplían los requisitos exigidos para ello –en concreto la CNMV ha denegado 82 proyectos, casi la mitad de las solicitudes recibidas–. Por otro lado, siguen llegando a la CNMV solicitudes para constituir EAFI (en la actualidad estamos analizando 12 proyectos), cada vez más ajustadas a los requisitos exigidos para su autorización, por lo que no puede darse por cerrado el número de las EAFIs existentes en España. En todo caso, a la hora de valorar la accesibilidad de los inversores y el funcionamiento del mercado, no se trata tanto del número de entidades que presten en exclusiva este servicio de inversión, sino que también resulta importante su tamaño y capacidad para llegar a una base amplia de clientes. A día de hoy la mayoría de las EAFIs, están aún iniciando su actividad y no tienen una base amplia de clientes o de patrimonio asesorado, por lo que su tamaño es muy reducido, especialmente en las constituidas por personas físicas. Habrá que esperar a los próximos años para ver cuántas se consolidan y cuántas consiguen un tamaño que les permita acceder a economías de escala significativas.

Las Empresas de Asesoramiento Financiero son, en la mayoría de los casos, pequeñas empresas o personas físicas que, al ser empresas de servicios de inversión están sujetas a la normativa aplicable a estas, cuando su objeto social es mucho mas reducido. ¿Este exceso de regulación puede estar desalentando a regularizarse a muchos profesionales que actualmente realizan esta actividad? En concreto nos referimos a las obligaciones de auditoría de cuentas o de revisiones de procedimientos por parte de un experto independiente.

Debe destacarse que uno de los requisitos necesarios para el adecuado desarrollo del sector es la confianza en la figura por parte de los inversores. Dicha confianza descansa a su vez en la calidad del servicio prestado, la ausencia de conflictos de interés y evitar el riesgo reputacional que pudiera derivarse para el sector en su conjunto de actuaciones indebidas por parte de alguno de sus participantes. Por ello, la obligación prevista en la normativa de que las EAFI con forma de persona jurídica deban auditar sus cuentas anuales y que las personas físicas deban solicitar la elaboración de un informe por parte de un experto independiente se considera esencial para garantizar una adecuada protección de los inversores. Precisamente la supervisión de entidades pequeñas descansa en mayor medida en el informe de un experto independiente, ya que una de las variables que se utiliza para decidir la estrategia supervisora a las entidades supervisadas, bien mediante inspecciones o controles a distancia, es su tamaño.

Actualmente, se está llevando a cabo la reforma de la MIFID, en gran medida con el objetivo de lograr un sistema financiero más seguro, responsable y transparente. ¿Cree que va a ser posible que todos los estados de la UE tengan las "mismas reglas de juego" tal como pretende la MIFID?

Con la aprobación de la MIFID y la derogación de la antigua Directiva de servicios de inversión se ha avanzado significativamente en el grado de armonización de las normas aplicables en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea. La refundación de CESR en ESMA y la aprobación del Reglamento que regula este organismo que agrupa a todas las autoridades supervisoras del mercado de valores en la Unión Europea han significado un importante cambio cualitativo puesto que a partir de ahora "el supervisor comunitario" tiene la facultad de aprobar normas de obligado cumplimiento, los denominados BTS (Binding Technical Standards). Por otra parte, el nuevo Reglamento obliga a las autoridades de cada Estado miembro y a las entidades que presten servicios de inversión a que realicen sus mayores esfuerzos en aplicar las directrices y recomendaciones contenidas en las guías que puedan aprobarse y difundirse. Cuando un Estado miembro no pudiera aplicarlas, deberá justificarlo y ello podría ser publicado por ESMA para conocimiento general. Si a ello añadimos que uno de los objetivos de la modificación de la MIFID es la de eliminar ciertas excepciones o posibles discrecionalidades en la aplicación de los criterios generales, podemos concluir que la regulación comunitaria camina en la dirección correcta en cuanto a homogenización de las reglas aplicables. No obstante, es cierto que algunas de las guías promovidas por ESMA continúan siendo poco precisas en determinados aspectos, lo que permite distintas interpretaciones.

La reforma de la MIFID incluye entre otros aspectos, la supresión de los incentivos en el asesoramiento financiero independiente. En España los incentivos están ayudando a muchos inversores a acceder a un servicio de asesoramiento no bancarizado. ¿La supresión de los incentivos puede hacer peligrar el asesoramiento independiente dado que muchos inversores no están acostumbrados a pagar por el servicio de asesoramiento?

Como se ha indicado en la contestación a una pregunta anterior, la actividad desarrollada en España por las EAFIs hasta el momento no ha resultado ser muy significativa y ello a pesar de que el número de entidades no es reducido. En España ha tenido y sigue teniendo más éxito la figura del agente o representante ya que los clientes en su gran mayoría confían sus ahorros y reciben, en primer lugar, la prestación de servicios de inversión de las entidades de crédito y, en segundo lugar, a gran distancia, de las sociedades y agencias de valores. Ni las gestoras de cartera ni las EAFIs han conseguido ocupar una parte significativa del mercado español en sus respectivos ámbitos de aplicación. En este sentido nuestro mercado

"Con la aprobación de la MIFID y la derogación de la antigua Directiva de servicios de inversión se ha avanzado significativamente en el grado de armonización de las normas aplicables en las distintas jurisdicciones de la Unión Europea."

se diferencia significativamente del británico. Si identificamos asesoramiento independiente con el servicio que prestan las EAFIs, aunque no necesariamente tiene por qué ser así, nos encontramos ante un mercado muy reducido y el establecimiento de la prohibición de percibir incentivos no parece que vaya a favorecer su desarrollo. Sin embargo, en nuestra opinión, un verdadero asesoramiento independiente –al igual que la gestión discrecional de carteras– requiere que el sistema de retribución sea claro y transparente, evitando que surja cualquier tipo de conflicto de interés que condicione la decisión del asesor o del gestor. Algunas autoridades van más allá en este sentido y, por ejemplo, el Reino Unido ha manifestado que sería favorable a una prohibición de los incentivos en todo tipo de asesoramiento.

En todo caso, conviene precisar que el modelo de retribución del asesoramiento mediante percepción de incentivos, no significa que los clientes no "paguen" por el servicio, más bien podría decirse que pueden no ser conscientes de estar pagando. Por ello, la prohibición de percibir incentivos, en cierto modo, sería un ejercicio de transparencia ya que obligaría a explicitar el coste, con el añadido de que evitaría conflictos de interés.

Otro de los aspectos que incluye la reforma de la MIFID es reforzar la información al cliente en la prestación del servicio de asesoramiento, tanto en el análisis de productos recomendados como en la valoración continua de la idoneidad de los mismos. Esta función la están realizando actualmente las EAFI. ¿Habría que reforzar aún mas la separación de las actividades de asesoramiento y comercialización de productos financieros, fundamentalmente para que el cliente sea consciente del tipo de servicio que se le está prestando?

Efectivamente esto es lo que entendemos y perseguimos en la CNMV. En este sentido, en diciembre del año 2010, la CNMV publicó una guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión basada fundamentalmente en otra publicada por CESR en el mes de abril del mismo año. Adicionalmente, la CNMV en sus actuaciones de supervisión dedica no pocos esfuerzos en conseguir que la separación referida se reconozca y aplique por las entidades. El objetivo es que el cliente sea consciente de la naturaleza del servicio que se le está prestando y de las implicaciones de su decisión. Para ello, las entidades deben evitar situaciones que generen el riesgo de presentar un producto como idóneo a las circunstancias personales de los inversores sin haber realizado el correspondiente test de idoneidad.

Tras la implantación de la reforma de la MIFID, ¿que evolución cree que van a seguir las EAFI?

La evolución futura de las EAFI no sólo dependerá del entorno regulatorio que, por otra parte, es neutral y afecta en igual medida a todas las entidades que prestan el servicio de asesoramiento, sino también y, fundamentalmente, de su capacidad de hacerse con una cuota suficiente de mercado y conseguir el acceso a economías de escala significativas. Ello a su vez dependerá de la calidad del servicio que presten, del valor añadido al inversor y de la ausencia de impactos reputacionales negativos para el sector.

En cuanto a la situación económica, teniendo en cuenta las medidas que se están tomando a nivel político-económico ¿es optimista de cara a los próximos ejercicios?

La economía española está sufriendo un periodo de intenso ajuste de los desequilibrios acumulados durante la década anterior. Este proceso de ajuste no se ve apoyado por el entorno exterior sino todo lo contrario, por lo que el desapalancamiento necesario no se puede realizar en un breve periodo de tiempo.

Dicho esto, creo que las reformas que parece que se van a emprender (fiscal, laboral y financiera) nos permitirán ser moderadamente optimistas, especialmente si se complementan con otras reformas estructurales que puedan reducir los cuellos de botella de nuestra economía y aumentar la competencia en los mercados internos.

La subida de impuesto realizada a principio de año, ¿era imprescindible?

Lo que era y sigue siendo imprescindible es reducir el déficit fiscal. La forma de hacerlo no es única y existen muchas posibilidades. Parece que, de momento, el Gobierno ha optado por incrementar los ingresos mediante subidas impositivas pero también con la reducción del gasto. Para realizar una valoración, es necesario esperar a conocer otras medidas, como por ejemplo los Presupuestos Generales del Estado o la reforma laboral o del sistema financiero, entre otras.

En cualquier caso, los estudios empíricos parecen concluir que los aumentos de impuestos tienen un mayor impacto negativo en la actividad económica que las reducciones de gasto público pero también depende de qué gastos sean los que se recortan y existen otros factores que pueden influir en la decisión concreta (como la equidad o la justicia social).

¿Qué medidas considera básicas a tomar para mejorar la competitividad española?

Se debería distinguir entre medidas de largo y de corto plazo. Las de largo son las más relevantes y entre ellas se encuentran la mejora de la educación a todos los niveles o el fomento de la investigación y desarrollo. Estas medidas nos pueden permitir competir a nivel global por calidad en vez de del precio del producto. Estas medidas solo dan resultados al cabo de muchos años, por lo que deberían adoptarse otras medidas de forma inmediata que incidan en los costes de producción.

¿Cómo se podría conseguir que las entidades financieras volvieran a dar créditos con normalidad?

Venimos de una época en la que se ha producido un crecimiento muy fuerte del crédito, probablemente más de lo deseado y, sin embargo, ahora nos encontramos con una fuerte restricción crediticia respecto a la que es difícil señalar si se debe en mayor medida a la reducción de la oferta de las entidades o a la de la cantidad de demanda solvente o en condiciones de devolver los créditos solicitados.

En cualquier caso, lo relevante es que aquellos proyectos empresariales que sean viables o aquellos créditos que sean solicitados por consumidores solventes no se queden sin la necesaria financiación. Para lograr esto, las entidades deben estar saneadas y lograr que el mercado perciba que lo están, recuperando así la confianza perdida. De esta forma, no tendrán que dedicar recursos a provisionar posibles pérdidas y podrán financiarse a tipos razonables en los mercados interbancarios, restituyendo el flujo normal de crédito.

Otro factor a tener en cuenta para lograr la normal financiación de las entidades es la situación del mercado de deuda soberana en España, que espero que pueda tender a la normalización también gracias a las medidas que se están adoptando en la Unión Europea.

Teniendo en cuenta las dos posiciones que podríamos considerar básicas que hay ahora en el mundo económico: los partidarios de aumentar el gasto público para no caer en una depresión y los partidarios del déficit cero como forma de no endeudarse y poner en problemas a generaciones futuras, ¿cúal cree que en la situación actual es la más acertada?

La crisis actual no es como las que hemos venido conociendo en España en las últimas décadas, en las que se producían recalentamientos de la economía que generaban inflación al producirse excesos de demanda. Esta situación enfriaba las expectativas de los agentes económicos y, en esta situación, era razonable dar la vuelta a esas expectativas con estímulos fiscales que devolvían el tono a la situación macroeconómica en unos pocos meses.

Esta crisis es una crisis de endeudamiento, fundamentalmente privado pero también público y con problemas de financiación. En este sentido, no parece muy razonable iniciar grandes programas de gasto público que aumenten todavía más el problema de endeudamiento o simplemente transformen endeudamiento privado en público. Pero tampoco parece conveniente realizar, en plena recesión, recortes excesivos del gasto público que hundan la economía aún más, provocando incluso el incumplimiento de los objetivos de reducción del déficit público marcados. Como ha señalado recientemente el Fondo Monetario Internacional, la senda de reducción del déficit público ha de ser razonable y su estrategia ha de ser más la aplicable a una maratón que a un sprint.

"En nuestra opinión, un verdadero asesoramiento independiente –al igual que la gestión discrecional de carteras– requiere que el sistema de retribución sea claro y transparente, evitando que surja cualquier tipo de conflicto de interés que condicione la decisión del asesor o del gestor."

Las Normas de Conducta de los Mercados de Valores propician el ordenado desarrollo de la actividad de las EAFI y deben ser conocidas, comprendidas y escrupulosamente respetadas por todas las personas que trabajan en una EAFI

Las normas de conducta de los mercados de valores y las EAFI

Gloria Bombín

subdirectora del Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la Dirección General de Entidades de la CNMV

El asesoramiento en materia de inversión es el último de los servicios financieros que ha sido catalogado como reservado, regulado y sometido a supervisión. Reservado porque solo puede prestarse por las entidades que, por cumplir los requisitos requeridos, han sido expresamente autorizadas para ello. Regulado porque debe desarrollarse conforme a lo previsto en las normas de ordenación y disciplina de los mercados de valores y sometido a supervisión para asegurar que la actividad se lleva a cabo cumpliendo efectivamente los imperativos regulatorios.

En España, esta nueva regulación ha dado lugar a la aparición de un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión las EAFI especializada en asesoramiento. Las EAFI existentes son muy diferentes entre sí, tanto por el tipo de clientes, como por su dimensión o su modelo de negocio, pero todas tienen el reto de que la figura sea conocida, valorada y utilizada por los inversores españoles entre los que existe una escasísima tradición de retribuir directamente por recibir asesoramiento sobre sus inversiones.

El obligado sometimiento de las EAFI a las normas que las regulan y a la permanente supervisón de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, supone un coste adicional de funcionamiento pero, sin duda, con ello –además de proteger a los inversores y contribuir a la eficacia de los mercados de valores– se propicia un mejor y más ordenado ejercicio de la propia actividad de las EAFI.

En este sentido, para el desarrollo de esta actividad tienen especial relevancia las **Normas de Conducta de los Mercados de Valores.** Las personas que prestan este servicio deben conocerlas, cumplirlas escrupulosamente y además estar atentas a las ampliaciones y desarrollos que respecto de dichas normas se producen con frecuencia atendiendo a la experiencia supervisora y para ponerlas en línea con la constante evolución de los productos y de los mercados.

El conocimiento de los clientes y de los productos financieros

Las Normas de Conducta establecen en primer lugar la necesidad de clasificar al cliente como profesional o minorista. Luego se debe determinar el nivel de protección que el cliente necesita según su capacidad para valorar los riesgos de los valores en los que invierte o el servicio que se le presta, atendiendo a sus conocimientos financieros, su experiencia inversora y su cualificación.

Una vez evaluados los conocimientos del cliente, se debe valorar su situación financiera y objetivos de inversión. Esta información resulta imprescindible para llevar a cabo un correcto asesoramiento y para atender debidamente a los clientes. Solo a partir de dicho conocimiento se puede disponer de una base razonable para pensar que la recomendación dada es idónea.

Tanto la CNMV como el ESMA han publicado guías con los parámetros que deben incluirse en los test de idoneidad que son de gran utilidad. Los test se deben cumplimentar con el cliente pero solo resultará una correcta evaluación cuando ésta se haga en un marco de confianza que propicie la comunicación y el entendimiento entre el cliente y la EAFI.

Además de conocer a los clientes es preciso conocer bien los productos financieros existentes y los mercados en los que se negocian. Cuanto mayor número de instrumentos financieros de diferentes tipos y diferentes proveedores se evalúen mayor posibilidad habrá de recomendar a los clientes los productos que resultan más idóneos. Solo una correcta clasificación y calificación de instrumentos y mercados permitirá presentar a cada cliente la recomendación más apropiada.

Los registros obligatorios

Otra de las normas de conducta señala que, en la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones, ha de quedar constancia escrita o fehaciente de la recomendación. Aquí, estamos una vez más ante un imperativo legal de gran utilidad. La recomendación escrita dada al cliente, facilita el encargo de ejecución de dicha recomendación que el cliente tiene que hacer a la entidad prestadora de otros servicios de inversión, sin que quepan dudas sobre lo recomendado y sobre la voluntad del cliente de hacer efectiva la recomendación recibida de su asesor.

Adicionalmente la recomendación escrita y la confirmación del cliente de haberla realizado, sirve para el eficaz seguimiento de las inversiones de los clientes y para ir conformando la información que al respecto debe facilitarse periódicamente a la CNMV.

Los conflictos de interés

En su mayor parte, los conflictos de interés tienen su origen en el cobro de incentivos o retrocesiones aunque hay otras causas por las que pueden surgir, tales como: relaciones directas que se pudieran tener con determinados emisores de valores o gestoras de fondos de inversión por razones de asesoramiento financiero o de servicios de análisis, las relaciones indirectas que pudieran existir con otras entidades que prestan servicios de inversión o el incumplimiento de los principios de prioridad de los intereses del cliente y de la igualdad de trato a todos los clientes.

El gran valor añadido que pueden ofrecer las EAFI es la independencia. La independencia real es un reto que hay que conseguir detectando y evitando los conflictos de interés. Solo en casos muy puntuales se deben considerar inevitables y entonces ha de extremarse su control y transparencia con los clientes.

Los incentivos

Por su transcendencia, los incentivos merecen una mención especial y están siendo objeto de muchas reflexiones tanto en la CNMV como entre los supervisores europeos y algunas de las propuestas de modificación de la MIFID apuntan a la revisión de los criterios hasta ahora establecidos al respecto.

La normativa actual establece que las empresas que prestan servicios de inversión no actúan con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes si pagan o perciben algún honorario, comisión o beneficio no monetario en relación con la prestación de un servicio de inversión a un cliente. La norma exceptúa algunos casos y establece que los pagos que se reciben de un tercero distinto del cliente, solo son admisibles si son necesarios o adecuados para la prestación del servicio y por su naturaleza no entran en conflicto con la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente. Además es obligatorio que el cliente sea informado de su existencia, naturaleza y cuantía.

Una garantía de que no se vive de incentivos y, por lo tanto, de la inexistencia de conflictos de interés que ellos podrían originar, **es el cobro directo al cliente por el servicio de asesoramiento prestado.** El cobro directo por el servicio prestado, del que siempre habrá de informar con carácter previo al cliente, podría ser una buena forma de proclamar la independencia del asesor y de hacer valer su actividad.

En resumen, la fidelidad, los principios de honestidad, diligencia y transparencia, consagrados por la Ley del mercado de valores y el estricto cumplimiento de las Normas de Conducta propiciarán el desarrollo de las EAFI, protegerán a los inversores y mejorarán nuestros mercados de valores.

Este año se cumple el tercer aniversario desde que las primeras EAFI fueran inscritas en el Registro de Empresas de Asesoramiento Financiero de la CNMV. Desde entonces, se han producido en nuestro país importantes avances en lo que respecta al asesoramiento financiero de empresas y particulares.

Iñigo Peña
Socio fundador
de Valor Optimo EAFI, S.L
Economista y miembro
del Consejo Directivo
de EAF-CGCEE

Empresas de asesoramiento financiero

Distintos enfoques de negocio

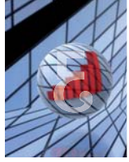
Comentamos en este artículo los comienzos de la actividad en España, una vez fue posible constituir una EAFI en nuestro país, y hacemos una breve reflexión sobre los distintos enfoques de negocio de las EAFI.

Cuando a comienzos del año 2009 algunos profesionales y empresas confeccionábamos nuestro expediente para ser registrados como EAFI, la situación financiera, económica y social, era bien diferente a la actual.

Por aquellas fechas, algunos auguraban ya una salida cercana de la importante crisis en la que estábamos inmersos, así como la llegada de una clara recuperación, difícil y larga, pero recuperación al fin y al cabo.

En este entorno, la profesión de Asesor Financiero, que daba sus primeros pasos en España de manera regulada y supervisada ex profeso, se hacía aún más atractiva para muchos profesionales que contaban con años de experiencia en el sector, y que de una u otra forma, estaban esperando la oportunidad de asesorar de manera realmente independiente a sus clientes.

Sin embargo, la realidad fue bien distinta a la previsión de recuperación y salida de la crisis que se había dibujado por muchos agentes, y lo que aparentemente se vislumbraban como oportunidades y fortalezas para esta profesión, rápidamente se tornaron en amenazas y debilidades.



Una vez más, pronósticos y previsiones difieren de la realidad, y somos así ya más de 80 EAFI, las que asesoramos de manera profesional a miles de clientes, muchos de los cuales se encontraban hasta entonces sin recibir un asesoramiento financiero adecuado, otras veces éste era insuficiente o, lo que es peor, en ocasiones incluso hasta deficiente.

Años después, hemos podido comprobar que está siendo en este entorno tan difícil y complicado para inversores y asesores, cuando realmente se está poniendo de manifiesto la importancia de contar con un asesor financiero independiente, que le permita al inversor conseguir sus objetivos, manteniendo siempre unos niveles de riesgo acordes a su perfil.

Una vez más, pronósticos y previsiones difieren de la realidad, y somos así ya más de 80 EAFI, las que asesoramos de manera profesional a miles de clientes, muchos de los cuales se encontraban hasta entonces sin recibir un asesoramiento financiero adecuado, otras veces éste era insuficiente, o lo que es peor, en ocasiones incluso hasta deficiente.

Por otro lado, también queremos dedicar unas líneas de este artículo a la diferencia entre modelos de EAFI, a los que el crecimiento actual de esta figura está llevándonos, o podría hacerlo en un futuro próximo. De nuevo, el Mercado se encargará de ir seleccionando aquellos modelos más indicados para cada necesidad de asesoramiento, para cada tipo de cliente, las más rentables, e incluso las viables o las que no lo serán.

Es evidente que no existe un único modelo de EAFI válido, sino que son varias las posibilidades que el Mercado y la regulación actual nos ofrecen, para desarrollar esta apasionante profesión de manera exitosa.

Así, nos podremos encontrar con el desarrollo de empresas de asesoramiento financiero de mayor dimensión, que cuenten con un grupo más amplio de asesores y de oficinas, que realicen sus propios desarrollos informáticos in house, que tengan una mayor facturación, etc.; coexistiendo perfectamente, como ya ocurre en la actualidad, con otras EAFI en las que el número de asesores sea más reducido, cuenten con un menor número de oficinas, y en las que se subcontraten algunos de los recursos que necesiten, tales como aplicaciones informáticas, herramientas y servicios para la obtención y tratamiento de la información, etc.

Ambos modelos son en nuestra opinión perfectamente válidos y los dos tienen posibilidades de ser ciertamente atractivos tanto desde un punto de vista empresarial y profesional, como desde el punto de vista de los inversores.

Los clientes pueden encontrar en unas y en otras, ventajas e inconvenientes, ya que en ocasiones buscarán tamaño de empresa o un mayor número de asesores, y en otras mayor cercanía y atención personalizada, etc., pero pensamos que lo que siempre buscará el inversor en su asesor es la confianza, y esto es perfectamente posible en unos y otros modelos de EAFI, ya que la confianza la proporcionan fundamentalmente los profesionales, independientemente del modelo de negocio en el que se esté desarrollando la actividad.

Por su parte las EAFI, personas físicas o jurídicas, podrán ver cumplidos sus objetivos bajo una u otra forma de negocio, siempre y cuando sus logros coincidan con sus expectativas de rentabilidad, desarrollo profesional y personal, etc.

Cada cliente y cada situación son diferentes, y muchas veces los objetivos y expectativas de las EAFI también lo son, lo que juega a favor de la coexistencia de diferentes modelos de negocio, siempre y cuando los profesionales generemos la confianza necesaria en las personas e instituciones que el cliente demanda. En caso contrario, la viabilidad del negocio, estará seriamente comprometida.

En resumen, sugerimos al lector la reflexión sobre dos ideas. La primera, que precisamente las dificultades del Mercado han sido y serán una excelente oportunidad para demostrar a los inversores el verdadero valor que aporta un buen asesoramiento financiero independiente y profesional; y la segunda, que la viabilidad de una EAFI no vendrá determinada exclusivamente por el modelo de negocio que aplique, sino por la confianza que ésta sea capaz de generar entre sus clientes, antes de serlo, mientras lo sean, y una vez finalizada la relación.

Lo que siempre buscará el inversor en su asesor es la confianza, y esto es perfectamente posible en unos y otros modelos de EAFI, ya que la confianza la proporcionan fundamentalmente los profesionales, independientemente del modelo de negocio en el que se esté desarrollando la actividad.

En DiverInvest tenemos una bola de cristal que prevé el futuro y sobre el porvenir de la inversión nos ha mostrado que la clave del éxito, será la figura del Inversor Responsable. Nosotros hemos desafiado a la bola y, como creemos más en el presente que en lo que vendrá, ya estamos desarrollando del concepto del Inversor Responsable

David Levy
Presidente de DiverInvest EAFI

Mireia Jiménez y Rosa Coma
Responsables de activos financieros

El inversor responsable

Hoy más que nunca el **ser humano** debe sobresalir por encima de todo y ser consciente de la responsabilidad que tiene. Hasta ahora se hablaba de que el inversor tenía tres pilares en los que invertir solidariamente: la filantropía, la inversión de impacto (dar solución) y la inversión sostenible (destinadas a la preservación del medio ambiente). Desde DiverInvest queremos incorporar en esta conjuntiva un cuarto pilar: el Inversor Responsable.

La figura del **Inversor Responsable** se une a la ya existente en los bancos, gestoras y a la RSC (Responsabilidad Social Corporativa) de las empresas. Su planteamiento está enfocado a toda persona o institución que busca **una manera diferente de plantearse las inversiones y de recibir mejores resultados.**

Estos tiempos de crisis que estamos viviendo han evidenciado las malas prácticas de inversión y de especulación que estaban instaladas en nuestros mercados. Ver estos hechos con perspectiva tiene que servirnos para plantearnos seriamente la necesidad de invertir a partir de unos valores y principios más sostenibles y éticos.

En DiverInvest, aspiramos a que nuestros criterios no sólo se basen en los marcos ya existentes en los Principios de Inversión Responsable (PRI) y en la Inversión Socialmente Responsable (ISR), sino que perseguimos dar un paso más allá fomentando y fortaleciendo la figura del Inversor Responsable.

Nos podríamos preguntar ¿qué es el Inversor Responsable? ¿Por qué le damos tanta importancia? ¿Qué actitudes nos llevaran a ajustarnos a esta nueva figura? Y las "Impact Investments" (inversiones con impacto positivo), ¿Qué son?

Cuando hablamos de la ISR, nos estamos refiriendo a la incorporación de criterios éticos, sociales y ambientales al proceso de toma de decisiones de inversión para complementar los criterios tradicionales de liquidez, rentabilidad y riesgo.

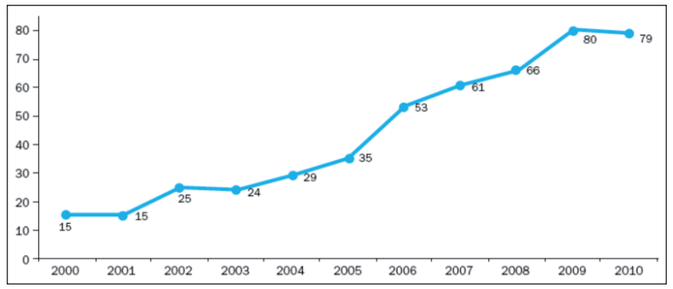
La finalidad de este tipo de actitudes es mejorar las condiciones de vida de la sociedad, a través de la acción de personas, empresas y organizaciones motivadas a comportarse de manera socialmente responsable, respondiendo así al interés de sus inversores y creando también un valor añadido desde el punto de vista social.

En el camino de la inversión socialmente responsable nos encontramos con otro concepto estrictamente relacionado, las inversiones con impacto. Inversiones financieras que buscan producir un impacto positivo en la sociedad como pueden ser los bonos de impacto social, los fondos de inversión en empresas sociales, préstamos a ONG, etc. siendo positivas más allá de su rentabilidad financiera. En este aspecto nos parece interesante el documento de JP Morgan: Impact Investments en colaboración con The Rockefeller Foundation y Global Impact Investing Network[1] en el cual nos presentan cómo las inversiones de impacto ofrecen una nueva alternativa para canalizar a gran escala el capital privado para el beneficio social.

No somos los únicos que pensamos que este es el camino a seguir. Según la asociación española SpainSIF[2] la principal estrategia para llevar a cabo la ISR empieza en primer lugar por incorporarla en las Juntas de Accionistas de las empresas y en un segundo lugar, plantear que en una inversión es importante tener presente que los aspectos referidos a valores sociales y medioambientales como las armas, la explotación infantil o las plantas nucleares, que impiden adoptar una etiqueta de ISR, son más relevantes que los aspectos morales como pueden ser el tabaco y el juego.

Por otra parte el Instituto de Innovación Social de ESADE presentó, el pasado diciembre, el *Observatorio 2011 de la Inversión Socialmente Responsable*[3], en el cual se habló sobre la evolución del mercado de la ISR en nuestro país. En él se constata que la inversión responsable en España ha experimentado una transformación fundamental.

Figura 12. Evolución del número de fondos ISR en España (2000-2010)



Fuente: ESADE - Observatorio 2011 de la ISR | Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España - Pág. 45

Uno de los temas que expuso el informe de ESADE, fue el del crecimiento de los fondos de ISR gestionados en España, tal y como se muestra en el gráfico.

En DiverInvest ponemos el acento en el inversor y no tanto en la empresa como sí lo hace la RSC.

Queremos apoyar a las personas comprometidas con el mundo, aquellas que apuestan por invertir en su desarrollo. Creemos en el medio ambiente y en ayudar a su preservación. Trabajamos para que las personas inviertan en rentabilidad pero también en responsabilidad.

Y todo esto lo hacemos con la ayuda del Inversor Responsable, un inversor que analiza sus activos financieros con un planteamiento limpio, ético y sostenible, dando una alternativa al consumo agresivo de la inversión.

A nuestro Inversor Responsable le pedimos:

- Código de conducta:
  - Comunicación clara y sencilla.
  - Productos no especulativos.
  - Operativa transparente.
- Distinguir aquellos productos financieros con normativa internacional que los regule.
- Firmar un código deontológico de buenas prácticas.
- Examinar instituciones de control independiente.

Son grandes y pequeños los inversores que han empezado a aplicar estas directrices, lo que nos demuestra la necesidad de ser constantes en educar a las personas en este nuevo terreno de responsabilidad en las inversiones.

Tenemos mucho camino por recorrer en este sector tan complejo, pero nunca podemos perder el horizonte de hacia donde vamos y que limites no debemos cruzar ante toda actuación financiera. Aunque existen algunas barreras legislativas y financieras que no ayudan a implementar el ISR, desde DiverInvest nos comprometemos a seguir acompañando al Inversor Responsable con optimismo y buen trabajo.

1. Report by J.P. Morgan and the Rockefeller Foundation assesses expected and realized returns from more than 1,000 impact investments collected by the Global Impact Investing Network
2. Ver el "Informe sobre la inversión socialmente responsable en España, Estudio 2010, SpainSIF
3. ESADE - Observatorio 2011 de la ISR | Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España

Ignacio Lanza
Socio de AD-HOC Asesores Financieros EAFI

Es licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, licenciado en Ciencias Actuariales y Executive MBA por el IESE. Ha desarrollado su carrera profesional en Merrill Lynch (14 años) y Nomura (3 años), ocupando puestos de responsabilidad tanto en Madrid como en Londres. Ha sido responsable del departamento de productos estructurados y derivados de renta variable, renta fija y materias primas, asesorando a entidades financieras como Bancos, Empresas de Gestión de Patrimonios, Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión, Sociedades Gestoras de Fondos y Planes de Pensiones y multinacionales españolas.

AD-HOC Asesores Financieros EAFI, S.A, lleva más de dos años inscrita en el Registro de Empresas de Asesoramiento Financiero de la CNMV. ¿Qué le motivó a constituir en aquellos momentos una sociedad tan novedosa como eran las EAFI?

AD-HOC fue creada por 4 socios que trabajaban en banca de inversión y la gestión de patrimonios en bancos internacionales, dónde prestábamos asesoramiento directamente a clientes institucionales y entidades financieras de todo tipo. Todos aportamos una gran experiencia y conocimiento de productos financieros y de inversión, así como del funcionamiento de los distintos mercados internacionales. La idea surgió ante la demanda de familiares y amigos muy cercanos para que les aconsejáramos sobre sus inversiones de forma independiente, profesional y sin conflictos de interés, y que les recomendáramos aquellos productos en las que nosotros mismos invertíamos. Pensamos que podíamos desarrollar un negocio a partir de esta base, y el nacimiento de un nuevo marco regulatorio para las empresas de asesoramiento financiero nos permitía diferenciarnos de lo que comúnmente se conocen como "chiringuitos financieros".

Por tanto podemos decir que a partir de nuestros conocimientos y experiencia, la demanda que teníamos de asesoramiento independiente y profesional y el nacimiento de un marco regulatorio que reconocía y valoraba la actividad defendiendo al mismo tiempo los intereses de los clientes, generó un entorno propicio para comenzar a desarrollar esta actividad profesional.

Se trata de que cada cliente se encuentre cómodo con su cartera y que ésta se adecue a su perfil de riesgo.

¿Cuál cree que ha sido la respuesta del mercado Español a la figura del asesor financiero independiente?

Nuestra experiencia es que hay un profundo desconocimiento sobre las Empresas de Asesoramiento Financiero. No obstante, hay que diferenciar entre clientes institucionales, como pueden ser Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión o de Fondos de Pensiones, y clientes particulares o minoristas. Entre los primeros, el conocimiento es más amplio, sin embargo entre el cliente particular es casi nulo. Pero una vez que tenemos la oportunidad de explicar en qué consiste nuestra actividad y sobre todo el valor añadido que ofrecemos, vemos una aceptación muy grande. El inadecuado y pobre asesoramiento ofrecido por algunas entidades financieras y las "recomendaciones poco recomendables" que hicieron, han ayudado a reconocer la necesidad de recibir un asesoramiento independiente, transparente y libre de conflictos de interés.

¿Es difícil para una EAFI crecer en número de clientes?

La dificultad para crecer en número de clientes no es diferente de la de cualquier otra profesión liberal como pueda ser el asesoramiento legal, fiscal etc. La diferencia es que en la mayoría de los casos los clientes potenciales se sienten correctamente atendidos por las entidades financieras dónde tienen depositados sus ahorros. Hay que hacer una labor de educación en la que el cliente descubre la necesidad de un asesoramiento profesional y el valor añadido que ofrecemos. Con esto quiero decir que la inmensa mayoría de clientes no es consciente de la existencia de un asesoramiento financiero profesional e independiente fuera del que reciben de sus entidades financieras y cuya actividad está regulada y supervisada por la CNMV para proteger sus intereses.

El valor del asesoramiento está no solo en la rentabilidad que obtiene el cliente, sino en las perdidas que se evitan al desaconsejar determinadas inversiones que no son idóneas o que no están lo suficientemente claras.

¿Qué beneficios en términos cualitativos obtienen los clientes asesorados por AD-HOC Asesores Financieros EAFI, S.A.?

Se empieza realizando una labor formativa muy importante y que será la base de la confianza y el éxito en el asesoramiento. Básicamente consiste en explicar cómo el objetivo de rentabilidad está íntimamente ligado al riesgo asumido y que no existen milagros ni "pelotazos" libres de riesgo. A continuación se recomienda una cartera completamente personificada. Se trata de gestionar las expectativas de los clientes sin promesas ni engaños, siendo realistas con la rentabilidad media que pueden obtener en función del riesgo que quieren o pueden asumir, traducido en posibles pérdidas en sus inversiones.

Para nosotros cada cliente es diferente, y aunque dos clientes tengan el mismo perfil de riesgo, un cliente puede querer no tener exposición a otra divisa que no sea el euro, o evitar exposiciones a determinadas zonas geográficas (ej: Asia) o a un determinado tipo de activo (ej: materias primas), y se le diseña su cartera en función de sus necesidades y preferencias. Se trata de que cada cliente se encuentre cómodo con su cartera y que ésta se adecue a su perfil de riesgo.

Destacar también que la experiencia y formación que tenemos los que trabajamos en AD-HOC nos permite realizar un

El inadecuado y pobre asesoramiento ofrecido por algunas entidades financieras y las "recomendaciones poco recomendables" que hicieron, han ayudado a reconocer la necesidad de recibir un asesoramiento independiente, transparente y libre de conflictos de interés.

análisis profundo y conocer el funcionamiento de los instrumentos que recomendamos. De esta forma somos conscientes de todos los riesgos que implica la inversión en cada instrumento. Evitamos sorpresas desagradables y pérdidas inesperadas, diferentes de la evolución aleatoria de los mercados.

Otro aspecto a mencionar es en relación a la información que damos a nuestros clientes. Nos sentamos con ellos para saber qué es lo que quieren y como quieren que les presentemos la información. Elaboramos un "reporting" a la medida de cada cliente. No todos los clientes tienen el mismo grado de sofisticación y conocimiento, y por tanto no todos quieren ver la misma información y de la misma forma. Se trabaja con el cliente de forma continua y el informe que le proporcionamos va modificándose de acuerdo a sus necesidades y preferencias.

¿Qué patrimonio necesita tener un inversor para poder acceder a los servicios de asesoramiento de una EAFI?

Esta es una pregunta difícil de contestar porque existen diferentes modelos de negocio entre las EAFIs. En líneas generales, el servicio que se ofrece varía mucho en función del patrimonio asesorado. Se ofrecen servicios a partir de patrimonios reducidos pero con un nivel de personalización bajo. Según aumenta el patrimonio se ofrece una mayor personalización. Esto no quiere decir que el asesoramiento sea malo en ningún sentido, pero no se tiene toda la flexibilidad que se puede ofrecer a patrimonios elevados. Dicho esto, no creo que me equivoque si digo que a partir de 100.000 euros se esté dando servicio de asesoramiento financiero por algunas EAFI.

¿Cree que existe en el inversor español una cultura para la contratación del servicio de asesoramiento financiero tal y como sucede en países de nuestro entorno y pagar por el?

La respuesta ahora mismo es que no existe esa cultura, pero no veo ninguna razón por la que no se llegue a una situación semejante a la de los países de nuestro entorno. Es verdad que partimos de un país bancarizado, muy integrado y en el que las entidades financieras ofrecen todo tipo de servicios de financiación, inversión e incluso seguros. Aunque es más cómodo para un cliente tener un único interlocutor en la sucursal de un banco que le ofrezca todos los servicios financieros (préstamos, financiación, tarjetas, inversiones, seguros, cuenta corriente…), según aumente el número de EAFI se conocerá y se valorará el servicio que ofrecen.

Es por tanto un proceso de retroalimentación en el que la proliferación de las EAFI creará un mayor reconocimiento de estas entidades y los clientes empezarán a plantearse la contratación de un servicio más especializado centrado en el asesoramiento financiero. Es cierto que la aparición de la EAFI puede "molestar" a algunas entidades, pero la realidad es que el cliente seguirá necesitando trabajar con una entidad financiera. Dependerá de las entidades financieras adaptarse a una nueva situación en la que no presten el asesoramiento y externalicen unos costes fijos muy altos. Algunas entidades se están adaptando con unos resultados muy buenos.

En cuanto a pagar por el servicio, es una cuestión psicológica porque de alguna manera u otra están pagando por recibir asesoramiento. Hay que explicar al cliente los costes asociados a los instrumentos en los que invierten y hacerles ver que el precio del asesoramiento no es elevado y les ofrece un gran valor añadido.

Y en momentos como el actual, en el que los mercados financieros tienen una elevada volatilidad y muchos activos registran pérdidas en el año. ¿Cómo percibe un inversor el hecho de pagar a un asesor financiero cuando no obtiene la rentabilidad deseada?

Esta parece ser una cuestión que plantean muchos clientes. Como dije al principio, es fundamental educar al cliente y gestionar sus expectativas. Si todas o casi todas las clases de activos tienen un comportamiento negativo, es muy difícil y yo diría que imposible, que el rendimiento de las carteras sea positivo en términos generales. Lo importante es que las pérdidas estén dentro de los márgenes asumibles por el cliente, que no se haya contratado ningún producto que no fuera idóneo para el cliente ni que se produzcan sorpresas inesperadas por no saber exactamente en que se estaba invirtiendo. El resultado del asesoramiento hay que evaluarlo en el medio plazo en el que la rentabilidad media alcanzada se aproxime a la rentabilidad objetivo acorde el perfil del cliente.

Muchas veces el valor del asesoramiento está no solo en la rentabilidad que obtiene el cliente, sino en las perdidas que se evitan al desaconsejar determinadas inversiones que no son idóneas o que no están lo suficientemente claras. Esto es algo que tenemos que transmitir a los clientes y recordárselo frecuentemente.

¿Se ha visto afectada la confianza del inversor ante la crisis que estamos atravesando? ¿Cree que este escenario de incertidumbre ha incentivado la búsqueda de los servicios de las EAFI?

Es cierto que estamos atravesando una crisis económica y financiera que puede ser la más profunda de las que hemos sufrido en los últimos 50 años, pero también es cierto que pasará y se superará. Desde el punto de vista del inversor, esta crisis ha provocado una pérdida de valor brutal. Sin embargo, un error muy común es calcular lo que se ha perdido desde los máximos del año 2007 o 2008 para evaluar la labor del asesor. Debe analizar sus carteras con un horizonte temporal más amplio, mirando hacia el futuro y nunca poner como referencia los niveles máximos del mercado.

La falta de confianza del inversor no es tanto por el comportamiento adverso de los mercados como por el deficiente asesoramiento recibido, que les ha hecho estar invertidos en productos que no eran recomendables desde el mismo momento en que se compraron. Es esta la razón por la que la necesidad de un asesoramiento profesional y libre de conflictos de interés emerge con más fuerza y es más valorado por los inversores. La falta de conocimiento de los que los clientes asumían como asesores financieros profesionales y las presiones comerciales de algunas entidades han provocado situaciones críticas a muchos clientes. Este comportamiento ha reforzado la necesidad de contar con un servicio de asesoramiento financiero y pagar por él.

Tras dos años de actividad ¿Se han cumplido sus expectativas iniciales desde la creación de la EAFI? ¿Nos podría comentar cómo ha sido el proceso y sus experiencias en estos dos años?

Desde el punto de vista de AD-HOC, podemos decir que hemos cumplido nuestras previsiones de captación de clientes e ingresos, e incluso las hemos superado. Además hemos comprobado una elevada satisfacción por parte de los clientes y no hemos perdido ningún cliente porque estuviera descontento por el servicio recibido.

La única sorpresa ha sido el enorme trabajo y esfuerzo que significa estar sometidos a supervisión por la CNMV. Los requerimientos normativos han superado lo que nosotros habíamos previsto, pero al ser un equipo suficientemente amplio lo hemos podido gestionar adecuadamente.

Las EAFI van a crecer tanto en número como en volumen de patrimonio asesorado. El servicio prestado tiene gran valor añadido y existe una demanda enorme de este servicio.

Desde su punto de vista, ¿Cuál es la previsión de crecimiento en el campo del asesoramiento financiero independiente?

Las EAFI van a crecer tanto en número como en volumen de patrimonio asesorado. El servicio prestado tiene gran valor añadido y existe una demanda enorme de este servicio. Como he dicho anteriormente, el cliente siente que este servicio lo recibe ya de forma gratuita, pero ni recibe un servicio profesional e independiente ni es gratuito, está pagando por él de forma encubierta.

Las entidades financieras no pueden competir en términos de profesionalidad ni personalización del servicio exceptuando a los clientes con grandes patrimonios. Si bajamos de segmento a clientes con patrimonios más reducidos, el beneficio de las entidades financieras se basa en las economías de escala y el ahorro de costes, de forma que no pueden ofrecer ni un trato "adhoc" al cliente ni tienen asesores financieros con la formación adecuada. Utilizan realmente prescriptores de productos seleccionados por las entidades y empujados por campañas de marketing y eso no es lo que demanda el cliente. Esto provoca un vacio en el mercado que se va a rellenar con el asesoramiento financiero profesional e independiente.

…después de 3 años, hay 85 EAFI inscritas, alguna mas autorizada en fase de inscripción y muchos asesores o consultores (no se sabe cuántos pero "haberlos, haylos") asesorando sin obtener la debida autorización.

Las EAFI, tres años después

Evolución

economistas
Consejo General
EAF · economistas asesores financieros

Carlos Orduña
Presidente de Economistas Asesores Financieros
Consejo General de Colegios de Economistas de España

Desde el 15 de enero de 2009, fecha en que se publicó la Circular 10/2008 de la CNMV sobre las Empresas de Asesoramiento Financiero, donde se establecían los procedimientos para solicitar la autorización de la CNMV para constituir una Empresa de Asesoramiento Financiero EAFI, han sido muchas las solicitudes que se han cursado ante la CNMV, unas bien fundamentadas y otras no tanto. Muchas de estas solicitudes han sido desestimadas por la CNMV por incumplimiento de los requisitos, y otras por los propios solicitantes, al considerar que podrían seguir con la actividad que estaban desarrollando sin necesidad de estar regulados. El resultado es que, después de 3 años, hay 85 EAFI inscritas, alguna mas autorizada en fase de inscripción y muchos asesores o consultores (no se sabe cuántos pero "haberlos haylos") asesorando sin obtener la debida autorización.

Según las últimas estadísticas publicadas por la CNMV sobre las Empresas de Servicios de Inversión, correspondientes al mes de diciembre de 2011, hay 182 empresas no bancarias autorizadas para prestar asesoramiento financiero y el patrimonio asesorado asciende a 24 mil millones de euros tal como se expone en el cuadro siguiente:

Asesoramiento Financiero

	Nº Entidades	%	Nº Contratos Asesoramiento	%	Patrimonio Asesorado (miles €)	%
1. Sociedades de valores	49	27%	1.509	13%	1.213.014	5%
2. Agencias de valores	45	25%	4.855	42%	2.963.397	12%
3. Sociedades gestoras de cartera	6	3%	1.384	12%	3.980.542	16%
4. Empresas de Asesoramiento Financiero	82	45%	3.789	33%	16.132.920	66%
Total Empresas de Servicio de Inversión	182	100%	11.537	100%	24.289.873	100%

Las EAFI, que representan el 45% de las entidades de servicios de inversión, superan al resto de ESI en cuanto a patrimonio asesorado (66% del total), fundamentalmente patrimonio de clientes profesionales, pero no es así en número de contratos (33% del total). En el último año, el número de EAFI ha aumentado un 57,7%, en línea con el incremento del 55,86% del número de contratos, siendo mucho mas modesto el incremento del patrimonio asesorado, que solo lo ha hecho en un 8,88%, aunque lo más positivo es que el patrimonio asesorado correspondiente a clientes minoristas se ha incrementado en un 26%.

Empresas de Asesoramiento Financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado

	2009	2010		2011		% Variación en:	
	II	I	II	I	II	Un semestre	Un año
Número de EAFI Registradas	16	36	52	64	82	28,13	57,69
Número de Contratos							
1. Clientes minoristas	293	1.732	2.345	3.037	3.635	19,69	55,01
2. Clientes profesionales	24	53	79	109	127	16,51	60,76
3. Otros	0	4	7	12	27	125,00	285,71
Total	317	1.789	2.431	3.158	3.789	19,98	55,86
Patrimonio Asesorado (miles de euros)							
1. Clientes minoristas	364.284	1.164.130	1.715.084	1.895.320	2.168.957	14,44	26,46
2. Clientes profesionales	1.046.702	10.746.313	13.995.206	14.501.823	13.963.983	-3,71	-0,22
3. Otros	0	19.200	92.453	101.671	1.073.391	955,75	1061,01
Total	1.410.985	11.929.643	15.802.743	16.498.814	17.206.331	4,29	8,88

En cuanto a los ingresos obtenidos por estas entidades, estos han aumentado con respecto al año anterior el 43,54%. A pesar de este incremento, lo cierto es que la media de ingresos por EAFI, ha descendido un 9%.

Ingresos (importes en miles de euros)

	2009	2010		2011		% Variación en:	
	II	I	II	I	II	Un semestre	Un año
Ingresos por comisiones							
1. Comisiones percibidas	3.183	7.726	20.629	14.080	29.586	110,13	43,42
1.1. De clientes	2.776	6.155	17.132	11.720	24.801	111,61	44,76
1.1.1. Asesoramiento Financiero	1.266	4.709	15.105	9.792	21.284	117,36	40,91
1.1.2. Asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, fusiones y adquisiciones	365	454	958	810	1.423	75,68	48,54
1.1.3. Elaboración de informes de inversiones y análisis financiero	768	715	864	788	1.574	99,75	82,18
1.1.4. Otras	377	277	206	330	532	61,21	158,25
1.2. De otras entidades	407	1.571	3.497	2.360	4.773	102,25	36,49
2. Otros ingresos	0	57	116	36	192	433,33	65,52
Total	3.183	7.783	20.745	14.116	29.778	110,95	43,54

Aunque la evolución tanto en número de EAFI, patrimonio asesorado, e ingresos es muy positiva, hay que tener en cuenta que las EAFI no están teniendo un camino fácil en estos momentos. El exceso de bancarización del sistema con la confusión de las actividades de asesoramiento y comercialización, la poca cultura financiera de los inversores, la crisis económica y financiera en que estamos inmersos, etc. no están favoreciendo el desarrollo que esta actividad debería tener y que en muchos países de Europa ya tiene.

Un exceso de requisitos para realizar una actividad, sea cual sea, si no tiene como contrapartida un incremento de los ingresos, puede hacer inviable el desarrollo de dicha actividad.

Divisas en 2012

En últimos años, las divisas han empezado a ganar protagonismo como activo de inversión, con fondos y ETFs como vehículos, además de los CFDs o de la renta fija. Lejos de intentar hacer historia, sí creemos interesante tratar de adentrarnos en el panorama para 2012, y más concretamente sobre el cruce clave: el euro-dólar.

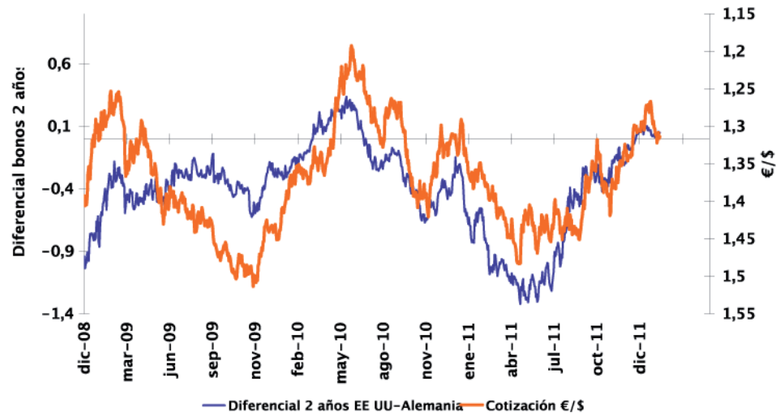
Marian Fernández
Responsable de Estrategia
de INVERSIS BANCO

Enero 2012: partimos de una situación donde el mercado parece haber dejado de lado la posibilidad de un evento dramático como la posible ruptura de la Zona Euro. ¿Dónde estamos exactamente? Próximos a un acuerdo con los tenedores de deuda griega, con el futuro político de Europa dibujándose entre cumbre y cumbre, y mientras el BCE ofreciendo "barra libre" de liquidez a 3 años. En sólo unas líneas hemos mezclado argumentos a favor y en contra de la moneda: menor riesgo sistémico y avances en lo político (positivo) versus una entidad monetaria que inunda los mercados financieros de euros (negativo). Aunque también podemos concebir alguna de las anteriores en clave de interrogante. Por ejemplo, ¿menor riesgo sistémico pero no inexistente?: a la luz están los CDS de Portugal cotizando nuevas ayudas y no faltan rumores sobre si será necesaria una segunda reestructuración en Grecia…

¿Qué fuerzas se impondrán en la cotización de la moneda? Desde el frente político, sólo un mensaje: creemos que hay una firme determinación para salvar el proyecto europeo, aunque entre medias, parezcamos estar jugando una partida de póker (Alemania vs. Francia-periféricos). Junto a la determinación política (o tras ella) están los aspectos económicos ligados al "Proyecto Euro". Se estima que el coste medio por alemán de una ayuda a los países de la Zona Euro ronda los 1.000 euros, mientras la factura se eleva a 6.000 euros si se planteara la ruptura de la moneda. Esto que conocen los políticos alemanes (un 70% apoya la ayudas), parecen ignorarlo el resto del electorado del mismo país (sólo un 20% se muestra partidario de los programas de apoyo a la Zona Euro). Con todo, el riesgo geopolítico es difícil de medir (recordemos el conato de *referendum* griego horas después de una cumbre europea…), por lo que tendremos que centrarnos en el de corte "más financiero". Y es aquí donde entra en juego el BCE y sus más recientes medidas. En la primera subasta a 3 años (diciembre 2011) vimos una demanda de 489.000 mill. de euros. De cara a la próxima, se especulan con cifras que podrían llegar a duplicar esa cifra. En conjunto estamos hablando de un total estimado de 1,5 bill. de euros. Pues bien, si creemos (y así es en nuestro caso) que esta medida es una "variante" europea del QE *(quantitative easing)* que han llevado a cabo en dos oleadas consecutivas desde la FED, el impacto en el euro de este tipo de medidas sería claramente negativo. Es decir, al margen de los avatares políticos, el euro estaría sesgado a la baja. Pero quedándonos en este punto, el análisis sería demasiado simple. Tenemos además que considerar si desde EE UU habrá o no una nueva edición de medidas cuantitativas, lo que sería el QE3. A la vista de los datos de actividad (sólidos), y de los de precios y expectativas de los mismos (alejados de terreno deflacionista), no lo consideramos como la opción más probable. Nos parece que la FED no deja de llevar a cabo el juego de "dejar la puerta abierta sin intención de pasar por ella", para mantener ciertas esperanzas vivas en los mercados financieros. No QE3=no presión a la baja para el dólar por esta vía. Por tanto, desde las medidas extraordinarias desde las autoridades monetarias, el euro parece tener más que perder que ganar.

inversis BANCO
TU EVOLUCIÓN FINANCIERA

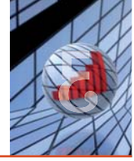
Diferenciales de tipos y divisas



¿Y qué dicen los flujos en materia de divisas? Desde hace meses, el euro se ha vendido de manera masiva, llegando a posiciones cortas extremas. Más concretamente casi un 40% por debajo de las vistas en mayo de 2010 cuando la crisis griega acababa de estallar y las perspectivas de ruptura del euro alcanzaron máximos. Sin un escenario en puertas similar, creemos que el euro podría estar sobrevendido. ¿Escaso margen entonces para más descensos?

¿Dónde podría estar el suelo para el euro? En este punto echamos mano de un criterio que sobresale a la hora de explicar la trayectoria de una divisa: el diferencial de tipos de interés, y más concretamente en plazos de 2 años. ¿Qué nos dice esta "brújula"? Las perspectivas de tipos en EE UU las aclaró la FED en el mes de enero: si antes esperaban mantenerlos en tipos bajos hasta mediados de 2013, ahora amplían este plazo de tipos "excepcionalmente bajos" hasta finales de 2014. Desde el BCE, con menos transparencia en este punto, creemos factible alguna rebaja de tipos adicional desde el actual 1%, pero ya menor (¿0,25%?), y en cualquier caso descontada por el mercado. Enfrentando ambas perspectivas de tipos con la divisa, como vemos en el gráfico adjunto, podemos lanzar una afirmación: el euro parece bien valorado en entornos del 1,30 mientras niveles de 1,20 no parecen justificable por motivos de valoración, y sólo se daría en momentos de riesgo sistémico, hoy no contemplables.

Aunando todo lo anterior para cerrar con una conclusión, y no caer en aquello de lo que no nos acusan a los economistas, de ser capaces de defender una postura y la contraria, vamos a concretar. En los próximos meses, desde Inversis, creemos que el eurodólar seguirá moviéndose en el rango 1,20-1,35. Aprovechémoslo.



2012

Una estrategia de inversión basada en posibles escenarios para un año dominado por la política

Alexander S. Friedman
CIO de UBS Wealth Management

En estos tiempos, resulta difícil ser optimista. En sus previsiones para el nuevo año, los líderes políticos europeos han señalado que 2012 será difícil, y los inversores se inclinan cada vez más por los activos considerados "refugios seguros"

Hay muchos motivos para ser pesimista. La crisis de la zona euro posiblemente siga dominando el panorama de inversión durante un año más. En ese entorno, a los inversores les resulta cada vez más difícil encontrar activos seguros con los que proteger sus carteras. El oro, el franco suizo y varios bonos de deuda pública de la zona euro han dejado de ser una opción, y lo que les queda a los inversores son los títulos del Tesoro de EE. UU., los bonos japoneses y los alemanes, pese a que sus rendimientos se sitúan en mínimos históricos que difícilmente vayan a equipararse con la inflación.

Aun así, si 2011 sirve para recordar lo difícil que es predecir los acontecimientos económicos y políticos, también tendría que recordarnos que el "consenso" del mercado se equivocó. A principios de 2011 prevalecía un optimismo generalizado, en marcado contraste con el coro de pesimistas que se escucha actualmente. Por otra parte, el mundo se enfrenta probablemente a varios cambios de liderazgo político en 2012 y, en parte como consecuencia de esto, el espectro de posibles resultados económicos es especialmente variado. Al definir la distribución de activos, un proceso de inversión riguroso debe evaluar estos factores, estar preparado para la posibilidad de que el consenso del mercado se equivoque y procurar invertir en activos que podrían contradecir las visiones tradicionales.

¿Cuál es el escenario de base para 2012?

La crisis europea no ha acabado. La reciente Operación de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO) del Banco Central Europeo (BCE) facilitó a los bancos europeos 489.000 millones de euros para préstamos a tres años. Esto ha contribuido a aliviar las presiones para acceder a financiación mayorista y ha aumentado considerablemente el tamaño del balance del BCE. Pero en la medida en que los mercados privados de financiación permanezcan cerrados, los bancos necesitarán estos fondos para reembolsar la abultada deuda que vence en 2012.

Los rendimientos de la deuda soberana de países periféricos siguen siendo elevados, y los gobiernos de esos países (Grecia, Irlanda, Portugal, Italia y España) necesitan financiación por más de 500.000 millones de euros en 2012. En total, los gobiernos europeos, los bancos y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) competirán en 2012 por recursos financieros del orden de los 2,3 billones de euros.

En otras palabras, mantenemos una posición prudente respecto de la región.

Las condiciones en EE.UU. son mejores. Los bancos, cuyos balances tienen una dimensión entre 2 y 3 veces menor que los de los bancos europeos, no están en proceso de desapalancamiento, y se espera que el crecimiento económico estadounidense siga siendo moderadamente positivo. Los datos de empleo siguen sorprendiendo con cifras mejores de lo esperado: la última medición redujo el desempleo al 8,5%.

Los problemas de los países desarrollados generan dificultades para los mercados emergentes, si bien estos tienen más margen para adoptar medidas de estímulo fiscal y monetario. Ha habido unas primeras señales de relajación monetaria en China. Sin embargo, aunque creemos que China seguirá manejando los hilos de su economía con miras a alcanzar el objetivo de crecimiento del 8% fijado para 2012, no prevemos una relajación monetaria más generalizada a corto plazo. En líneas generales, la conclusión clave es que esperamos que la segunda economía del mundo continúe diseñando un "aterrizaje suave."

¿Cuáles son los riesgos de que el escenario sea más desfavorable?

Si bien nuestro escenario de base es de por sí complicado, no es difícil concebir un panorama más preocupante. No puede descartarse que una quiebra de Grecia derive en una espiral de impagos en la zona euro, como tampoco podemos descartar la nacionalización de algún banco importante de la región, o incluso de varios bancos. Ante cualquiera de estos acontecimientos, algunos países, y sus sistemas bancarios, podrían ver vedado el acceso a los mercados de financiación, lo que derivaría en una "situación tipo Lehman", pero de mayor escala, en la que el BCE posiblemente no podría actuar como "prestamista de último recurso". Toda esto podría conducir a una disolución parcial de la zona euro.

Si bien en 2012 los principales riesgos se concentran en Europa, la recuperación aún frágil de EE.UU. depende de que mejoren las condiciones del mercado laboral y el consumo.

Asimismo, la tensión geopolítica en Oriente Medio podría causar fuertes subidas de los precios del petróleo, que reducirían el poder adquisitivo real. Es muy probable que la Reserva Federal combata cualquiera de estos escenarios con medidas adicionales de estímulo, aunque posiblemente no sean tan efectivas como los programas anteriores.

Por último, un crecimiento del PIB chino inferior al 7% sería considerado un aterrizaje brusco.

Riesgos de impacto positivo

Es posible que estemos subestimando la credibilidad de la gran reforma y de los programas de austeridad que han sido aceptados por los países europeos con dificultades. Una aplicación efectiva de estos programas podría aumentar el interés de los inversores, en vista de los rendimientos aparentemente atractivos que ofrece la deuda pública de países periféricos. Asimismo, las exportaciones hacia regiones más sólidas podrían mejorar considerablemente las perspectivas económicas de Europa. También es posible que los esfuerzos de la Operación de Refinanciación a Largo Plazo del BCE acaben por generar una demanda adicional de deuda soberana europea si los bancos ejecutan operaciones de carry trade, tomando prestado del BCE a tipos mínimos y comprando deuda pública de países de la región que ofrece mayores rendimientos.

Mientras tanto, la economía de EE. UU. podría iniciar un proceso positivo de retroalimentación en el que el crecimiento del empleo estimularía la confianza del consumidor, esto incrementaría el gasto, y esto, a su vez, reforzaría la confianza del sector empresarial. También es posible que China aproveche una menor inflación para poner en marcha medidas enérgicas de relajación monetaria.

¿Cómo posicionarse de cara a 2012?

Nos siguen gustando los bonos corporativos y las acciones de EE. UU., ya que ambas clases de activos se ven favorecidas por una economía relativamente robusta. Por el contrario, seguimos recomendando evitar los activos "de riesgo" de la zona euro.

El resto de nuestras recomendaciones de inversión giran en torno a los activos considerados "refugios seguros" y, en particular, aquellos que obtienen un dividendo razonable. Además de los bonos corporativos de EE. UU., para los inversores que pueden tolerar un mayor nivel de riesgo y menor liquidez, los bonos de alta rentabilidad de EE. UU. ofrecen valoraciones atractivas. Asimismo, consideramos que los bonos corporativos con grado de inversión constituyen una alternativa atractiva, más líquida y de menor riesgo.

Los inversores en renta variable deben mantener la prudencia y seguir buscando empresas con diversificación mundial de sus negocios y rentabilidades por dividendos altas y sostenibles.

En cuanto a las materias primas, hemos elevado la recomendación del petróleo, de infraponderar a neutral. En esencia, una mayor oferta de Libia, sumada a la menor demanda de Europa, debería traducirse en una disminución de los precios. Sin embargo, en vista de las elecciones en Irán del mes de marzo, es probable que el régimen mantenga una posición dura con Occidente. Esta situación plantea el riesgo de un importante encarecimiento del petróleo.

Otro año apasionante

El año 2012 se presenta como otro año apasionante para los mercados financieros.

Alfonso Benito
Director de Inversiones
AVIVA España

Sí, así lo veo yo. El año 2012 se presenta como otro año apasionante para los mercados financieros. Otro año en el que la volatilidad nos acompañará en el trascurrir de los días de este año olímpico; otro año en el que el diferencial seguirá apareciendo en los telediarios, tanto más cuanto mayor sea; otro año en el que los periódicos abrirán con portadas acerca de las operaciones corporativas de las entidades financieras españolas; otro año en el que las elecciones de los EEUU, allá por Noviembre, y Francia, en el próximo Abril, nos marcarán buena parte del devenir económico y político… en definitiva otro año apasionante.

Y sobre todo otro año apasionante en los mercados financieros.

Arrancamos 2012 con la reciente subida de impuestos del nuevo gobierno y con un déficit público en 2011 dos puntos superior al estimado anteriormente por el gobierno anterior, en buena medida generado por las comunidades autónomas, o matizo, algunas comunidades autónomas.

Del mismo modo, las previsiones de crecimiento para España y para la zona euro se han deteriorado enormemente en las últimas semanas. Se manejan cifras, por parte de organismos e instituciones nacionales, de caídas en el PIB cercanas al 2% para España y del -0,5% para el conjunto de la Unión Europea, que van a complicar seriamente el ajuste de las finanzas públicas de aquellos países con serios desajustes fiscales.

Sin embargo, y centrándonos en el mercado de Deuda Pública, la subasta de dinero ilimitada por parte del Banco Central Europeo a medio plazo (3 años) ha generado una enorme presión compradora de los bonos emitidos por los Estados de la Unión Europea. A modo de ejemplo, el bono español a 2 años que cotizaba con rentabilidades cercanas al 6% a finales de Noviembre, en la actualidad cotiza por debajo del 2,5%. Del mismo modo, los bonos alemanes del mismo plazo cotizan al 0,2% de rentabilidad, el bono francés al 0,7% y el bono italiano al 3,43%.

Esta liquidez, sin embargo, se ha quedado embalsada dentro del ámbito financiero, y no se ha permeabilizado hacía la economía real. Tras la última subasta de 500.000 millones de euros por parte del BCE, 400.000 millones volvieron a ser depositados en el propio Banco Central, lo que muestra que una buena parte de los inversores aún mantienen mucha cautela. Cautela porque, sí, se han dado los primero pasos, pero el camino va a ser largo para desandar los excesos del pasado. Digámoslo de una forma metafórica, el enfermo está estabilizado y recuperando fuerzas para una larga y dura recuperación.

Sin embargo, no descartemos que las turbulencias vuelvan en las próximas semanas o meses a los mercados financieros. ¿Qué ocurriría en los mercados si Portugal anunciara que necesita otro rescate financiero? ¿O, y si las agencias de calificación hicieran otra rebaja masiva de los rating de los países de la Unión Europea? ¿Y si España en vez de crecer al -2%, creciera al -3%? ¿O, si Italia no consigue enderezar el rumbo?, ¿Y si los mercados emergentes, con China a la cabeza se resienten más de lo esperado de la debilidad europea? ¿Y si la crisis diplomática con Irán de los EEUU, acaba en algo más que una disputa dialéctica?

Estos son algunos de los ejemplos de acontecimientos, que sin ser probables, son posibles, indudablemente generarían de nuevo turbulencias en los mercados financieros.

Los mercados de renta variable se encuentran en una situación bastante binaria. Será difícil que el año 2012 cierre en rentabilidades cercanas a la media histórica del 10% (no lo ha sido así desde luego en la primera década del siglo XXI), dado el escenario dicotómico al que nos enfrentamos:

> Tanto en renta fija como en renta variable, la selección de activos va a ser fundamental para obtener rentabilidades atractivas, y sobre todo, evitar grandes pérdidas.

1. Si las economías europeas periféricas comienzan a encauzarse gracias a las reformas estructurales y, tanto los países emergentes como EEUU mantienen sus niveles de crecimiento, la confianza se recuperará y volveremos a fijarnos en los altos márgenes de las compañías, los balances saneados que ostentan, la fuerte capacidad de generación de flujo de caja libre, los bajos costes de financiación…. la renta variable tendría potenciales de revalorización similares a los que vimos en 2009 tras la crisis de Lehman
2. Por el contrario, si la solución a la crisis de las economías europeas alargara en el tiempo, no se viera capacidad para volver a crecer a niveles cercanos al potencial, ya no en 2013 sino en 2014, las tasas de paro tan elevadas empezaran a considerarse como estructurales, los recortes necesarios para ajustar los déficit fueran tales que profundicen en la recesión y el descontento social, que el déficit público de EEUU empiece a generar problemas de financiación y fuertes subidas de tipos de interés, que se impongan barreras arancelarias y el proteccionismo tome protagonismo… la renta variable podría volver a sufrir fuertes caídas y escenas de pánico vendedor

Pero, esto no diferencia al año 2012 de otros años anteriores. Todos los comienzos de años, los gestores de activos nos hacemos mil y una preguntas y tantas o más conjeturas para intentar ganar a nuestros índices de referencia o a nuestros competidores.

Lo que si puede estar un poco más claro dentro de la nebulosa en la que nos encontramos, es que el comportamiento de todos los activos no va a ser homogéneo (todos los valores de un mismo sector con comportamientos similares, o todos los sectores moviéndose acompasados, o incluso todos los índices a nivel global con pocas diferencias). Tanto en renta fija como en renta variable, la selección de activos va a ser fundamental para obtener rentabilidades atractivas, y sobre todo, evitar grandes pérdidas.

A modo de ejemplo, la inversión en la petrolera española Repsol o en la italiana Eni, en 2011 han reflejado una diferencia de comportamiento de 15 puntos porcentuales, misma diferencia que entre la compañía de telecomunicaciones belga Belgacom y la holandesa KPN. Por no hablar los 15 puntos porcentuales de diferencia entre el S&P500 y el Ibex 35.

Incluso en la renta fija, la deuda pública española a 10 años tenía comportamiento positivo (no en diferencial frente a Alemania), mientras las cédulas hipotecarias, algunas con el mismo o mejor rating incluso que los bonos emitidos por el Reino de España, perdían posiciones en el apetito de los inversores.

Sin duda nos enfrentamos a un año de transformación de las estructuras económicas-políticas-financieras de nuestra vieja Europa. Sin duda, un año apasionante.

Las turbulencias económicas han provocado que las cotizaciones de muchos activos financieros, tanto de renta fija como variable, hayan sufrido un fuerte correctivo, muchas veces injustificado.

Las rentas periódicas en la estrategia de inversión

El inversor debe aprovechar este momento para reorganizar su cartera considerando el potencial de rentabilidad total de las inversiones que generan rentas.

Antonio Salido
Director de Marketing y Comunicación de Fidelity Worldwide Investment para España y Portugal

En un contexto de crecimiento económico reducido y tipos de interés bajos, el refugio tradicional de los bonos para los que buscan rentas constantes y predecibles sin riesgo ya no es posible en muchos mercados de deuda pública. Estados considerados desarrollados como Irlanda, Grecia y Portugal han requerido el rescate y el precio de sus respectivos bonos se ha hundido, por lo que los flujos se han dirigido a los países considerados de máxima seguridad, principalmente Estados Unidos y Alemania, que han rebajado al máximo la rentabilidad ofertada hasta el caso de llegar a ser negativa.

¿Quiere esto decir que hay que abandonar las inversiones en renta fija? Todo lo contrario. Dentro del universo de los bonos también es posible conseguir atractivas rentabilidades. Las preocupaciones macroeconómicas, por ejemplo, han elevado los rendimientos de los bonos corporativos en todo el espectro de riesgo, desde los bonos con calidad crediticia hasta los de alto rendimiento, sin haberse producido un deterioro de los fundamentales de estas empresas, ni unas tasas de impago que justifiquen la caída de los precios. Algo similar ocurre con los bonos de países emergentes, que, en muchos casos, cuentan con mejores niveles de deuda pública y saldos presupuestarios que países considerados desarrollados. Por su parte, los bonos ligados a la inflación pueden ser un vehículo perfecto para cubrir la cartera ante un futuro aumento de la inflación, que al no ser un problema en este momento permite que estos títulos coticen a precios atractivos.

Los rendimientos de los bonos corporativos en todo el espectro de riesgo se han disparado sin haberse producido un deterioro de los fundamentales que lo justifique

Ante la imposibilidad de que el inversor particular pueda elegir entre los distintos tipos de renta fija e ir ajustando la cartera en función de los movimientos de los mercados, una buena alternativa son los fondos de bonos de gestión activa con enfoque estratégico, que cuentan con una gestión profesional, alta diversificación y total flexibilidad para orientar la inversión hacia los bonos más atractivos en cada momento.

Con la rentabilidad de la deuda de los países más seguros en mínimos históricos, otra opción a tener en cuenta, aunque no exenta de riesgo, es la inversión en acciones con buena rentabilidad por dividendo. Para aquel que esté preparado para asumir ese riesgo y la volatilidad a corto plazo de las bolsas, la inversión orientada al dividendo puede generar una atractiva renta periódica. Además, cuando los flujos de dividendos son fiables, limitan el potencial de caída de un título y suelen comportarse mejor que las acciones que no remuneran al accionista. Y si los dividendos se van reinvirtiendo, la ventaja de estas acciones se multiplica gracias al efecto de la capitalización. Ahora bien, la clave será seleccionar aquellas empresas cuya situación financiera sea sólida y los dividendos sostenibles e, incluso, mejorables en el tiempo.

Pero identificar a estas compañías, lo mismo que a los bonos más interesantes en cada momento, requiere de un profundo análisis y de un constante seguimiento del mercado que sólo está en manos de los profesionales de la inversión. De nuevo, una de las formas más eficaces que tiene el inversor particular de acceder a estas rentabilidades por dividendo son los fondos de inversión. Los gestores profesionales de estos productos tienen a su disposición todos los recursos para lograr la diversificación más eficiente en las mejores empresas que reparten dividendos de forma recurrente y fiable.

En la inversión por dividendos, la clave está en seleccionar empresas con una sólida situación financiera y capacidad de incrementar su remuneración al accionista

Pero lo que algunos inversores desconocen es que la rentabilidad periódica que ofrecen estos activos se puede lograr igualmente invirtiendo en fondos de inversión de reparto de rentas. Como su nombre indica, estos productos tienen la particular característica de generar rentas de forma periódica, ya sea mensual, trimestral o anualmente. De esta forma el cliente puede disfrutar de las ventajas que ofrece la inversión en fondos con la estabilidad que otorgan a su cartera unos flujos constantes de liquidez, los cuales en la práctica actúan como antídoto contra la volatilidad reinante en los mercados, complementando los ingresos personales.

Y en el caso de que la subida de impuestos recién anunciada en nuestro país detraiga al potencial inversor particular interesado en este tipo de fondos (pese a que una adecuada reinversión de las rentas puede compensar una mayor tributación final que, no olvidemos, se ha anunciado temporal), siempre tiene otra alternativa: invertir en la clase del fondo elegido que acumule las rentas en lugar de repartirlas, opción de la que no dispone si invierte directamente en bonos o acciones.

invertia / 9 de Marzo de 2012

Mis Finanzas | Mercados

Llega el momento de comprar: los indicadores técnicos son alcistas para las Bolsas

Dos de los indicadores más utilizados por los analistas técnicos, el MACD y el RSI, no dejan lugar a duda: la tendencia de las principales Bolsas es alcista, al menos a corto plazo. En todo caso, conocer los niveles de entrada y cuándo cerrar las posiciones es imprescindible para no pillarse los dedos en un mercado tan volátil como el actual. Aquí van algunas pistas que da Aspain11 Asesores Financieros EAFI.

María Martínez / www.invertia.com

Miércoles, 25 de Enero de 2012 - 7:41 h.

El MACD (Moving Average Convergence Divergence) es un indicador de confirmación de tendencia que permite identificar con una alta fiabilidad la dirección de la tendencia principal del mercado. El MACD se calcula en función de medias móviles exponenciales de la cotización y su máxima fiabilidad se obtiene de su aplicación a gráficos semanales.

El RSI o indicador de fuerza relativa (Relative Strength Index) básicamente mide la velocidad a que se mueven los precios. El RSI se calcula diariamente y se normaliza para que esté entre 0 y 100. Normalmente se considera que un valor está sobrevendido cuando el RSI está por debajo de 30 y sobrecomprado cuando está por encima de 70.

"Invertia" · *25 de enero de 2012* · Aspain 11

ENTREVISTA

"Como EAFI, negociamos desde el lado de la mesa del inversor"

Josechu Carballedo y Arantza Virós

"Nueva Era-La Razón"·*30 de enero de 2012*
Josechu Carballedo y Arantza Virós

Economiadigital

Albert Ricart i Masclans

La importancia del asesoramiento financiero independiente en crisis

"Economía Digital"
Enero de 2012
Albert Ricart i Masclans

ENTREVISTA

"El objetivo de una EAFI es ofrecer un asesoramiento diligente, claro, idóneo y oportuno"

Frederick E. Artesani EAFI

"Nueva Era-La Razón"· *30 de enero de 2012* · Frederick Artesani

ENTREVISTA

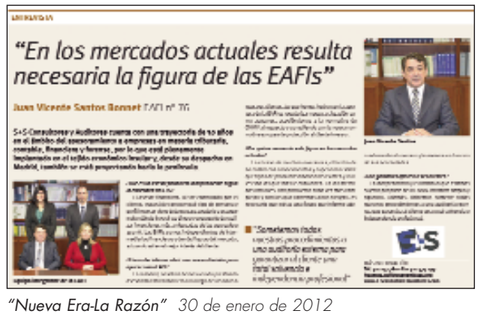
"Es necesario y urgente aumentar la penetración de las EAFI en el tejido financiero"

Carlos Orduña Presidente de Economistas Asesores Financieros, órgano del Consejo General de Colegios de Economistas

"Nueva Era-La Razón" · *30 de enero de 2012* · Carlos Orduña

gCapital Wealth Management
Soluciones de gestión patrimonial a medida

"Nueva Era-La Razón" *30 de enero de 2012*
gCapital Wealth Management EAFI



ENTREVISTA

"En los mercados actuales resulta necesaria la figura de las EAFIs"

Juan Vicente Santos Bonnet EAFI nº 76

"Nueva Era-La Razón" *30 de enero de 2012*
Juan Vicente Santos Bonnet

Asesoramiento vs. comercialización

"El Día" · *1 de febrero de 2012* · Francisco J. Concepción Perera

Presentación de la revista "EAFInforma"

El día 29 de noviembre de 2011, el Consejo General de Colegios de Economistas de España, en el marco de la presentación de la revista "EAFInforma", organizó una Conferencia sobre la búsqueda de un nuevo modelo de relaciones entre entidades financieras e inversores, en el que el papel que pueden desempeñar las EAFI, como intermediarios de los servicios financieros que demandan los clientes, es fundamental para garantizar la protección del inversor.

En la Conferencia intervinieron **Valentí Pich,** Presidente del CGCEE; **Carlos Orduña,** Presidente de EAF-CGCEE; **Cristóbal Amorós,** socio de Amorós Arbaiza Inversiones EAFI, S.L.; **Antonio Morales,** Executive Director de UBS Bank, SAU; **José Caturla,** Consejero de AVIVA Gestión SGIIC; **Ignacio Lastres,** Director de Agentes Financieros y EAFIs, de Banco INVERSIS; y **Sebastián Velasco,** Director General de España, Portugal y Latinoamérica, FIDELITY (Fil Investments International).

De izda. a dcha.: Carlos Franco (AVIVA), Cristobal Amoros (EAFI), Sebastián Velasco (FIDELITY), Antonio Morales (UBS), Carlos Orduña (EAF-CGCEE), Valentín Pich (CGCEE), José Caturla (AVIVA) y Carlos Moreno (INVERSIS

De izda. a dcha.: Antonio Morales y Carlos Orduña

De izda. a dcha.: Sebastián Velasco y Carlos Orduña

De izda. a dcha.: Carlos Orduña, Valentín Pich y Cristóbal Amorós

De izda. a dcha.: José Caturla y Carlos Orduña

De izda. a dcha.: Luis Crespo, Carlos Orduña, y Cristóbal Amorós

eventos

Reunión del CGCEE con el Ministro de Economía

Una representación del Consejo General de Colegios de Economistas de España –compuesta por el Presidente, **Valentí Pich;** Vicepresidente primero y segundo, **Juan Emilio Iranzo** e **Íñigo Ocáriz,** respectivamente; y el Vicesecretario y Presidente de REFOR-CGCEE, **Leopoldo Pons**– se ha reunido con el Ministro de Economía para intercambiar opiniones sobre la coyuntura económica española y europea y evaluar las importantes reformas promovidas por el nuevo Gobierno. Al tiempo, se han analizado otros asuntos de mutuo interés.

Reunión del CGCEE y la Ordem dos Economistas de Portugal

La reunión se mantuvo a fin de compartir sus experiencias, debatir temas de interés común e intercambiar información e ideas. Entre otros temas, se trató la actividad de asesoramiento financiero, su desarrollo en ambos países y en futuros encuentros entre las empresas de asesoramiento financiero de España y Portugal. En la reunión participaron, entre otros, el Decano y la Secretaria General de la Ordem dos Economistas, **Rui Leao Martín** y **Maria Leonor Aires;** y por parte del Consejo General, **Valentí Pich,** Presidente; **Jose Mª Casado,** Director de Relaciones Internacionales; **Alberto Velasco,** Secretario Técnico del REFOR-CGCEE y **Victoria Nombela,** Secretaria Técnica de EAF-CGCEE

normativa

Normas generales http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/normas-generales.html

- **Real Decreto-ley 2/2012,** de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero
- **Circular 7/2011,** de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.
- **Resolución** de 16 de noviembre de 2011, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la CNMV.
- **Acuerdo** de 16 de noviembre de 2011, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con la adaptación del Sistema CIFRADOC/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y se crea el Registro Telemático de la CNMV.

Sobre Obligaciones de Información http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/obligaciones-de-informacion.html

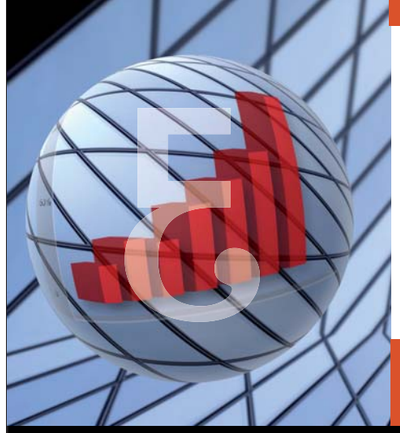
Normas de Conducta y Actuación http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/normas-de-conducta.html

Relación con Clientes http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/relacion-con-clientes.html

Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

Blanqueo de Capitales http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/blanqueo-de-capitales.html

Legislación Europea http://www.eaf.economistas.org/index.php/legislacion/legislacion-europea.html



EAFInforma

Revista de Economistas Asesores Financieros

Desde 2007 el panorama ha ido variando ligeramente porque la base del ahorro, constituida por los rendimientos netos de los productos financieros y las ganancias patrimoniales por ellos originadas, cualquiera que fuera el período de generación, ha pasado de tributar a un tipo fijo del 18% a hacerlo al 19%, después al 19-21% (para los primeros 6.000 euros y, de esa cifra en adelante, respectivamente) y, finalmente y de manera transitoria para 2012 y 2013, al 21, 25 y 27% por los 6.000 primeros euros/año, desde 6.000 a 24.000 euros y por el exceso de esta última cantidad, respectivamente.

La fiscalidad de las operaciones financieras

Luis del Amo
Secretario Técnico
de REAF-CGCEE

Nuestras decisiones de inversión vuelven a estar mediatizadas por la fiscalidad y tendremos que orientarlas a productos que, como ocurre con las acciones y participaciones en IIC, nos permitan diferir la tributación, aunque saltemos de un fondo o sociedad de inversión a otro o entre ellos, hasta 2014

La reforma del IRPF que entró en vigor en 2007 trajo, como una de sus principales novedades, la modificación en la tributación de las rentas del ahorro, intentando eliminar las diferencias que se producían en la rentabilidad de los distintos productos financieros con motivo de la fiscalidad. Excepto por las compensaciones que, cada año, ha venido aprobando la ley de Presupuestos para preservar los derechos adquiridos por los contribuyentes que tomaron decisiones de inversión antes del 20 de enero de 2006, la nueva norma pretendía que no existieran diferencias de gravamen debidas a la naturaleza del producto financiero, ni al plazo de generación de las rentas, lo cual se conseguía sometiéndolos a un tipo fijo de gravamen que, en un principio, era del 18%.

Tradicionalmente, los rendimientos de los productos financieros se han dividido en tres grupos: los obtenidos por la participación en fondos propios de cualquier tipo de entidad, tales como dividendos, aunque las ganancias o pérdidas que origina la transmisión de estos títulos tengan una fiscalidad un poco diferente; los rendimientos derivados de la cesión a terceros de capitales propios, como intereses de préstamos, de depósitos a plazo, de cuentas bancarias, de obligaciones, de bonos o de Letras del Tesoro, así como las rentas producidas por la transmisión de esos activos; y los rendimientos derivados de contratos de seguro de vida individuales, de los que no me voy a ocupar en este artículo por falta de espacio.

Además, estos productos, en algunos casos pueden generar ganancias o pérdidas patrimoniales, caso de la transmisión de acciones o participaciones en sociedades de capital o en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) o cuando se cancela una cuenta en divisa diferente del euro, y el importe obtenido se convierte a nuestra moneda.

A su vez, los rendimientos del capital mobiliario pueden ser dinerarios o en especie y, en este último caso, tendremos que conocer sus normas específicas de valoración.

Una vez vistas someramente las clases de productos financieros y los tipos de rentas que generan, intentaré sintetizar su tributación.

De los rendimientos íntegros solamente se deducirán los gastos de administración y depósito, se integran los rendimientos positivos y negativos, entrando el resultado a formar parte de la base del ahorro que se someterá a una tarifa especial (en realidad dos, la estatal y la autonómica), con la única especialidad de que los primeros 1.500 euros de dividendos se encuentran exentos.

Las ganancias y pérdidas patrimoniales que se hayan producido por la transmisión de acciones y participaciones en entidades, después de integrarse con el resto de ganancias y pérdidas que derivan de otra clase de bienes y derechos pasan también a formar parte de la base liquidable del ahorro. A este respecto conviene recordar que no procederá computar ganancia patrimonial alguna cuando el importe obtenido por la transmisión de acciones o participaciones en IIC se reinvierte en otras similares, conservando estas últimas el valor y la fecha de adquisición de las antiguas.

Pues bien, desde 2007 el panorama ha ido variando ligeramente porque la base del ahorro, constituida por los rendimientos netos de los productos financieros y las ganancias patrimoniales por ellos originadas, cualquiera que fuera el período de generación, ha pasado de tributar a un tipo fijo del 18% a hacerlo al 19%, después al 19-21% (para los primeros 6.000 euros y, de esa cifra en adelante, respectivamente) y, finalmente y de manera transitoria para 2012 y 2013, al 21, 25 y 27% por los 6.000 primeros euros/año, desde 6.000 a 24.000 euros y por el exceso de esta última cantidad, respectivamente. En línea con lo anterior, la retención que sufren la mayor parte de rendimientos (no se retiene, por ejemplo, sobre los rendimientos de Letras del Tesoro) y algunas de las ganancias patrimoniales (las originadas al transmitir participaciones en IIC) que producen ha ido subiendo del 18 al 19 y, finalmente, al 21% desde el 1 de enero pasado. Como es evidente, la retención que se aplique es una variable que afecta a la rentabilidad financiera de los productos.

Con este nuevo escenario nuestras decisiones de inversión vuelven a estar mediatizadas por la fiscalidad y tendremos que orientarlas a productos que, como ocurre con las acciones y participaciones en IIC, nos permitan diferir la tributación, aunque saltemos de un fondo o sociedad de inversión a otro o entre ellos, hasta 2014, también a inversiones que nos paguen rendimientos en ese año o en los siguientes (se pondrán de moda los depósitos con pago de intereses a dos años o más). Asimismo intentaremos realizar las plusvalías pasado 2013, no acumular ganancias y rendimientos por encima de los umbrales de 6.000 ó 24.000 euros/año, cifras que marcan los incrementos de tipos y, en el caso de que obtengamos ganancias patrimoniales, en 2012 y 2013 será todavía más interesante que antes intentar compensarlas realizando minusvalías latentes.

Como curiosidad diremos que el capital semilla, con inversiones a partir del 7 de julio pasado, cuenta con un beneficio fiscal a la salida consistente en que, permaneciendo en la empresa un mínimo de 3 años, y cumpliendo otra serie de requisitos, no tributará por la ganancia de capital obtenida al transmitir la participación. Además, algunas Comunidades Autónomas también han regulado incentivos en el momento de la toma de participación.

Aunque, naturalmente, por sus especiales características y finalidad, la fiscalidad para el ahorro previsión se distingue claramente de la del ahorro en sentido estricto, quiero terminar señalando lo obvio: la subida del gravamen de la base general con una tarifa complementaria, en 2012 y 2013, que recarga desde el 0,75 al 6% los tramos existentes y añade otro a un 7% más, hace todavía más atractivas las aportaciones a sistemas de previsión social al conseguirse un mayor ahorro fiscal inmediato y, en definitiva, incrementar el diferimiento de impuesto, lo cual será más evidente cuanto más elevada sea nuestra renta.

La subida del gravamen de la base general con una tarifa complementaria, en 2012 y 2013, que recarga desde el 0,75 al 6% los tramos existentes y añade otro a un 7% más, hace todavía más atractivas las aportaciones a sistemas de previsión social al conseguirse un mayor ahorro fiscal inmediato y, en definitiva, incrementar el diferimiento de impuesto

Piénsese que en una Comunidad como Cataluña (que a su vez ha establecido una tarifa autonómica más gravosa que la media para rentas altas), hasta hace bien poco la aportación de 10.000 euros anuales a un Plan de Pensiones provocaba un ahorro inmediato en el Impuesto sobre la Renta del partícipe de hasta 4.300 euros/año, pero que en 2012 la misma aportación puede conseguir el ahorro de 1.300 euros más.

Por lo tanto, la recomendación es volver a tener muy en cuenta la fiscalidad en la toma de decisiones de ahorro e inversión y esperar a que el ingenio de entidades financieras y empresas ponga a nuestra disposición los productos adecuados para atenuar las última subida de impuestos que se ha presentado como transitoria.

5 **AD HOC ASESORES FINANCIEROS EAFI SA**
C. Estafeta, 2 - Portal 1 · Plaza de la Fuente · La Moraleja, Alcobendas · 28109 Madrid
Tel. 916252925 · ignacio.lanza@adhocasesores.es · www.adhocasasesores.es

8 **VALOR OPTIMO, EAFI, SL**
General Álava, 20 - 5ª Plta. - Of. 9 · Vitoria · 01005 Álava
Tel. 945 235 088 · info@valoroptimo.com · www.valoroptimo.com

11 **C2 ASESORES PATRIMONIALES, EAFI**
C. San Fermin Nº 10-1º Dcha · Pamplona · 31004 Navarra
Tel. 948247756 · info@c2asesores.com · www.c2asesores.com

12 **LF CASTAÑEDA EAFI SL**
Jorge Juan, 38 - Bajo · 28001 Madrid
Tel. 917815003 · plamothe@lfceafi.com

15 **DIVERINVEST ASESORAMIENTO EAFI SL**
Panamá, 28 · 08024 Barcelona
Tel. 932054005 · información@diverinvest.es · www.diverinvest.es

16 **IADVISE PARTNERS, EAFI, SL**
Paseo de la Castellana, 53 · 28046 Madrid
Tel. 917 030 647 · secretaria@iadvisepartners.com · www.iadvisepartners.com

17 **SUMMA PATRIMONIA EAFI SL**
Deu i Mata, 127 - 1ª Planta · 08029 Barcelona
Tel. 935532353 · summap@summapatrimonia.com · www.summapatrimonia.com

18 **JOHN SISKA**
C. Caracas, 15 - 4º C-derecha · 28010 Madrid
Tel. 637 403 271 · jsiskaeafi@yahoo.com

20 **AFS FINANCE ADVISORS, EAFI**
C. Velázquez, 27 - 1º Izda · 28001 Madrid
Tel. 914262611· eafi@afs-finance.es · www.afs-finance.es

24 **ÁNGEL OCHOA CRESPO**
Diputación, 8 - 2º - Dpto 9 · Bilbao · 48008 Vizcaya
Tels. 944157204/630011822 · aochoa@a-alter.com

25 **ALITAN INVERSIONES EAFI, SL**
Av. Diagonal, 413-Planta 2-Puerta 1 · 08008 Barcelona
Tel. 936332361 · jmestre@alitan-inversiones.com

27 **DAVID GASSÓ PUCHAL**
Sant Gaieta, 118 4-4 · Terrasa · 08221 Barcelona
Tel. 629611677 · davidgasso@economistes.com · dgasso@eafi.cat

30 **PEDRO ALONSO SOSA**
Constantino, 20 · Las Palmas de Gran Canaria · 35012 Las Palmas
Tel. 928360590 · alonsosa@pedroalonsososa.es · www.pedroalonsososa.es

32 **ANTONIO BERNABEU BERNABEU**
Avda. Maisonnave, 28 Bis-4º · Alicante
Tel. 965561091 · abernabeu@eafi.com · www.abernabeu.com

34 **EUROCAPITAL WEALTH MANAGEMENT EAFI, SLU**
C. Alfonso XII, 4 · 28004 Madrid
Tel. 915213783 · mpicon@eurocapital-eafi.es · www.eurocapital-eafi.com

35 **AMORÓS ARBAIZA INVERSIONES, EAFI SL**
Pº Castellana, 144-5º · 28046 Madrid
tel. 914430388 · info@amorosarbaiza.com · www.amorosarbaiza.com

36 **CAPITAL VALUE INVERSIONES GLOBALES, EAFI, SL.**
C. Pau Casals Nº 4, 2-2 · 08021 Barcelona
Tel. 935535550 · capitalvalue@capitalvalue.com · www.capitalvalue.com

38 **ESFERALIA CAPITAL EAFI, SL**
Álvarez de Baena, 3 - 1º · 28006 Madrid
Tel. 915635797 · info@esferaliacapital.com · www.esferaliacapital.com

41 **NEO INVERSIONES FINANCIERAS EAFI,SL**
Zurbano, 74 · 28010 Madrid
Tel. 914410889 · neo@neoinversiones.com

43 **FREDERICK E. ARTESANI EAFI**
Plaza Reyes Magos 8 (Piso 9 A) · 28007 Madrid
Tel. 687768104 · info@artesanieafi.com · www.artesanieafi.com

45 **EXTRAVALOR EAFI SL**
Bori i Fontestà, 49B - Bjs 2 · 08017 Barcelona
Tel. 936031511 · info@extravalor.com · www.extravalor.com

46 **CETRIX ESTRATEGIAS ADAPTADAS, SL**
C. Corsega 269 · 08008 Barcelona
Tels. 933681824 / 678511558 · estrategias@cetrix.es · www.cetrix.es

47 **ASPAIN 11 ASESORES FINANCIEROS EAFI, SL**
Condes del Val 18, Bajo-Oficina 3 · 28036 Madrid
Tel. 914571733 · carlos.heras@aspain11.com · www.aspain11.com

48 **GCAPITAL WEALTH MANAGEMENT EAFI, SL**
C. Bailén, 12 - 4ºA · 03001 Alicante
Tel. 965212939 · info@gcapital.es · www.gcapital.es

51 **SPORT GLOBAL CONSULTING INVESTMENTS, EAFI**
C. Covadonga, 22 - 5º · Gijón · 33201 Asturias
Tel. 669 181 391 · jconcejo.sgci.eafi@gmail.com · www.sgci-eafi.com

53 **JM INVESTMENT KAPITAL PARTNERS EAFI,SL**
Donoso Cortés, 5 - Bajo A · 28015 Madrid
Tel. 915919332 · cuentas@jmkapital.com

55 **JAVIER MATEO PALOMERO**
C. Pinar, 5 · 28006 Madrid
Tels. 917456880 / 639142722 · jmateo@eafi55.com · www.eafi55.com

56 **GESTIONE DE FINANZAS EAFI, SL**
C. Chillida, 4 - Of.10- Centro de Negocios Carrida Plaza - Aguadulce (Roquetas de Mar)
04740 Almería · Tel. 950887555 · info@gestiondefinanzas.com · www.gestiondefinanzas.com

58 **SKIPPER CAPITAL ADVISORS EAFI, SL**
Alfonso XII, 24 - 1º Izda. · 28014 Madrid
Tel. 915237620 · info@skippercapital.com · www.skippercapital.com

59 **JOSÉ GARCÍA FERNÁNDEZ**
General Tamayo, 12 - 4º · 04006 Almería
Tel. 610556299 · jgarci78@ono.com

60 **SOTOGRANDE FINANCIAL ADVISER EAFI, SL**
Car. Cádiz-Málaga, Km 133 · Pueblo Nuevo de Guadiaro · San Roque · 11311 Cádiz
Tel. 956796147 · carlos.garcia@sotoeafi.com

65 **FRANCISCO JAVIER CONCEPCION PERERA**
Castillo 34 , 6º · 38001 Santa Cruz de Tenerife
Tel. 653971097 · fjconcepcion.eafi@gmail.com

66 **ECOMT EAFI, SL**
Pasaje de Sancti Spiritus, 1-9 - 2º · 37001 Salamanca
Tel. 923213109 · ceo@ecomt.es

69 **Juan Carlos Costa Tejedor**
Parque Empresarial Campollano · Avenida 4 nº 3 Oficina 5.1· 02007 Albacete
Tel: 687511845· costatejedorjuancarlos@gmail.com

74 **C&R INVESTMENT FINANCIAL ADVISORS EAFI, SL**
Travessera de Gràcia, 17 - 3 º- 5ª · 08021 Barcelona
Tel. 934510318 · info@cr-ifa.com · www.cr-ifa.com

76 **JUAN VICENTE SANTOS BONNET**
Villalba Hervas, 12 - 4º Dcha · Santa Cruz de Tenerife · 38002 Tenerife
Tel. 922151780 · s_s.consultores@economistas.org

77 **SANTIAGO CHARRO DEL CASTILLO**
C. Córdoba, 9 - Of. 9 · Fuengirola · 29640 Málaga
Tel. 952470447 · charro.eafi@charroyasociados.com

79 **JVC VICANDI EAFI, SLU**
Alameda de Recalde, 36 · Bilbao · 48009 Vizcaya
Tel. 946450167 · jose@vicandieafi.com · www.vicandieafi.com

80 **ANA RAFELS DRAGO**
Pº Castellana, 141-Edificio Cuzco IV-Pl.18-20 · 28046 Madrid
Tel. 916402964 · areafi@anarafels.com · www.anarafels.com

81 **LOURIDO PARTNERS EAFI, SL**
Felipe IV, 12 - 1º A · 28014 Madrid
Tels. 911109962 / 678526358 · jjbarrenechea@louridopartners.com

84 **RICARDO A. QUERALT SÁNCHEZ DE LAS MATAS EAFI**
Juan Bravo 3º A · Madrid
Teléfono..668 824 590 · ricardo.queralt@quantitative.es· www.quantitative.es

86 **JAVIER SEDANO NOCITO**
Lutxana 4 3º dep 3 · 48008-Bilbao
Tel. 946794025 · javier@jseafi.com

*En este directorio sólo se registran las EAFIs pertenecientes al EAF-CGCEE que han autorizado la publicación de sus datos

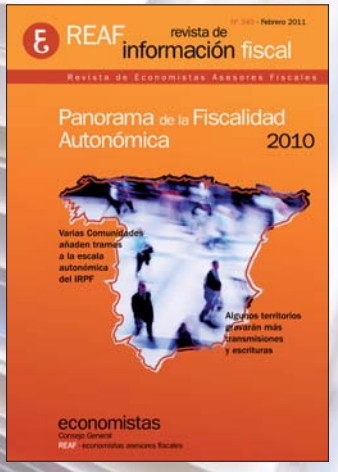
"economistas"
revista del consejo general

"3conomi4"
revista electrónica del consejo general

"NewsREA"
noticiario de economistas auditores

economistas
profesionales "al día"

El Consejo General de Colegios de Economistas de España y sus órganos especializados editan un importante número de revistas y boletines electrónicos con el objetivo de mantener a sus miembros permanentemente informados sobre las últimas novedades que afectan a las grandes áreas temáticas que interesan a los economistas: auditoría, fiscal, forense, contabilidad, asesoramiento financiero, etc.



"REAF información fiscal"
revista de economistas asesores fiscales

"boletín ECIF"
boletín electrónico de economistas expertos en contabilidad e información financiera

"REFOR revista"
revista de economistas forenses

"EAFinforma"
revista de economistas asesores financieros