

# EAFI Informa

Revista de EAF · Asesores Financieros



Presentación

Entrevista

Artículos de EAFIs

Observatorio Financiero

Artículos de EAF-CGE

Informes

Eventos

Novedades Normativas

Revista de prensa

Solidario

Directorio de EAFIs

Colaboraciones

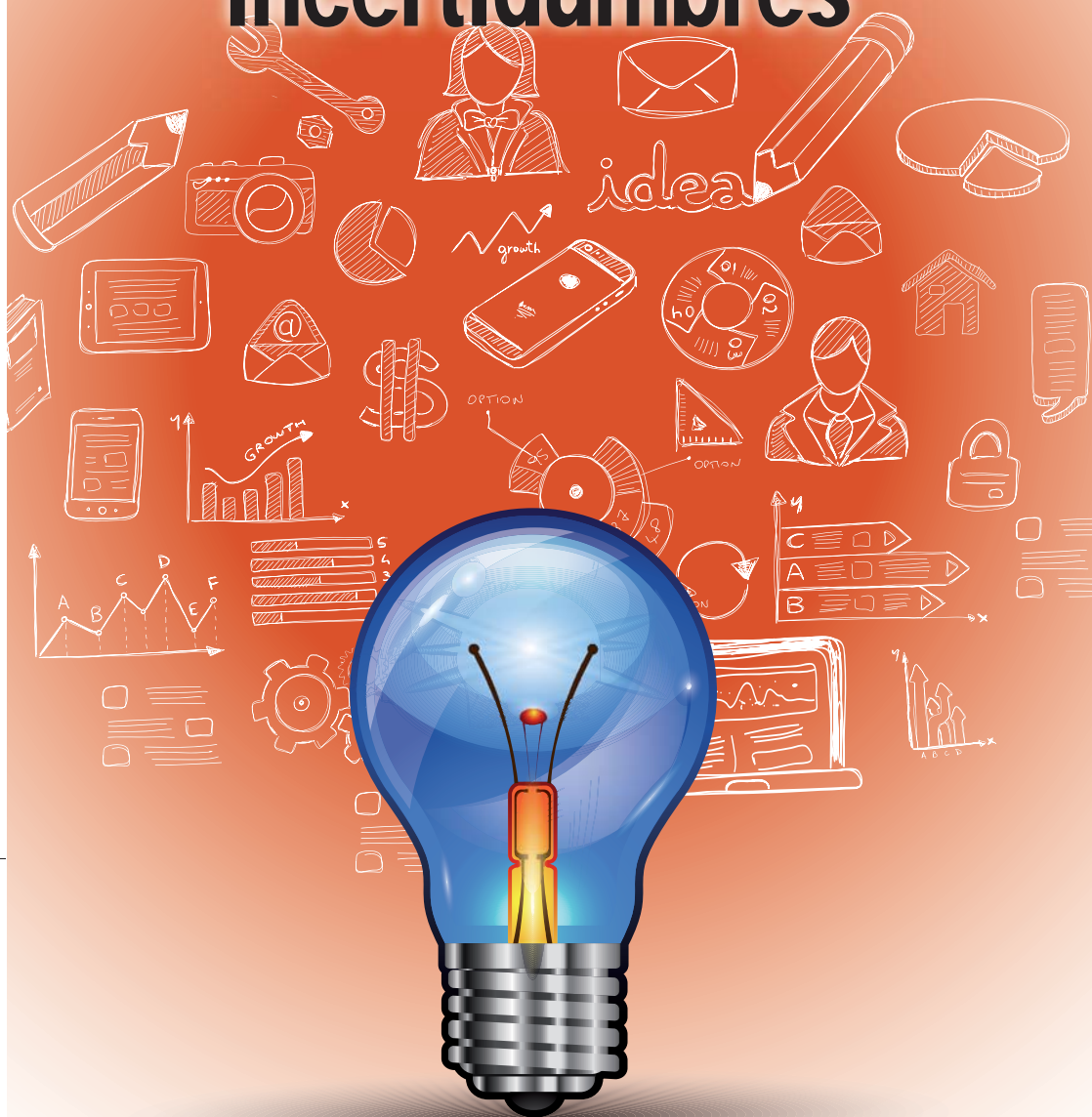
**ANDBANK** /  
Private Bankers

**AXA EXCLUSIV**  
reinventando /  
el asesoramiento patrimonial y financiero

**Fidelity**  
WORLDWIDE INVESTMENT

**INDOSUEZ**  
WEALTH MANAGEMENT

## incertidumbres



## y nuevas alternativas de inversión

# Sumario



- 01 **Presentación**  
Antonio Pedraza
- 02 **Entrevista a Ramón Adell**
- 06 **¿Cuánto cuesta ser EAFI?**  
Rafa Juan y Seva
- 08 **La importancia de las fuentes de financiación alternativas**  
M<sup>a</sup> Victoria Vázquez Sacristán · Angel López Corona Dávila
- 10 **Observatorio Financiero, informe cuarto trimestre**
- 12 **Evolución de las Empresas de Asesoramiento Financiero a 31-12-2015**  
David Gassó
- 16 **Los productos estructurados: el falso ogro de los mercados financieros**  
Fernando Barroso
- 18 **En búsqueda de la descorrelación**  
Rocío Ledesma · Horacio Encabo
- 20 **Inversión en demografía a largo plazo frente a la volatilidad cortoplacista**  
Hilary Natoff
- 22 **¿Por qué nos cuesta tanto asumir que nuestras pensiones están en la cuerda floja?**  
Fernando Gálvez
- 24 **Eventos**
- 28 **Novedades Normativas**
- 32 **Revista de prensa**
- 36 **Solidario**
- 38 **Directorio EAFIs**

EAF  
**Asesores  
Financieros**  
Consejo General de Economistas



#### **PRESIDENTE DEL CONSEJO GENERAL**

Valentín Pich

#### **VICEPRESIDENTE DEL CONSEJO GENERAL**

Lorenzo Lara

#### **PRESIDENTE DE LA COMISIÓN FINANCIERA - CGE**

Antonio Pedraza

#### **PRESIDENTE DE EAF - CGE**

David Gassó

#### **CONSEJO DIRECTIVO DE EAF-CGE**

Alberto Alonso Regalado

Cristóbal Amoros Arbaiza

Marcos Antón Renart

Montserrat Casanovas Ramón

Juan José Durán Herrera

Manuel Hernando Vela

Javier Méndez Llera

Eduardo Miguel Muñoz Barrado

Juan Nogales

Antonio Paños Picazo

Iñigo Peña García

Fernando Ponzan Palomera

Javier Rendueles

Salustiano Velo Sabín

DIRECTORA GENERAL: Paloma Belmonte

SECRETARÍA TÉCNICA: Victoria Nombela

## **EAF**informa · Publicación de EAF - CGE

Claudio Coello, 18 - 1º - 28001 Madrid · Tel: 91 432 26 70 · Fax: 91 297 60 17  
[www.eaf.economistas.org](http://www.eaf.economistas.org) · [eaf@economistas.org](mailto:eaf@economistas.org)

#### **COMITÉ DE REDACCIÓN**

Alberto Alonso

Cristóbal Amorós

Paloma Belmonte

Josechu Carballido

Montserrat Casanovas

Ana Fernández

Victoria Nombela

Raúl Pérez Mateo

Salustiano Velo

#### **COLABORADORES**

ANDBANK

AXA

FIDELITY

CA INDOSUEZ WEALTH

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: desdezero, estudio gráfico

Impresión: Gráficas Menagui

Depósito Legal: M-45.733-2011

# Incertidumbres y oportunidades de inversión

Antonio Pedraza

Presidente. COMISIÓN FINANCIERA DEL CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS



Es un dicho jesuita que en época de cambios no se pueden hacer mudanzas. Parece lo más aconsejable en momentos donde esta incertidumbre llega desde el exterior atenazando al crecimiento global y lleva meses asentada en el terreno interno donde la indecisión política arroja más que amenazas sombras sobre las expectativas del país.

El peso del déficit, de la deuda pública, la alta tasa de paro condicionan al gobierno que salga del *impasse* actual. Además con una capacidad de maniobra seguramente reducida por el fraccionamiento político que se está produciendo, que impide una opción fuerte y estable de Gobierno.

Con ese marco y un escenario donde los tipos de interés están en negativo, euribor incluido, las opciones de los inversores en cuanto a la obtención de rentabilidad pasan inexcusablemente por asumir riesgos. Algo que no es aconsejable a cualquier tipo de inversor, sino a aquellos más avezados que estén acostumbrados a lidiar con un mínimo de sosiego y preparación con los mismos. En estas circunstancias la opción de la liquidez, asumiendo una postura de espera hasta avizorar oportunidades con ciertos estándares de seguridad, se convierte en una opción recomendable.

No debemos perder de vista que con una inflación negativa del -0,8, se viene conservando la capacidad adquisitiva del dinero, y si le añadimos el sacar algún tipo de retribución aunque mínima en un depósito, mejor que mejor. Por ello, éstos, los depósitos y, sobretodo y por su versatilidad, los fondos monetarios, están siendo en la actualidad el destino preferente de las inversiones. Mayormente la de los perfiles conservadores y con la vista puesta como máximo en un horizonte corto de inversión.

En cuanto a acciones no viene mal recordar que, históricamente, el momento idóneo para comprarlas suele coincidir con el peor momento de sentimiento del mercado. Hoy comprar acciones baratas, con buenos fundamentales en las empresas y pródigas en dividendos es una posibilidad a no descartar si se piensa con miras en el medio y largo plazo.

En el caso de la deuda soberana y corporativa, todavía puede tener recorrido a la vista del arsenal puesto en marcha por Dragui, inundando los mercados de liquidez en pos de una inflación que se hace esperar. En este tipo de activos es mejor operar con duraciones cortas. Más aconsejable aún hacer las inversiones con fondos de bonos, por su flexibilidad y versatilidad en la forma de operar. Y, desde luego, los más beneficiados son los de mayor riesgo, *high yield*, solo aconsejable para inversores muy expertos o para mezclas bien dosificadas en las carteras que fraccionen debidamente el riesgo. En el caso de los estructurados, estudiarlos muy detenidamente, con los intereses tan bajos, arañar rentabilidad en los mismos es a base de tener riegos implícitos en su estructura. La mayoría de las veces insuficientemente explicados.

Por último, ante un escenario donde la retribución del ahorro mengua por doquier, la vivienda viene dejando la respiración asistida. El precio de los pisos aumentó en 2015 algo más del 5% y la rentabilidad que viene ofreciendo las inversiones en los mismos superan el 8%, según el Banco de España. Los alquileres, junto con los dividendos, se mantienen en el *top* actual de la rentabilidad. Ahora bien, hay que estar atentos a la evolución del sector en este comienzo de año, donde podría estar mostrando los primeros síntomas de cansancio motivado por la actual etapa de incertidumbres. Dentro del sector las Socimi están sorprendiendo por sus retornos y buena evolución en bolsa. Hacer las inversiones a través de las mismas, no parece mal consejo, máxime cuando suponen una diversificación por activos y por zonas que fracciona el riesgo.

En definitiva, época de volatilidades altas y de incertidumbres, donde a pesar del sabio dicho de los jesuitas, no dejan de ser también tiempos de oportunidades, que están reñidas usualmente con la inacción. **En cualquier caso, antes de llevar a cabo una inversión sea del tipo que sea, es fundamental conocer bien el producto en el que se va a invertir, entender los riesgos que conlleva la inversión y contar con la información y el asesoramiento de expertos.**

# Economía en un tiempo incierto



Ramón Adell y Montserrat Casanovas

## Ramón Adell

Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad de Barcelona. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales. Licenciado en Derecho, Censor Jurado de Cuentas y Analista Financiero.



UNIVERSITAT DE  
BARCELONA

Vicepresidente de la Confederación Española de Directivos (CEDE) y de la patronal de Foment del Treball. Presidente de la "Sociedad de Estudios Economicos". Formó parte del equipo que creó e implantó en España los Mercados de Derivados Financieros.

El pasado 2 de marzo, en el acto de inauguración de la nueva sede del Colegio de Murcia –aprovechamos este medio para felicitar al Decano Ramón Madrid y su Junta de Gobierno– impartiste una conferencia sobre “Economía en un tiempo incierto”, en la que aludiendo a Galbraith, indicabas que los economistas son profetas del pasado.

Es cierto. Hace años, los economistas creíamos que decíamos lo que había que hacer. Era un soberbia evidente. Lo cierto es que nadie supo ver lo que ocurriría y nadie sabe a ciencia cierta lo que puede ocurrir, especialmente, quienes han pontificado los últimos 10 años. Pero hay más. Porque los desequilibrios que se han producido se debieron, en más de una ocasión, a políticas económicas fundadas en teorías muy elegantes, pero también muy alejadas de la realidad. Y la realidad nos ha golpeado, confirmando que es pre-

cisamente cuando reaparece la parte más oscura de los ciclos económicos, cuando más echamos de menos que la economía no sea una ciencia cierta y predecible.

La realidad es que hay que aprender a convivir con la incertidumbre. Vivimos en una época de cambios constantes. Previstos e imprevistos. Buscados o inesperados. Antes las cosas eran para siempre: el empleo, la casa, la ropa, la familia, los amigos... Ahora no. Y esos cambios nos hacen sentir inquietos. Pensamos que rompen nuestra estabilidad, tenemos miedo de perder la comodidad de la rutina, nos parece que todo se escapa de nuestro control, que muchas cosas son nuevas y desconocidas, sin que acertemos a encontrar modelos estables que enmarquen nuestra actuación y la de nuestras empresas.

**Dada la situación política española actual, la situación de los mercados**

**de capitales de los principales países que han tenido un final de año y sobre todo el inicio de este un tanto convulso, los mercados de materias primas y sus efectos en los países emergentes, ¿Cómo crees que va a evolucionar la economía española este año, si por fin hemos dejado ya esa fase de recesión?**

Todos los indicadores macroeconómicos indican que estamos saliendo de la larga crisis que hemos vivido. Pero queda mucho camino por recorrer. No podemos olvidar que la raíz de los difíciles años vividos está en una gran crisis de deuda. La historia demuestra que solamente hay tres maneras de superar una crisis de esas características: con quitas, con inflación o con crecimiento. No parece que las dos primeras soluciones sean factibles. Por tanto, necesitamos volver a crecer con continuidad. Solamente así superaremos la gran asignatura pendiente de la eco-



nomía española, que es el paro. Sobre todo entre los jóvenes. Es un gran fracaso admitir que no somos capaces de ofrecer a la generación mejor formada de la historia un futuro más esperanzador que el presente de sus padres.

**¿La incertidumbre política en España puede derivar en la ralentización de la economía española, por el retraimiento de las inversiones tanto nacionales como extranjeras?**

El dinero es cobarde. El peor aliado de cualquier inversor es la incertidumbre. El mundo, y especialmente Europa, tiene mucha liquidez. Esto es una oportunidad para un país como España. Pero hemos de ofrecer estabilidad y seguridad jurídica. Necesitamos ser predecibles en el ámbito normativo e institucional.

Cuanto más se alargue la situación actual, peor. No lo veremos a corto plazo, pero sí más adelante. Las inversiones importantes tienen un prolongado período de maduración desde que se gestan hasta que se concretan. Las decisiones que hoy se ralentizan a causa de la incertidumbre serán un vacío inversor para dentro de unos años. Esa es la realidad de los mercados financieros respecto a la que los políticos deberían tener mayor sensibilidad.

**El hecho de que –según el Banco de España– se estime que en 2015 hubo una salida neta de fondos de 70 mil millones de euros, de los que 48,8 mil millones (24,3 en el mes de diciembre) sean como resultado de las desinversiones de no residentes ¿Crees que obedece más a la incertidumbre política o a otro tipo de factores?**

Nunca existe una única razón, pero no hay duda de que la incertidumbre no ayuda. Nuestra economía tiene elementos estructurales para identificar

palancas de progreso. Y en una Europa con problemas de consolidación política, una España con un proyecto institucional definido podría ser un motor muy importante. Además, la ciudadanía española siempre ha sabido responder con esfuerzo y brillantez a los desafíos, y no merece la acritud permanente que existe en la vida política.

**En España hay una alta tasa de desempleo y un alto nivel de deuda. Nos va a costar cumplir con los objetivos de déficit impuestos por Europa aunque, por otra parte, se estima que seguimos creciendo a una tasa cercana al 3%, algo inferior a 2015 ¿Crees que deberían realizarse más reformas estructurales para conseguir que ese crecimiento esperado se refleje en más empleo y control del déficit y, por ende, rebajar la deuda pública?**

La disciplina presupuestaria debe ser una asignatura de obligado cumplimiento para todos los países si queremos aprender algo de la crisis del 2008. Pero eso no quiere decir que los últimos años hayan demostrado que la austeridad a ultranza pueda resolver los problemas. Al final, Europa ha tenido que adoptar las medidas de expansión monetaria que Estados Unidos implantó desde el primer día. Y no les ha ido mal. El rigor presupuestario debería compatibilizarse con un alargamiento temporal de los procesos de ajuste que permitiese volver a crecer y consolidar las reformas estructurales, que son necesarias en todos los países de la Unión Europea.

El gran problema es que Europa está afrontando una nueva crisis de crecimiento. La respuesta dada a la situación de los refugiados es una muestra clara de la fragilidad de las estructuras políticas de una Europa que, en cuanto

surgen problemas que exigen cohesión política, no encuentra vías de salida e incluso es capaz de abdicar de algunos de los principios que inspiraron su creación.

**El sistema financiero, o más bien el bancario, ha sufrido una gran reestructuración en los últimos años, y también se han puesto al descubierto conductas, cuando menos, poco éticas con los clientes ¿Crees que la nueva regulación puede evitar que las entidades bancarias en general, ya que no han sido todas, cometan los errores del pasado?**

La reestructuración del sistema financiero ha sido eficaz. La Banca española tiene ante sí el reto de la rentabilidad, porque es muy complicado hacer Banca con tipos de interés negativos. Pero son entidades solventes.

En cuanto a la regulación, creo que se está produciendo un exceso. A menudo es tan exagerada que no contribuye a prevenir problemas, sino que dificulta el funcionamiento del sistema. Además, no discrimina entre las diferentes entidades. Y no es posible generalizar. Debe atenderse a tamaños y actividades, y en función de ello, regular con criterio.

**Demasiado a menudo no se discrimina dentro del sector financiero y eso incorpora una gran injusticia. Si ha habido comportamientos que no han sido éticos, hay que decir quiénes han sido los culpables. No todas las entidades actuaron igual.**

**¿Cuáles son los principales retos a los que se enfrenta el sector financiero actualmente para lograr recuperar la confianza perdida?**

La confianza es un activo esencial en cualquier actividad vinculada a los ser-

vicios. Cuesta ganarla y es muy fácil perderla. La vocación de servicio al cliente, la transparencia y las buenas prácticas son lo que consigue una fidelización que las nuevas tecnologías hacen cada vez más difícil, en la medida en que permiten que el consumidor plante una subasta permanente de su demanda. Son las nuevas reglas de juego a las que el sector deberá dar respuesta en los próximos años.

**¿Qué posibilidades ves de fusiones en la Banca española, a fin de conseguir sinergias y poder incrementar sus beneficios?**

Creo que la reestructuración financiera fue muy importante y redujo el número de entidades de una manera muy significativa. Quizás veamos en el futuro alguna nueva operación aislada, pero no creo que se produzca un proceso general de concentración como el que hemos vivido en los últimos años.

**¿Los tipos de interés negativos por parte del BCE están perjudicando a la Banca?**

Es muy difícil hacer banca con tipos negativos, es una situación que atenta al sentido común. Los márgenes se hacen muy estrechos y la intermediación se dificulta. El nuevo escenario requerirá

una adaptación importante de las estrategias de comercialización de productos financieros.

**En este sentido, España es un país muy bancarizado, por ello quizás estamos más expuestos a la conducta de las entidades bancarias. ¿Crees que la existencia de Asesores Independientes, como son las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI) autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, pueden ayudar a frenar actuaciones poco éticas de los bancos con sus clientes?**

No se puede hablar de la conducta de las entidades bancarias como algo de lo que el consumidor deba protegerse. No es esa la manera de afrontar la relación con los Bancos. Al final, un Banco es un proveedor de servicios financieros. Y, como en todos los sectores, el cliente deberá evaluar la calidad de sus proveedores. Y discriminará en función de su percepción. Como en cualquier otro servicio.

Es evidente que la existencia de asesores da un elemento de apoyo y formación, que es necesario. Si la cultura financiera hubiera sido mayor, algunas de las cosas que han ocurrido no hubieran pasado. Sigue siendo válido el consejo de no adquirir ningún produc-

to financiero que el consumidor no entienda.

**La crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de la adecuación del nivel de formación de los inversores y de los productos financieros que se les ofertan. En España, se ha reiterado que la cultura financiera de los inversores es escasa, y ante las necesidades de capital/liquidez de las entidades se han comercializado productos no idóneos para los inversores. Sin embargo, según los últimos datos publicados por la CNMV correspondientes a diciembre de 2015, solo 5.138 clientes minoristas son asesorados por EAFI, cifra muy inferior a otros países de Europa. ¿Crees que habría que dar a conocer más esta figura desde las instituciones, para que los inversores, fundamentalmente aquellos con menos conocimientos financieros, pudieran estar más protegidos?**

Todo aquello que contribuya a incrementar la cultura financiera es positivo. En España no existe la costumbre de pagar servicios de asesoría en el ámbito financiero y, en ocasiones, puede ser necesario. Una buena información es el mejor camino para tomar una decisión correcta. En las finanzas y en la vida.



*De izquierda a derecha: Valentín Pich, Ramón Adell y Ramón Madrid en la inauguración de la nueva sede del Colegio de Murcia, donde el Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad de Barcelona impartió la conferencia "Economía en un tiempo incierto"*

EAF

Asesores

**Financieros**

Consejo General de Economistas



Es el órgano especializado del Consejo General de Economistas con la función de coordinar la actividad de los profesionales en el ámbito del ejercicio profesional del Asesoramiento Financiero.

## SERVICIOS EAF

Autorización EAFI

Reporting CNMV, SEPBLAC

Cumplimiento Normativo

Consultas

Documentación: contratos, tests de idoneidad, etc.

Conferencias, formación, etc.

Difusión: "EAFinforma"

Atención al cliente

Otros trámites CNMV

Otros servicios: seguros, colaboradores, etc.



## Cuotas EAF

### para economistas

	Persona Física	Persona Jurídica
Inscripción	desde 500 euros	desde 600 euros
Cuota mensual	75 euros	100 euros

### para otros profesionales

	Persona Física	Persona Jurídica
Inscripción	desde 1.000 euros	desde 1.200 euros
Cuota mensual	100 euros	125 euros



## ¿Cuánto cuesta ser EAFI?

Rafa Juan y Seva

Empresa de Asesoramiento Financiero N° 131 CNMV



Cuando alguien se plantea crear una EAFI o serlo como persona física, tiene que pensar que pasará a ser una entidad regulada lo que conlleva una serie de obligaciones formales que, en definitiva y desde el punto de vista del Plan de Negocio, se transforman en costes que hay que tener en cuenta. Pero quizás más importante aún, es asumir que al hacerlo se toma la decisión de convertirte en empresario, con todo lo que ello implica de bueno y de malo.

Por eso, cada vez que me preguntan por la conveniencia de dar el paso o no, mi primera cuestión siempre es la misma: **¿Qué buscas?**, una manera de generar ingresos de forma recurrente capitalizando tus habilidades (técnicas, comerciales, etc.) en el ámbito financiero o, partiendo de esas mismas habilidades, crear un proyecto a largo plazo, invirtiendo y sacrificando ingresos a corto plazo para poder hacerlo más grande en el futuro. No hay mejor ni peor opción entre las dos anteriores, todo depende de la situación y voluntad de la persona o personas involucradas. Pero si optan por la primera, entonces aconsejo explorar otras alternativas más adecuadas.

Y es que, como decía, ser EAFI no consiste solo en tomar la decisión de serlo y obtener la autorización del Regulador. Implica plantearse un proyecto a largo plazo que, como cualquier otro,

entraña unos costes que debemos tratar de conocer como parte de nuestro plan. Y digo tratar porque la realidad suele ser diferente de las estimaciones por mucho que intentemos afinar. En cualquier caso, las cifras que obtengamos serán función directa del modelo de negocio elegido y, para definir el mismo, hay que responder a ciertas preguntas. Repasaré algunas sin que el orden presuponga el nivel de importancia.

La primera sería: en este viaje **¿voy a ir solo o acompañado?** Es evidente la trascendencia de la respuesta desde muchos otros puntos de vista que no son objeto de este artículo. Pero además, en lo que aquí nos ocupa, es importante ya que parte de los costes que se asumirán son fijos, con lo que la posibilidad de aumentar el volumen de activos bajo asesoramiento de forma más rápida (lo que se supone será más factible si hay varias personas aportando negocio) hará que diluyamos antes los mismos. Por ejemplo, el impacto relativo del coste de un aplicativo de asesoramiento y *reporting*, se reducirá cuanto más rápido consigamos crecer. Sólo recordar que por ley, aunque nadie me ha sabido dar razones convincentes que sostengan el hecho, las EAFIs no podemos tener acuerdos de agencia o representación comercial y que todo el personal que realiza esas labores tiene que ser contratado, con los costes que ello implica.

También deberíamos preguntarnos: **¿quién va a ser nuestro cliente objetivo?** Es incuestionable que los medios necesarios no son los mismos si enfocamos nuestro asesoramiento a clientes particulares con un nivel medio de conocimientos financieros, que a inversores institucionales conocedores de los mercados y que tienen un acceso a información sobre los mismos muy elevado. Y esos medios adicionales, se transforman indefectiblemente en más euros.

En línea con la anterior, estaría la pregunta de **¿qué servicios vamos a ofrecer?** Por ejemplo, ¿asesoraré sobre cualquier tipo de instrumento financiero o me especializaré en alguno en concreto?; ¿realizaré recomendaciones únicamente sobre instrumentos cotizados en mercados organizados o extenderé el mismo a otro tipo de activos y vehículos?; ¿tendré en cuenta el impacto fiscal en mis recomendaciones o las limitaré al aspecto financiero? La respuesta a este tipo de preguntas va a marcar las necesidades de medios tecnológicos, acceso a información de mercados y de otro tipo, etc. que pueden suponer costes adicionales.

Otra cuestión sería: **¿queremos mantener acuerdos con entidades para facilitar nuestra labor?** Uno de los problemas para las EAFIs es la imposibilidad de tramitar órdenes y todo lo que eso conlleva en la relación con los



clientes. La mayoría de ellos no acaban de entender por qué, tras haber firmado un contrato en el que depositan la confianza en un asesor, además tienen que lidiar y en muchos casos hasta pelear con su entidad financiera para que ejecute las recomendaciones recibidas. Por eso, tener acuerdos con entidades que piensen que todos salen beneficiados en el triángulo que conforman el cliente, la entidad financiera y la EAFI, que faciliten un proceso fluido desde que se realiza una recomendación hasta que esta se ve implementada en la cartera del cliente, que faciliten que la información acerca de las operaciones realizadas vuelva a la EAFI de forma rápida y eficiente para que esta pueda seguir realizando su labor de forma correcta, es fundamental. La ausencia de lo anterior se traduce inexorablemente en mayores costes (por ejemplo tener que introducir manualmente en nuestra aplicación las operaciones del cliente). Además hay otros puntos en los que los acuerdos pueden ayudar: información de mercados, acceso a productos, costes adecuados, etc.

Muy relacionado con el punto anterior estaría la pregunta de si, en nuestro modelo, **contemplamos el cobro de retrocesiones y qué haremos con ellas una vez recibidas**. Pregunta importante, más aún cuando nos enfrentamos a cambios regulatorios con la llegada de Mifid II que pueden variar radicalmente el decorado respecto a esta práctica. Sin entrar en la discusión de la bondad o maldad de la percepción de *retros* (que en mi opinión es función del uso que se hace de ellas una vez recibidas y no de su existencia), es evidente que, por ejemplo, la actividad de captación de nuevos clientes puede resultar más sencilla si se aprovechan las retrocesiones, al reducir las mismas el desembolso que estos tienen que realizar como pago por el servicio.

Por último, **¿decidiremos usar vehículos de inversión asesorados?** Es una inercia creciente. El asesoramiento, a diferencia de la gestión, es poco escalable, lo que unido a la dificultad comentada que aparece con la ejecución, hace que plantearnos la posibilidad de ofrecer nuestros servicios a través de este tipo de vehículos, pueda resultar capital para nuestra capacidad de crecimiento futuro. Una vez más dejo a parte otras polémicas en relación a este punto, pero es indudable que esta práctica, abarata el asesoramiento y permite ofrecer el mismo a inversores con carteras de volúmenes reducidos y ofrece un ahorro operativo a la EAFI.

En definitiva, no existe una regla aritmética para saber cuánto nos costará ser EAFI, pero si debemos plantearnos que existen unos costes mínimos ineludibles y que otros serán función de nuestras decisiones. Hay que, como se

suele decir, esperar lo mejor y estar preparado para lo peor.

Como ayuda para tener un marco de referencia, en los cuadros adjuntos pueden encontrar algunas estimaciones. El **Cuadro 1** muestra de lo que he llamado Costes no Modulables, es decir aquellos en los que no tenemos influencia y no son función del volumen. El **Cuadro 2** los que serían consecuencia de nuestras decisiones y modelo de negocio que podremos asumir o no. Solo indicar en este caso, hablo casi de mínimos y que el epígrafe "Salarios" corresponde a una persona de apoyo, entendiendo que la retribución del socio o socios será consecuencia de los beneficios obtenidos. Incluyo además una estimación de ingresos, **Cuadro 3**, en función del volumen asesorado y el porcentaje medio de cobro sobre el mismo. Espero que sean útiles.

COSTES NO MODULABLES	IMPORTE ANUAL
Tasas CNMV	1.200 €
Aplicativo Asesoramiento, Reporting y CNMV	6.000 €
Auditoria	1.200 €
Informes de Control	600 €
Examen externo PBC	600 €
Seguro Responsabilidad Civil	500 €
Asesoramiento LOPD	150 €
Otros gastos	2.500 €
<b>TOTAL</b>	<b>12.750 €</b>

COSTES MODULABLES	IMPORTE ANUAL
S. Exteriores de Asesoramiento trámites CNMV	1.200 €
Otros Servicios Exteriores (Contabilidad, Web, etc.)	2.700 €
Varios (Viajes, Gastos representación, consumibles)	3.000 €
Suministros (Luz, teléfono,...)	3.500 €
Alquiler	12.000 €
Sueldos y Seguridad Social	20.000 €
<b>TOTAL</b>	<b>42.400 €</b>

ESCENARIOS DE INGRESOS ROA					
AuA	0,30%	0,45%	0,60%	0,75%	0,90%
10 M €	30.000 €	45.000 €	60.000 €	75.000 €	90.000 €
25 M €	75.000 €	112.500 €	150.000 €	187.500 €	225.000 €
40 M €	120.000 €	180.000 €	240.000 €	300.000 €	360.000 €
55 M €	165.000 €	247.500 €	330.000 €	412.500 €	495.000 €
70 M €	210.000 €	315.000 €	420.000 €	525.000 €	630.000 €
85 M €	255.000 €	382.500 €	510.000 €	637.500 €	765.000 €
100 M €	300.000 €	450.000 €	600.000 €	750.000 €	900.000 €

# La importancia de las fuentes de financiación alternativas



María Victoria Vázquez Sacristán  
Angel López Corona Dávila

Empresa de Asesoramiento Financiero N° 98 CNMV

D I D E N D U M

Tradicionalmente las empresas han buscado el apoyo de las entidades de crédito para financiar su actividad, a través de préstamos a largo plazo, o a corto plazo con pólizas de crédito o las líneas de descuento. La sequía crediticia de los últimos años ha supuesto la necesidad de fuentes alternativas de financiación, algo que también supone nuevas alternativas y oportunidades para los inversores.

El porcentaje que representa la financiación bancaria frente a la alternativa se ha reducido mucho (de un 90% previo a la crisis a un 70%) aunque sigue siendo alto comparativamente con otros países como Alemania o EEUU, donde la financiación tradicional apenas representa el 50% en el primero, o el 30% en el segundo.

Esta excesiva concentración en el sector bancario agudizó la crisis en la que se vieron inmersas las empresas, cuyo problema de contracción de ventas se vio intensificado por la sequía crediticia de aquel momento, revelando así la necesidad de diversificación de las fuentes de financiación para continuar con su actividad normal y/o la realización de los planes de expansión.

Actualmente las fuentes de financiación para las pequeñas y medianas empresas han aumentado:

- En lo que respecta al crédito bancario, las últimas medidas del BCE incentivan la concesión de préstamos como medida para que la liquidez monetaria se transmita a la economía real.
- En cuanto a las alternativas de financiación, se ha producido una consolidación en los mercados de capitales destinados a este tipo de empresas, tanto en renta fija como variable. La regulación de las plataformas de Crowdfunding y la simplificación y mejora de calidad en el mercado de titulizaciones son otras medidas que complementan estas alternativas

Los mercados alternativos de financiación no tienen por qué ser necesariamente más caros que el bancario, especialmente en España donde los bajos tipos de interés han obligado a las entidades a aumentar los márgenes de

sus préstamos, algo que una pequeña o mediana empresa no tiene por qué sufrir en los mercados de capitales si su situación crediticia no ha empeorado.

**No obstante aunque los costes fueran mayores se verían compensados con la diversificación de las fuentes de financiación o la mayor transparencia que ofrecen estos mercados.**

El principal objetivo por tanto es el de avanzar en alternativas para ofrecer una mayor diversificación a las pymes, principal motor de la economía española, consiguiendo así también ampliar el abanico de posibilidades para los inversores, cuya demanda por estos mercados ha aumentado desde que los productos bancarios tradicionales, como el depósito a plazo, ofrecen rentabilida-



des casi nulas dado el contexto de tipos cero fijado por el BCE.

La primera de estas posibilidades es el llamado Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), mercado de deuda gestionado por AIAF y diseñado con el objetivo de facilitar la financiación empresarial a través de valores negociables de renta fija, bonos y pagarés. Aunque no sean inicialmente el tipo de activo elegible, el reciente anuncio del BCE para incluir la adquisición de bonos corporativos en sus compras abaratará los costes de financiación y animará a las empresas a realizar más emisiones. Esto se debe al "efecto arrastre" que las medidas tiene en las curvas de tipos de interés y que acaba beneficiando también a empresas más pequeñas.

En Didendum fuimos pioneros del MARF siendo asesor registrado en la primera emisión de bonos, acompañando a la empresa en todo el proceso y velando por el cumplimiento de todos los requisitos que la ley exige, antes, durante y tras la emisión.

Las ventajas de acudir a esta vía de financiación son claras ya que permite a la empresa adaptar la financiación a plazos concretos, pero sobre todo porque aumenta la visibilidad y transparencia. Para la confianza de los inversores institucionales, que son los que pueden acceder a este mercado con un importe mínimo de 100.000 €, se exige a la empresa información periódica tras la incorporación.

Otra de las alternativas de financiación es el llamado Mercado Alternativo Bursátil (MAB), supervisado por la CNMV y promovido por BME. Dentro de este mercado se pueden diferenciar varios segmentos. El segmento de empresas en expansión es para las empresas con un plan de crecimiento o desarrollo, pudiendo beneficiarse no sólo de la financiación que les proporciona

el mercado sino también de la posibilidad de ver en cuánto valora el mercado su compañía, mayor visibilidad y liquidez. Desde su inicio ha conseguido captar más de 392 millones de euros y en él cotizan 34 compañías, aunque todavía su nivel de desarrollo dista mucho de sus homólogos europeos, el AIM de Reino Unido, el Entry Standard de Alemania o el Alternext francés.

Este tipo de inversión está al alcance de todo tipo de inversores, con importantes ventajas, como mayor rentabilidad y la oportunidad de diversificar la cartera destinando parte de la inversión a empresas de reducida capitalización, cuyas posibilidades de revalorización pueden resultar muy atractivas si disponen de sólidos planes de crecimiento, o si operan en sectores con presencia de fuertes barreras de entrada, entre otros. Por otra parte, este año entra en vigor el nuevo reglamento del MAB cuyo principal objetivo es incrementar las obligaciones de información y transparencia de las empresas.

### **Pero si hay una protagonista en el último año y lo que llevamos de este es el segmento de MAB-SOCIMI.**

El cual ha experimentado un gran crecimiento con la incorporación de 11 nuevas SOCIMIS, lo que aumenta a 15 el número total, desde su estreno en el año 2013. En un entorno de tipos de interés cercanos a cero las compañías que reparten dividendos despiertan gran interés entre los inversores, y las SOCIMIS están obligadas a cumplir unas normas de distribución de dividendos que las obliga a repartir entre sus accionistas casi la totalidad de su beneficio, que además previamente ha tributado al 0% en el IS.

Otra opción tanto para empresas como para inversores es acudir a las platafor-

mas Crowdfunding o financiaciones colectivas, la cual está ganando más empuje, por el fenómeno de la globalización. El modo más habitual es cuando un inversor tiene interés en un proyecto, previamente presentado a la plataforma y realiza aportaciones durante un plazo de tiempo previamente fijado. El coste de la financiación viene dado por un sistema de subasta. De este modo, y una vez la empresa va ganando track record, el coste de financiación se reduce para la empresa al ganar confianza entre los inversores exigiendo éstos una menor rentabilidad. Este tipo de financiación es muy solicitada por diversos inversores, ya que no existe inversión mínima, se puede acudir desde cantidades muy pequeñas y obtienen rentabilidades mayores no correlacionadas con los valores de renta variable tradicional.

Otra alternativa es un Business Angel o fondos de capital riesgo, cuyo interés por las empresas españolas está creciendo. Existen distintas rentabilidades y plazo según la clasificación del proyecto, ya sea capital semilla, de expansión o desarrollo. Una ventaja diferencial de optar por este tipo de financiación para la empresa es que el inversor puede implicarse en el proyecto, aportando conocimientos técnicos, contactos o capacidad de gestión.

Desde Didendum vemos como algo positivo el avance que se está produciendo en el acceso a estas alternativas de financiación, especialmente por la flexibilidad que aportan a las empresas a la hora de obtener liquidez, y también al inversor como oportunidad de inversión alternativa. En particular destacaríamos los mercados de capitales, MARF y MAB, que aunque relativamente novedosos, han tenido una gran aceptación tanto por parte de emisores como de inversores.

## Observatorio Financiero del Consejo General de Economistas

El pasado 2 de febrero, en la sede del Consejo General de Economistas, se presentó el informe del Observatorio Financiero correspondiente al cuarto trimestre de 2015, elaborado por la Comisión Financiera de dicho Consejo.



El acto contó con la presencia del presidente del Consejo General de Economistas, **Valentín Pich**; del presidente de la Comisión Financiera del citado Consejo, **Antonio Pedraza**; del decano-presidente del Colegio de Economistas de Madrid, **Pascual Fernández**; del presidente de EAF-CGE, **David Gassó**, y de **Montserrat Casanovas**, coordinadora –junto a Antonio Pedraza y Salustiano Velo– del Observatorio Financiero.

*De izda. a dcha.: David Gassó, Antonio Pedraza, Valentín Pich, Montserrat Casanovas y Pascual Fernández.*

### INFORME RELATIVO AL CUARTO TRIMESTRE DE 2015

Las magnitudes económicas analizadas en el informe permiten deducir que la actividad económica de la zona euro mantiene la trayectoria de recuperación moderada en el cuarto trimestre del año 2015, a pesar del aumento de la incertidumbre en el entorno exterior. Las medidas de política monetaria adoptadas desde mediados de 2014, junto con una política fiscal menos restrictiva y la caída del precio del petró-

leo, contribuyen a explicar el crecimiento económico en el conjunto de la zona. Por el contrario, los mercados financieros internacionales han mostrado gran inestabilidad durante este trimestre aunque atenuado en las últimas semanas de 2015 tras la subida de tipos por parte de la Reserva Federal.

En cuanto a España, el PIB ha aumentado un 0,8% en el trimestre, apoyado por el crecimiento de la demanda inter-

na. Los datos publicados de la cifra de paro, que lo sitúan a finales de 2015 en el 20,9%, cayendo en 71.300 personas en el cuarto trimestre y la mejoría progresiva de las condiciones de financiación, hacen prever la recuperación de la inversión residencial y la inversión empresarial.

Así pues, los datos de actividad económica apuntan a que la recuperación continúa, ya que –por el momento– no

visión amplia y objetiva  
de la información  
económica-financiera



OBSERVATORIO  
Financiero

se observan efectos significativos derivados de la mayor incertidumbre asociada a las expectativas de crecimiento de las economías emergentes, a la volatilidad en los mercados de capitales o al contexto político interno. Respecto a este último, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas, dada la influencia que ejercen —en particular, la agenda reformadora y la política presupuestaria— sobre la confianza y las decisiones de gasto de los agentes.

Por el contrario, **los mercados financieros han mostrado gran inestabilidad en el último trimestre** aunque atenuado en las últimas semanas de 2015 tras la subida de tipos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos el 16 de diciembre. Sin embargo, **en el mes de enero de 2016 los mercados han registrado un gran deterioro** (fundamentalmente en los mercados de renta variable) y un incremento de la aversión al riesgo, en gran medida motivado por un rebrote de la inestabilidad en los mercados financieros de China, y por las nuevas caídas del precio del petróleo. Del análisis de la evolución de las Bolsas Europeas, nos lleva a la conclusión que **el mercado bursátil español es el que ha registrado el peor comportamiento de la Eurozona**, con un descenso anual del IBEX 35 del 7,1%.

En el último trimestre de 2015, las condiciones de financiación de los sectores residentes han seguido siendo, en ge-

neral, favorables, en un contexto marcado por el tono acomodaticio de la política monetaria del Eurosistema, que se intensificó tras las medidas adoptadas en la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 3 de diciembre.

Respecto a las decisiones del BCE, cabe destacar que, tras la citada reunión del 3 de diciembre, se ha ampliado el nivel de expansión monetaria en la UEM, manteniéndose el tipo principal de las operaciones de refinanciación en el 0,05% y reduciendo la facilidad de depósito hasta el -0,30%. Entre las medidas de estímulo destaca la ampliación del programa de compra de activos hasta marzo de 2017 y la renovación, a su vencimiento, de activos ya adquiridos, lo que ha contribuido a las mejoras en los indicadores monetarios y crediticios.

En su reunión del 21 de enero, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo sin cambios los tipos de interés de referencia. En el mes de enero, los tipos de interés en el mercado interbancario continuaron en niveles muy reducidos. Estos descensos en los tipos de interés han tenido un efecto favorable en los costes financieros de las arcas del Estado, provocando un abaratamiento de la financiación pública tanto a corto como a medio y largo plazo.

**Los depósitos del sector privado en España experimentaron un leve descenso**, poniendo de manifiesto la respuesta de las familias y empresas a los bajos tipos de interés, lo que se está

traduciendo en una recomposición de sus ahorros. Por lo que respecta al crédito al sector privado, continúan registrándose tasas interanuales negativas, aunque menos acusadas y cercanas a cero, lo que significa que los saldos de crédito pueden estabilizarse en 2016 por primera vez desde 2011.

**En el mercado de divisas, es de destacar la depreciación en términos anuales del euro en relación al dólar** de un 10%, situándose en 1,089 €/€ en el contexto de la reciente subida de los tipos de interés ya reseñada.

En cuanto a los precios, la tasa de variación anual del IPC en España ha sido del 0%, en 2015. La inflación subyacente, excluyendo energía y alimentos no elaborados, disminuye una décima, hasta el 0,9%.

Según la Balanza de Pagos de octubre, la capacidad de financiación de la economía española frente al exterior alcanzó un importe de 22,5 miles de millones de euros, en términos acumulados de los últimos doce meses (octubre 2014/octubre 2015). Esta cifra se encuentra por encima de los 14,7 mil millones de euros que registró en el acumulado de 2014.

Por lo tanto, **la deuda externa de la economía española continúa ascendiendo**, situándose al término del segundo trimestre en 1,81 billones de euros.

[www.eaf.economistas.org](http://www.eaf.economistas.org)

[www.observatorioeconomico.es](http://www.observatorioeconomico.es)

# Evolución de las Empresas de Asesoramiento Financiero a 31-12-2015

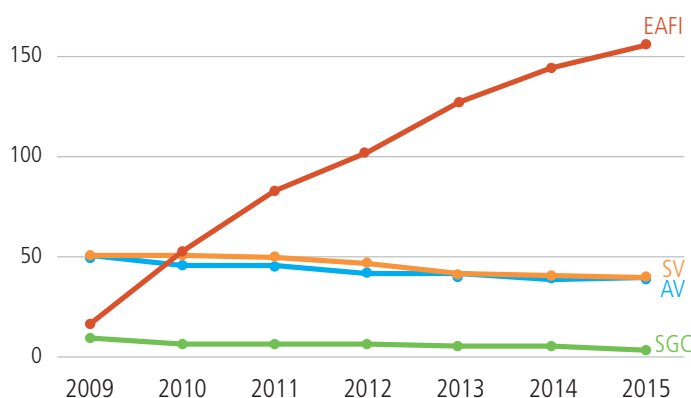


David Gassó

Presidente de EAF - Consejo General de Economistas

## NÚMERO DE EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

El número de Empresas de Servicios de Inversión, según la información publicada por CNMV sigue aumentando, debido fundamentalmente al registro de nuevas Empresas de Asesoramiento Financiero. El resto, o bien se mantiene o incluso decrece, como es el caso de las sociedades gestoras de cartera, que a finales de 2015 eran 3 y actualmente solo figuran 2 en el registro de la CNMV.



## EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

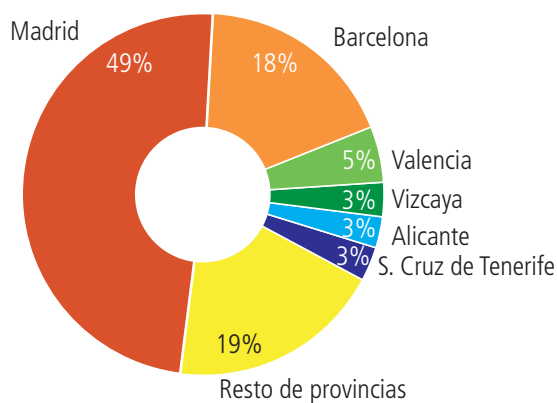
En el caso de las Empresas de Asesoramiento Financiero, tal como se observa en el cuadro siguiente, en el año 2015 se han registrado 23 nuevas entidades en el registro de Empresas de Asesoramiento Financiero de la CNMV (7 sociedades y 6 personas físicas), aunque también se han dado de baja 12 entidades (8 personas físicas y 4 personas jurídicas). Las bajas, que ascienden a 30 en total, son debidas fundamentalmente a la falta de actividad, aunque también, en otros casos se trata de transformaciones en otra entidad –Agencia de Valores, Gestora de IIC, o incluso pasar de ser EAFI persona jurídica a física y viceversa. Además, las obligaciones normativas –que hacen necesario contar con más medios para llevar a cabo la actividad– y el pago de tasas desde 2015, hacen que el margen se reduzca y, en algunos casos, sea inviable seguir adelante con esta actividad.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total	2016	31-03-16
ALTAS	16	35	32	23	29	26	23	184	4	188
BAJAS				-5	-4	-9	-12	-30	-4	-34
<b>TOTAL</b>	<b>16</b>	<b>35</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>154</b>	<b>0</b>	<b>154</b>
<b>EAFI PERSONA JURIDICA</b>										
ALTAS	14	25	21	17	20	17	17	131	4	135
BAJAS				-1		-3	-8	-12	-2	-14
<b>TOTAL</b>	<b>14</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>119</b>	<b>2</b>	<b>121</b>
<b>EAFI PERSONA FISICA</b>										
ALTAS	2	10	11	6	9	9	6	53		53
BAJAS				-4	-4	-6	-4	-18	-2	-20
<b>TOTAL</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>35</b>	<b>-2</b>	<b>33</b>

## EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

En cuanto a su distribución por la geografía española, hay una gran concentración en Madrid, con cerca del 50% de las EAFI y siguiéndole Barcelona, con el 18%.

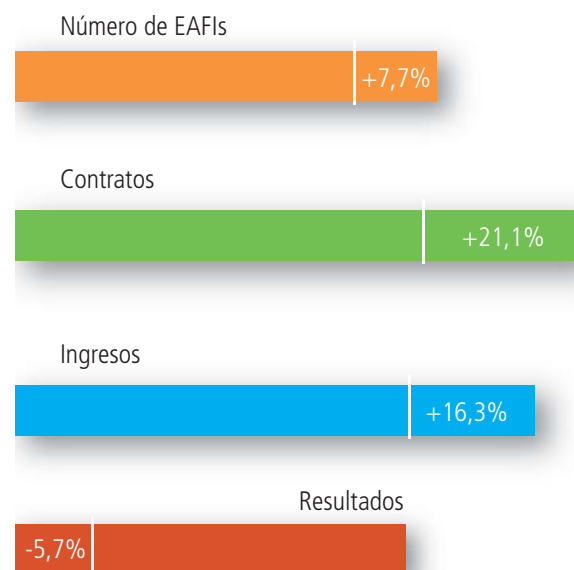


PROVINCIA	P.F.	P.J.	TOTAL	%
MADRID	10	65	75	49%
BARCELONA	4	23	27	18%
VALENCIA	2	5	7	5%
VIZCAYA	2	3	5	3%
ALICANTE	1	3	4	3%
SANTA CRUZ DE TENERIFE	2	2	4	3%
MÁLAGA	2	1	3	2%
MURCIA	3	0	3	2%
NAVARRA	0	3	3	2%
ÁLAVA	0	2	2	1%
ASTURIAS	0	2	2	1%
DONOSTIA	0	2	2	1%
GIRONA	1	1	2	1%
LA CORUÑA	1	1	2	1%
LAS PALMAS DE G. CANARIA	1	1	2	1%
PALMA DE MALLORCA	0	2	2	1%
PONTEVEDRA	0	2	2	1%
ALBACETE	1	0	1	1%
ALMERÍA	0	1	1	1%
GRANADA	1	0	1	1%
LEÓN	0	1	1	1%
LLEIDA	0	1	1	1%
SALAMANCA	0	1	1	1%
TARRAGONA	1	0	1	1%
CASTELLÓN	0	0	0	0%
<b>TOTAL</b>	<b>32</b>	<b>122</b>	<b>154</b>	<b>100%</b>

## EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

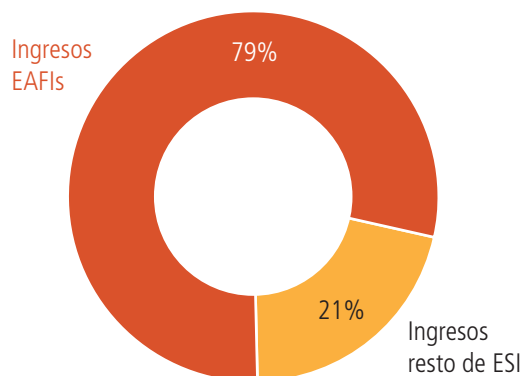
### PRINCIPALES MAGNITUDES

La cifra de ingresos de las EAFIs ha aumentado algo más del 16% respecto al año anterior, situándose en más de 55,5 millones de euros, aunque no se ha visto reflejado en los resultados, que se han reducido un 5,7% respecto a 2014, dejando el margen neto en el 20,3% frente al 25,16% del año anterior.



### INGRESOS

En cuanto a los ingresos por asesoramiento, según la información publicada por CNMV, las EAFIs acaparan el 79% del total de los ingresos de las empresas de servicios de inversión por este concepto.



El incremento de los ingresos por asesoramiento en materia de inversión viene derivado por el mayor número de clientes asesorados, 21% más con respecto al año anterior, de los que el 93% son clientes minoristas y por ende del patrimonio asesorado (información aún no publicada)

INGRESOS ASESORAMIENTO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
SOCIEDAD DE VALORES	49.433	55.025	5.137	10.500	10.638	2.930
AGENCIA DE VALORES	2.790	5.349	3.092	5.707	7.260	7.636
SOCIEDAD GESTORA C.	1.160	1.894	1.579	1.575	849	371
EAFI	15.105	22.469	18.876	23.721	34.110	40.048
<b>TOTAL INGRESOS ASESORAMIENTO</b>	<b>68.487</b>	<b>84.737</b>	<b>28.684</b>	<b>41.503</b>	<b>52.857</b>	<b>50.985</b>

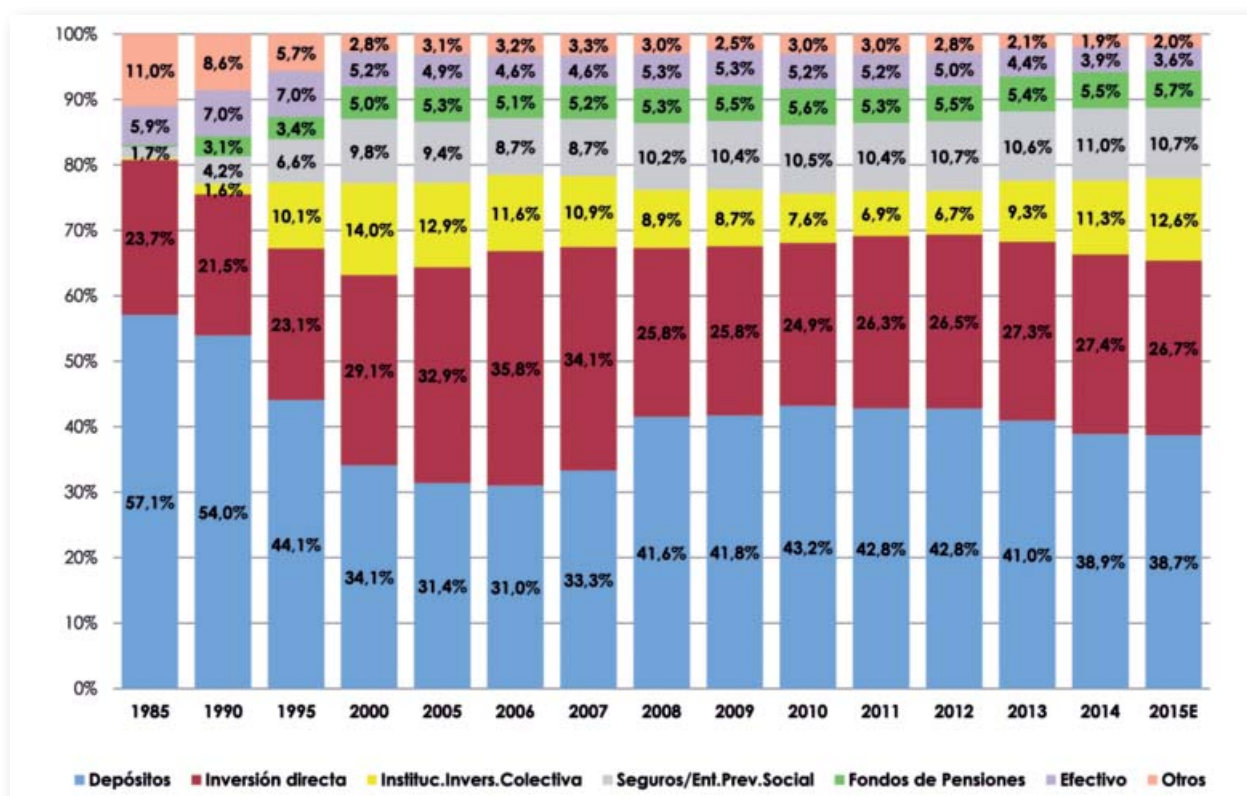
Fuente: Estadísticas CNMV

Según el Informe de Inverco *Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones, Informe 2015 y perspectivas 2016*, se estima que a finales de 2015 el saldo de ahorro financiero de las familias españolas se ha situado en 2,01 billones de euros.

Aunque la estructura del ahorro de los hogares españoles continúa concentrada en los depósitos bancarios, tal como se puede apreciar en el gráfico siguiente, en 2015 la inversión en éstos se ha reducido hasta 38,7% mientras que la inversión en fondos de inversión ha aumentado hasta el 12,6%. También los Fondos de Pensiones han logrado un crecimiento positivo durante los últimos tres años, registrando en 2015 un

nuevo máximo histórico, con un crecimiento anual de casi el 4%.

Sin duda, este incremento del ahorro de las familias unido a la escasa o nula remuneración de los depósitos, dado los bajos tipos de interés, hace que los servicios de las Empresas de Asesoramiento Financiero sean más demandados, ya que el ahorro se canaliza hacia instrumentos con mayor rentabilidad potencial y más exposición a los mercados. Es fundamental que los ahorradores comprendan los riesgos de los productos en los que invierten y para ello es necesario que el asesor les explique el producto y evalúen la adecuación del producto a su nivel de riesgo.



Fuente: Inverco



**economistas**  
Consejo General

El Consejo General de Economistas edita un amplio abanico de revistas técnicas y profesionales al servicio del mundo académico, empresarial, responsables de la administración y economistas



¡utiliza  
nuestro valor  
informativo!

“economistas”

Información general

“3conomi4”

Macroeconomía y universidad

“newsREA+REGA”

Auditoría

“REAF-REGAF revista”

Fiscal

“REFOR revista”

Forense

“boletín REC”

Contabilidad

“actualidad RASI”

Sistemas de la Información

“EAFInforma”

Asesoramiento Financiero

“MarketingNews”

Marketing

# Los productos estructurados: el falso ogro de los mercados financieros



**Los productos estructurados han sido despreciados durante muchos años siendo uno de los productos más marcados por la crisis financiera. La aproximación que se ha realizado en muchas ocasiones, ha sido la de considerar estos productos como una herramienta poco transparente, que siempre perjudica al cliente final, cuando el problema ha residido más en cómo se ha vendido que en qué se ha vendido.**



Fernando Barroso

Chief Investment Officer.

Ca Indosuez Wealth (Europe), Sucursal en España

No hay que obviar que los productos estructurados son complejos y que requieren una explicación detallada de los riesgos asumidos. Es imprescindible, obtener toda la información necesaria y que en la presentación de estos productos (*Term Sheet*) se expliquen todos los escenarios posibles, para que el cliente pueda entender los riesgos a los que se enfrenta.

Uno de los mayores culpables de esta percepción negativa, es la venta masiva que se realizó en los años previos a la crisis, en una "batalla" por batir las rentabilidades de los depósitos bancarios que ofrecían los bancos españoles, niveles de rentabilidad muy por encima de los tipos de interés del mercado. Hay clientes que dadas sus malas experiencias pasadas, dicen no querer invertir en productos estructurados, lo cual es totalmente respetable, pero que esta decisión no sea por falta de información. No creo que se deba obviar ninguna posibilidad de inversión, y mucho menos en un entorno tan volátil y cambiante como el actual.

Vamos a intentar explicar qué son, por qué tiene sentido invertir en estos activos y qué nos ofrecen como factor diferencial y los riesgos que conlleva su inversión. Analizaremos cómo poner de cara todas estas variables para que jueguen a nuestro favor.

Los productos estructurados son el resultado de combinar posiciones en varios activos, con una base de partida en los tipos de interés y en los productos derivados, en concreto en las opciones.

Si alguien me preguntara cómo explicaría a mis hijos qué es un producto estructurado, le diría que son como una sábana, la cual tiene un tamaño cambiante, que depende de ciertas variables. Tenemos que decidir si queremos taparnos la cabeza (cobertura de capital) o los pies (exposición de mercado) porque las dos cosas no podemos hacerlas a la vez.

El tamaño de la sábana depende del nivel de tipos de interés, del plazo del propio activo (a mayor plazo mayores posibilidades), de la volatilidad y de otras variables como la descorrelación de activos. Otra variable clave es el riesgo emisor, a menor calidad crediticia, mayores posibilidades (*funding*) de aumentar el tamaño de la sábana.

En estos momentos, con los tipos de interés en niveles históricamente bajos, la sábana es pequeña, especialmente en el caso de divisa euro, con lo que los productos de garantía total de capital son difíciles de diseñar.

Imaginemos que estamos planteando emitir un producto estructurado hecho a medida. Posteriormente analizaremos para quién pueden ir estos productos y por qué tiene sentido invertir en ellos.

Lo primero es decidir para qué queremos ese producto. En este ejemplo, imaginamos un cliente conservador-oportunista que quiere inver-



Si alguien me preguntara cómo explicaría a mis hijos qué es un producto estructurado, le diría que son como una sábana, con un tamaño cambiante. Tenemos que decidir si queremos taparnos la cabeza (cobertura de capital) o los pies (exposición de mercado) porque las dos cosas no podemos hacerlas a la vez.

tir en renta variable pero con un colchón del 30% por debajo de los niveles actuales (*put* 70) y con vencimientos anticipados (*call*) trimestrales. El cliente quiere invertir en un entorno muy volátil, en el Euro Stoxx 50 pero con un colchón a vencimiento del 30%. Este es el típico producto conocido con el nombre de Phoenix que debe entenderse no como sustitutivo del depósito, sino como alternativa a invertir en el mercado de renta variable.

Este producto, se puede perfeccionar incluyendo lo que se conoce como "*low strike*", es decir, que no sólo tenemos el colchón del 30% sino que en el caso de activarse la opción de caída de mercado, empezamos a contar la pérdida después del -30% y no desde 0%, es decir, si el mercado cae un 35%, la pérdida sería de un 5%.

Para poner este tipo de productos de nuestro lado, el mejor momento es aprovechar una fuerte subida de volatilidad en renta variable ante una caída como las vistas en los últimos meses, y que previsiblemente veremos a lo largo de próximas fechas. En esa situación, a mayor volatilidad mejores condiciones de partida, no sólo en rentabilidad potencial, sino de que los niveles de colchones a niveles de mercado muy interesante. Por ejemplo, en el pasado mes de febrero se cerraron productos con un nivel de referencia (*strike*) al que si le incorporábamos el colchón de 30%/35% nos íbamos a los mínimos de 2008. Es decir, estamos tomando exposición al mercado de renta variable, con un riesgo puesto en niveles muy bajos de mercado.

Dentro de las diferentes posibilidades que ofrecen los productos estructura-

dos, el más conservador es el de garantía total de capital, lo cual no es sencillo de conseguir en estos momentos en euros (casi imposible salvo a vencimientos muy largos), si bien todavía es factible en otras divisas con bases de tipos de interés mayores, como es el caso del dólar estadounidense. Garantías de capital parcial son siempre posibles y muy adecuadas para tomar exposición de mercado de forma conservadora.

Estamos ante productos de elevada complejidad pero con escenarios transparentes y claros para quien los compra. Hay que comprender que podemos aumentar el tamaño de la "sábana", a mayor vencimiento del producto (mayores tipos de interés), a mayor volatilidad, a mayor descorrelación de los activos subyacentes, pero también a peor calidad crediticia del emisor, lo que se conoce como *funding*.

Este riesgo emisor que es el peligro silencioso, hay que evitarlo porque cuando cerramos un producto estructurado, normalmente tenemos un formato de depósito (si bien cabe la posibilidad de que sea bono, fondo,...), lo que implica, como en el caso de cualquier depósito, un riesgo emisor. Siempre debe realizarse con una entidad con calidad crediticia elevada, para evitar riesgos añadidos.

Este riesgo emisor, que es el peligro silencioso, hay que evitarlo porque cuando cerramos un producto estructurado, normalmente tenemos un formato de depósito, lo que implica –como en el caso de cualquier depósito– un riesgo emisor. Siempre debe realizarse con una entidad con calidad crediticia elevada, para evitar riesgos añadidos.

¿Para quién va enfocado este producto? Válido desde el cliente más conservador hasta aquel con menor aversión al riesgo, los productos estructurados deben considerarse como una alternativa más en la diversificación de cartera.

Como en el caso de las opciones, los productos estructurados realizados a medida y debidamente ajustados a las necesidades de cada cliente en términos de rentabilidad riesgo, son una excelente alternativa. Hay múltiples activos subyacentes que se pueden incluir de estos productos, desde la renta fija, divisas, acciones, índices de renta variable, materias primas,..., en resumen cualquier activo que cotice.

El objeto de los productos estructurados puede ser el de invertir o cubrir una posición existente.

Las principales ventajas son la personalización de la inversión, el control de riesgos conocidos *a priori* con protección parcial o total de capital, diversificación de activos, siendo su mayor inconveniente la falta de liquidez, si bien se ha mejorado mucho en este sentido.

En resumen, es una buena alternativa de inversión que permite optimizar la entrada en el mercado, con la posibilidad de amortizaciones anticipadas totalmente predeterminadas. Es un producto que se puede diseñar a medida, poniendo de nuestro lado las características del mismo. Hay que evitar las compras de productos de venta masiva si no nos encajan y procurar ser más activos en momentos de extrema volatilidad en mercado, lo que nos permite tener un margen de maniobra añadido al ya marcado por el cliente.

# En búsqueda de la **descorrelación**

Desde Andbank llevamos tiempo trabajando una opción novedosa que el banco está ofreciendo a sus clientes y está encontrando entre ellos una buena acogida: los activos reales.

La banca privada tradicionalmente ofrece liquidez, bonos, acciones, fondos, etc..., y en Andbank entendíamos que había que abrir el espectro a inversiones más tangibles, era nuestra obligación.



**Rocío Ledesma**  
Responsable Productos y Asesoramiento Andbank España



**Horacio Encabo**  
Responsable de EAFIs Andbank

**ANDBANK** /  
*Private Bankers*

En unos mercados cada vez más globalizados y correlacionados, la diversificación cobra mas importancia día a día. Es otra forma de invertir que nos ayuda a diversificar el riesgo, ofrece rentabilidad no correlacionada con otros productos y ayuda a completar una cartera.

Con los activos reales, adicionalmente a la descorrelación, Andbank aporta una idea diferente a los clientes, si quieren pueden incluso verlos, tocarlos.

En un entorno de tipos de interés bajos, buscamos soluciones que ofrezcan una rentabilidad predecible a más largo plazo:

## INMUEBLES

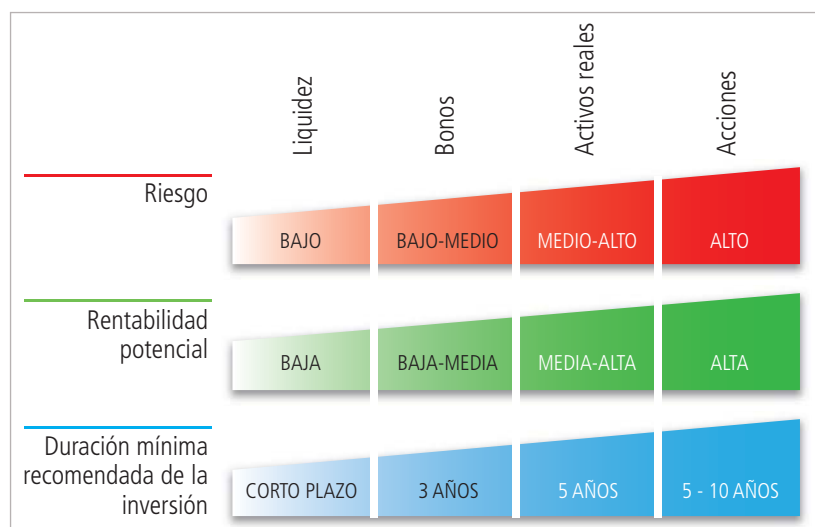
- Importante centrarse en inversiones a medio-largo plazo.
- Edificios prime: menos penalizados en momentos de crisis.
- Rentas recurrentes y aseguradas a largo plazo.

## ENERGÍAS RENOVABLES

- Importante buscar inversiones sin riesgo de promoción y desarrollo ni incertidumbre de horas de producción.
- Visibilidad de ingresos tras una solución regulatoria del déficit para todo el sector eléctrico.
- Búsqueda de una TIR razonable a través de compras a vendedores forzosos.

## OTROS

- Capital Riesgo: directo / vehículos.
- Materias Primas.
- Hedge Funds.
- Arte.





En 2013 hicimos una primera operación con activos reales, un producto vinculado al mercado inmobiliario (AKM). El sector inmobiliario podía no gustar en principio en aquella época pero pensamos que estaba muy bajo y había una enorme oportunidad que teníamos que ofrecer a nuestros clientes. Compró barato, y mi objetivo no es estar toda la vida, sino vender a un precio razonable, ni increíble ni sensacional, razonable; en un periodo de tiempo corto, dos o tres años. El momento de compra era muy bueno y nuestra capacidad de negociación fue excelente y conseguimos que, antes de que los clientes hubiesen invertido ya todo su dinero, habíamos empezado ya en un solo año a devolverles dinero.

Con este primer producto que sacamos (AKM I), ligado al mercado inmobiliario, conseguimos inversores por 15 millones de euros.

El segundo producto (AKM II) lanzado a finales de 2014, alcanzó los 25 millones y fue necesaria una ampliación adicional (AKM II+) por 10M dado el alto interés de nuestros clientes. Las TIRs objetivo previstas son del 12%-14% y las aportaciones medias realizadas por los clientes respecto de los capitales comprometidos oscilan entre el 59% y 76%. En breve lanzaremos una tercera versión (AKM III) con un volumen previsto de 50 millones.

Además de mercado inmobiliario, recientemente hemos lanzado un vehícu-

lo que invierte en plantas fotovoltaicas (South Capital). Todos conocemos cuál ha sido la situación de fotovoltaicas estos últimos años y hemos entendido con nuestros analistas que este momento es muy interesante comprar parques porque están a un precio muy razonable y el riesgo de que vuelvan a recortar la remuneración es muy bajo. Hay inversores que necesitan hacer liquidez por un excesivo apalancamiento, porque su situación personal ha cambiado o porque no pueden seguir con esta inversión. El objetivo es encontrar plantas a buen precio, renegociar la deuda, aguantar hasta 2019, año en el que se revisa el precio pagado y, posteriormente, venderlas. El importe levantado fue de 15 millones con un objetivo de inversión de entre 4-6 plantas con una TIR objetivo superior al 12% en un periodo relativamente corto (5 años).

También estamos trabajando mucho en lo que hemos llamado *business development*, ayudar a las familias con pequeñas empresas a encontrar diferentes maneras de financiarse. Y los inversores que financian esas empresas vuelven a ser clientes nuestros de banca privada, vuelve a ser un activo real, porque es una empresa, hay un modelo de negocio y el dueño les puede explicar en qué están invirtiendo.

En esta línea no hay que olvidar el **capital riesgo**, que ofrece a las carteras de banca privada diversificación, descorrelación con el resto de activos financieros, expectativas de rentabilidad superiores a la inversión en otros activos con riesgo y acceso a la economía real. Los grandes patrimonios pueden participar en este campo invirtiendo directamente en empresas que necesiten financiación para crecer, a través de fondos que invierten en una cartera de empresas o contratando un fondo de fondos, muy diversificado.

A la hora de diseñar la estrategia de inversión en capital riesgo, el inversor debe tener en cuenta:

- El importe mínimo que le exigen para realizar la inversión y el peso que supone en el total de su cartera según su perfil de riesgo.
- El tipo de capital riesgo en el que invierte, lo cual marcará el binomio rentabilidad-riesgo: fondo de fondos muy diversificado, inversión en empresas consolidadas que quieren crecer o inversión en lo que se llama capital semilla, financiando empresas en sus etapas mas iniciales.
- El horizonte temporal, ya que suelen ser inversiones a medio-largo plazo, sin posibilidad de liquidez.

Este último punto es importante, ya que, al igual que en la mayoría de los ejemplos que hemos comentado anteriormente, el horizonte temporal de estas inversiones es a medio-largo plazo, no bajando normalmente de 5 años como mínimo de media. Esto es así porque es el tiempo necesario para analizar las potenciales inversiones en empresas, llevarlas a cabo, gestionarlas eficientemente y deshacerlas: es difícil que antes se consiga el objetivo.

Además, a través del capital riesgo, el inversor puede anticiparse al mercado, ya que los institucionales suelen invertir antes, dada su menor aversión al riesgo. Las inversiones en capital riesgo son siempre lideradas por profesionales en busca de oportunidades. Así como los grandes fondos extranjeros y los llamados *fondos buitres*, compraron carteras de inmuebles cuando nadie apostaba por España, lo mismo ocurre con empresas que necesiten capital para continuar con su crecimiento, sobre todo en épocas en las que la financiación bancaria se había cortado y tuvieron que buscar alternativas como el capital riesgo.

# Inversión en demografía a largo plazo frente a la volatilidad cortoplacista

Centrados en analizar la rentabilidad de las inversiones a corto plazo, los mercados descuidan la valoración de las empresas que se benefician de tendencias estructurales como la demografía. Las empresas que aprovechen las oportunidades que generan el crecimiento de la población, el aumento del consumo de los mercados emergentes y el impacto del envejecimiento en los mercados desarrollados serán las ganadoras a largo plazo.



Hilary Natoff

Co-gestora del fondo  
Fidelity Funds Global  
Demographics Fund



Las tendencias demográficas producen cambios económicos y sociales significativos pero, al ser lentos, su impacto no suele estar descontado por la visión cortoplacista de los mercados.

Muchos inversores demandan estrategias que generen riqueza a largo plazo, algo que choca con el enfoque cada vez más cortoplacista de los mercados. El periodo medio de permanencia en las acciones en Estados Unidos ha pasado de siete años en 1940 a tres meses en la actualidad. Las finanzas conductuales demuestran que los inversores valoran más las ganancias rápidas, por lo que se ha descuidado la valoración a largo plazo de las empresas expuestas a factores de crecimiento estructural. Para aprovechar esta ineficiencia del mercado, los inversores deberían identificar las empresas de calidad, con beneficios crecientes, poco sensibles al ciclo económico y un flujo de caja constante que puedan reinvertir en las oportunidades de crecimiento estructural que surjan. Para ello, es esencial entender la demografía.

Las tendencias demográficas producen cambios económicos y sociales significativos, pero lentos, por lo que su impacto no suele estar descontado totalmente por los mercados. Hay tres megatendencias demográficas: el crecimiento de la población mundial, la clase media emergente y el impacto del envejecimiento.



**En los próximos 40 años la producción de cereales deberá aumentar un 70% para satisfacer el consumo creciente de alimentos, piensos y combustible, lo que aumentará la demanda de fertilizantes y semillas de alto rendimiento y la mecanización de la agricultura.**

La población mundial superó los 7.000 millones en 2011 y en 2050 podría alcanzar los 9.000 millones. Este crecimiento, principalmente urbano y en los países en desarrollo, impactará en la demanda de la economía mundial y creará oportunidades para las empresas en un mercado global.

Al mismo tiempo, se está produciendo un cambio en la composición de la población mundial. La clase media se va a más que duplicar de aquí a 2030, pasando del 7,6% al 16% de la población. El Banco Mundial prevé que en 2030 el 93% de ésta corresponderá a países emergentes, lo que reequilibrará el reparto de la actividad económica mundial.

Por último, el envejecimiento de la población es resultado de las menores tasas de natalidad y mortalidad. En 2045, el número de mayores de 60 años podría superar por primera vez al de menores de 15. En los países desarrollados, una de cada tres personas tendrá más de 60 años en 2050.

**Los efectos de estas megatendencias demográficas generan oportunidades de inversión.** Como consecuencia del crecimiento de la población, por ejemplo, en 40 años la producción de cereales deberá aumentar un 70% para satisfacer la demanda creciente de alimentos, piensos y combustible. Esto aumentará a su vez la demanda de fertilizantes, semillas de alto rendimiento y la mecanización de la agricultura. El creciente consumo de los países emergentes impactará en sectores como los productos básicos (alimentos, bebidas y productos para el hogar), el consumo

discrecional (telefonía, moda, electrónica y automóviles) y el gasto sanitario.

Todas estas tendencias, además, producen cambios en los estilos de vida, la dieta, la salud y el tiempo libre. El uso de internet cambia los estilos de vida, con un fuerte aumento de las compras 'online'. En los países emergentes el aumento de los ingresos está generando que las dietas sean de mayor contenido calórico, lo que unido a la urbanización aumentará las enfermedades 'occidentales' como obesidad, diabetes, hipertensión, cardiopatías y cáncer. Por ello, muchas empresas de salud aumentan la demanda de sus productos. La demanda de productos y servicios para la salud como medicamentos, audífonos, ortopedia, óptica, hospitales y servicios de atención privada también aumenta por el aumento de la esperanza de vida.

Dos ejemplos de compañías que pueden aprovechar estas megatendencias y la ineficiencia del mercado para reconocer el valor a largo plazo son Essilor International y Maruti Suzuki.

Essilor es propietaria de la marca Varilux, el mayor fabricante mundial de lentes progresivas con el 50% de las ventas, que corrigen la presbicia o vista cansada. Su demanda crecerá porque cada vez más gente necesitará corregir la visión; además, al vivir más, tendrán que renovar más veces las lentes; también aumentará por la clase media emergente y los cambios en la forma de vida, con un mayor tiempo frente todo tipo de pantallas.

Según las estimaciones de Essilor, solo el 51% de la población mundial que necesita corregir la vista lo ha hecho

(1.700 millones de personas). El aumento del poder adquisitivo y una mayor concienciación puede elevar el porcentaje al 63% en 2030 (3.100 millones de personas). Essilor apenas ha estado afectada por la crisis, con un aumento de los ingresos constante. Los mercados emergentes constituyen el 26% de sus ingresos (el 15% en 2009), pero la penetración sigue siendo baja, por lo que hay un importante margen de crecimiento.

Maruti Suzuki, filial de la japonesa Suzuki, es el mayor fabricante de automóviles de la India, con una cuota de mercado cercana al 50%. Con más de 1.200 millones de habitantes, el país se beneficia de una población joven, un rápido crecimiento económico y un poder adquisitivo creciente. Esto posibilita unas perspectivas del gasto discrecional estructuralmente favorables. La penetración del automóvil es baja (solo 18 de cada 1.000 indios son propietarios), lo que le otorga un enorme potencial. En la última década, Maruti Suzuki ha experimentado un fuerte crecimiento tanto de los ingresos como de los beneficios y su cotización se ha quintuplicado.

Las estrategias de inversión que se dedican a identificar a estas empresas con fuertes ventajas competitivas y una propiedad intelectual valiosa –industrias que se benefician del crecimiento estructural– deberían ser tenidas en cuenta por los inversores.

**El envejecimiento de la población está generando un aumento de la demanda de productos y servicios para la salud como medicamentos, audífonos, ortopedia, óptica, hospitales y servicios de atención privada.**

# ¿Por qué nos cuesta tanto asumir que nuestras pensiones están en la cuerda floja?



Fernando Gálvez  
Director de AXA Exclusiv

Llevamos mucho tiempo advirtiendo desde distintas organizaciones, especialmente sectoriales, que la situación actual de nuestro sistema público de pensiones está pasando por un momento difícil. Y lo peor es que nuestros políticos no quieren trasladar a la sociedad la necesidad de cambiar drásticamente la estrategia sobre el modelo complementario privado que está contemplado en el Pacto inacabado de Toledo.

La pregunta que nos deberíamos hacer, es ¿Por qué se quiere demonizar un instrumento que ayuda a complementar nuestra jubilación?

El que escribe esta columna, quiere compartir con todas las EAFI's que realmente estamos ante una gran oportunidad para asesorar de manera integral a los clientes, y que los planes de pensiones, hoy más que nunca, deben tener un hueco en la oferta diferenciada que nuestros comunes clientes necesitan para el ahorro a largo plazo.

Hoy nos encontramos con un discurso manido de los políticos sobre que nuestro sistema público es viable, pero cada gobierno y cada legislatura nos encontramos con nuevas reformas. Los españoles tenemos que acostumbrarnos a un proceso continuo de reformas del modelo público de pensiones. Hace



unos meses, en la presentación de los Presupuestos Generales del Estado, se abrió un nuevo debate sobre las pensiones, en este caso sobre las pensiones de viudedad y orfandad. Se plantean que estas dos prestaciones dejen de ser contributivas para que pasen a financiarse vía impuestos. El impacto económico podría alcanzar los 21.000 millones de euros. Esto pone de manifiesto que cuando los políticos hablan de reformas de las pensiones, quieren decir, bajada de las pensiones.

La última reforma obliga a los españoles a trabajar más años y cobrar menos como única fórmula para sostener el sistema de público de la Seguridad Social, muy tocado por esta crisis, que se ha llevado por delante a 3,7 millones de cotizantes. Es importante conocer que desde 2012, la Seguridad Social ha tenido que sacar de la hucha del Fondo de Reserva casi 38.000 millones, con lo que quedarían otros 39.000 millones de euros.

En un estudio realizado por AXA, estimamos que los últimos cambios ya aprobados, llevarán a que las pensiones de los futuros jubilados se recorten en torno al 28% sobre la expectativa de lo que hubieran cobrado si no se hubiesen tenido que tomar estas medidas.

## Los planes de pensiones, hoy más que nunca, deben tener un hueco en la oferta diferenciada que nuestros comunes clientes necesitan para el ahorro a largo plazo.

Consecuentemente, el sistema público de pensiones a medio plazo afectará en menor medida a la generación que se está jubilando ahora y que comenzó a trabajar muy joven y, por tanto, acumula muchos años de aportaciones al sistema. Pero tendrán más problemas los jóvenes actuales, que han empezado más tarde a cotizar, y deberán ser previsores a la hora de cubrir sus necesidades de ahorro futuro, con un modelo complementario al sistema público.

Antes he mencionado que el actual Pacto de Toledo está inacabado, porque se ha puesto todo el esfuerzo en el primer pilar, la pensión pública de reparto, y se ha dejado olvidado el segundo pilar (la empresa) y el tercer pilar (el ahorro privado). Se ha dejado de lado la apuesta por la complementariedad del sistema.

### Porque... ¿Cuál es la finalidad de un Plan de Pensiones? ¿Por qué está mal visto estimular el ahorro privado?

Un Plan de Pensiones es más que un producto de ahorro a largo plazo con ventajas fiscales, cuya finalidad es **complementar la pensión de jubilación**. Los planes de pensiones constitu-

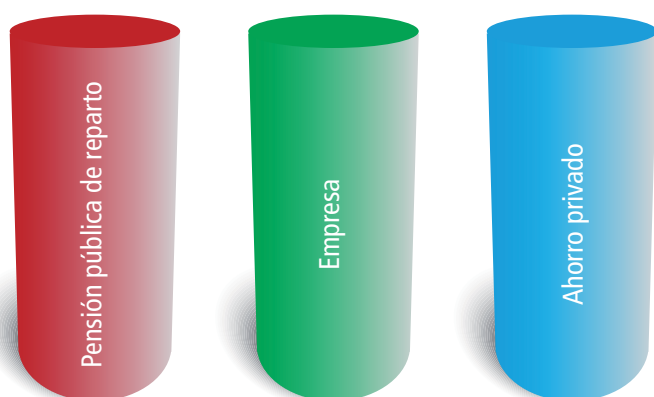
yen una fórmula de ahorro privada y voluntaria y en ningún caso sustituyen a las pensiones públicas.

Adicionalmente, los planes de pensiones cubren una serie de contingencias del partícipe, por ejemplo, cuando se produce una **incapacidad, ya sea permanente, total, absoluta**; o en el caso de **fallecimiento o de dependencia severa o gran dependencia**.

Con las últimas reformas, existen unos supuestos excepcionales en los que el partícipe puede disponer parcial o totalmente de sus derechos consolidados, como por ejemplo **enfermedad grave o desempleo de larga duración**. Además, se han incorporado las denominadas **ventanas de liquidez**, lo que posibilita que las aportaciones satisfechas por el partícipe a un plan de pensiones se podrán rescatar anticipadamente en el transcurso de 10 años, sin necesidad de esperar a que se produzca ninguna de las contingencias ya previstas.

Independientemente de que esta última modificación se ha realizado para flexibilizar el producto y que más trabajadores jóvenes vean atractivo este tipo de ahorro, soy de la opinión que si apostamos por un modelo complementario al sistema público donde su principal finalidad es la jubilación, tienen que ser para eso, para la protección de la vejez, y no camuflarlo como un producto que finalmente se puede decir que es de ahorro a largo plazo.

Los españoles necesitamos un Estado que nos informe, para poder tomar decisiones con criterio, y profesionales del asesoramiento financiero que vean estos productos como necesarios en su portfolio de servicios.



## Presentación

### Estudio de las Empresas de Asesoramiento Financiero en España

18 de diciembre de 2015

El pasado 18 de diciembre de 2015 en la sede del Consejo General de Economistas, Valentín Pich –Presidente– presidió la jornada en la que se presentó el Estudio de las *Empresas de Asesoramiento Financiero en España* y el N° 11 de la revista *EAFInforma*.



De izda. a dcha.: Fernando Estévez, Valentín Pich, Pilar García-Germán y David Rodríguez.

Existe una gran dispersión en el tamaño de la Empresas de Asesoramiento Financiero. Las entidades con facturación superior a 600.000€ (17%) suponen el 66,4% del volumen de facturación del sector.

En España existe un altísimo nivel de intrusismo, a pesar de tratarse de una actividad reservada y bajo la supervisión de la CNMV.

Las preferencias de inversión de los ahorradores españoles hace más necesario el asesoramiento de una EAFI.

Valentín Pich, en su exposición, recalcó que, en un contexto de muy baja inflación, la sociedad no está acostumbrada a que las cuentas de ahorro tengan retribuciones cercanas al 0%. Asimismo las inversiones inmobiliarias han dejado de ser también un camino natural, lo que, sumado a lo anterior, está provocando que los ahorradores estén invirtiendo en instrumentos que, en muchos casos, no conocen suficientemente, asumiendo excesivos riesgos. En este sentido, una forma de minimizar estos riesgos es recurrir a las Empresas de Asesoramiento Financiero, cuya actividad está regulada y sometida a la supervisión de la CNMV y que asesoran –y esto es fundamental– de forma independiente.

En el acto participaron los colaboradores de la revista. En primer lugar tomó la palabra Fernando Estévez Olleros, Director de Planificación Patrimonial de Andbank, España, S.A., que habló sobre el futuro de las SICAVS en 2016 y las posibles alternativas, dado que los principales partidos políticos han manifestado su voluntad de introducir modificaciones fiscales en relación a las SICAVS, lo cual podría producirse a nivel inversor o a nivel vehículo. En función de cómo se regulen finalmente los cambios cabría la posibilidad (o no) de plantear a los inversores alternativas de inversión que permitan gestionar su patrimonio financiero con las ventajas del diferimiento fiscal.

Pilar García-Germán, Sales Manager de Fidelity International, manifestó que, de cara a 2016, en Fidelity creen que el crecimiento mundial seguirá siendo relativamente débil, pero con un riesgo de recesión bajo. Los mercados desarrollados seguirán a la cabeza y EE.UU. se moverá en las mismas tasas de crecimiento de 2015; al mismo tiempo, Europa y Japón probablemente aceleren un poco durante el año. El panorama de los mercados emergentes seguirá siendo relativamente complejo en 2016: habrá ganadores y perdedores, por lo que seguirá siendo muy importante discriminar entre países.

David Rodríguez, de Credit Agricole, trató dos temas que tienen un efecto directo en la actividad de las entidades financieras. Por un lado, el tema de la extraterritorialidad con la implementación FATCA, proyecto de la Administración Obama para la lucha contra el Fraude Fiscal y, por otro, la Orden Ministerial de clasificación de productos. En cuanto a



esta última, indicó que *cumplir con todos estos requisitos supone un gran reto para las entidades que han de desarrollar sus sistemas informáticos para la correcta categorización de los productos y que "a priori, esta norma convivirá tanto con MiFID II como con PRIIPS una vez éstas vean la luz.*

Para hablar sobre pensiones, intervino **Daniel Martos**, Director Técnico de Axa Seguros, que analizó el presente y futuro de las pensiones como producto financiero. A este respecto, señaló la necesidad de *volver al Pacto de Toledo con propuestas claras sobre el segundo y tercer pilar y aseguró que desde el sector, llevamos años defendiendo la necesidad de un sistema público fuerte de reparto, que sea seguro y sostenible en el tiempo. Ningún país debería aceptar que sus pensiones fueran pagadas de manera exclusiva o mayoritariamente por el sector privado. Tampoco es conveniente que todo el peso recaiga de forma exclusiva en un solo pilar, sino que —como ocurre en muchas de las actividades económicas— cierta diversificación genera ventajas a la vez que minimiza riesgos.*

### Estudio de las Empresas de Asesoramiento Financiero en España

**Albert Ricart**, que ha dirigido el estudio sobre el sector de las EAFI en España, manifestó que, a la vista de los datos objetivos obtenidos, la primera conclusión a la que se puede llegar es que la mayor parte de las EAFIs en España son micropymes

dentro de un entorno altamente regulado. Como hecho positivo destacó que, con respecto al año 2013, tanto el número de clientes, como el patrimonio asesorado, la facturación, el beneficio y el personal de las EAFIs ha aumentado significativamente.

Manifestó que es un sector muy regulado y, en muchos casos, lejos de ser una ventaja para la captación del cliente, está suponiendo un freno a la expansión de esta figura y generando unos costes y un consumo de tiempo que pone en peligro su propia viabilidad. Ello hace que haya multitud de profesionales que ejercen el asesoramiento financiero de manera totalmente "intrusa".

La próxima transposición de MiFID II, según como se concrete, puede ser una nueva amenaza para este sector. La posible desaparición de las retrocesiones, la nueva regulación, etc., pueden hacer inviables algunos de los actuales negocios. Ahora bien, también puede ser una oportunidad y un revulsivo para acometer concentraciones, vía fusiones o asociaciones, entre EAFIs de cara a poder ser competitivas en el mercado.

**Antonio Pedraza**, presidente de la Comisión Financiera del Consejo General de Economistas, manifestó que seguirán trabajando para expandir esta figura ante los retos que se presentan en el futuro con la implantación de MiFID II.



Valentín Pich y Albert Ricart.



De izda. a dcha.: Daniel Martos, Albert Ricart, Antonio Pedraza y Victoria Nombela.

## Seminario Prevención de Blanqueo de Capitales

17 de febrero de 2016 (Madrid) · 15 de marzo de 2016 (Barcelona)

El día 17 de febrero, en la sede del Consejo General de Economistas en Madrid, y el día 15 de marzo, en la sede del Colegio de Economistas de Cataluña en Barcelona, se celebró el Seminario sobre *Procedimientos para la Prevención del Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo* destinado a las Empresas de Asesoramiento Financiero.

El Seminario contó con la participación como ponente de **Joaquim Altafaja**, Coordinador de la Comisión de Gestión Tecnológica de RASI-CGE y Experto en Prevención de Blanqueo de Capitales.

El objeto del seminario es recordar las obligaciones de las EAFIs en esta materia y, tal como establece el artículo 29 de la Ley 10/2010 de Prevención de Blanqueo de Capitales y Financiación del Terrorismo, facilitar que los sujetos obligados establezcan las medidas oportunas para que sus empleados tengan conocimiento de las exigencias derivadas de la Ley, entre las que se incluyen la participación acreditada en cursos específicos de formación permanente orientados a detectar operaciones que puedan estar relacionadas con el blanqueo de capitales.

## Jornada Análisis y consideraciones de la Circular 1/2016 sobre la responsabilidad penal de las Personas Jurídicas · 25 de febrero de 2016

El día 25 de febrero se celebró, en la sede del Consejo General de Economistas, una Jornada sobre *Análisis y consideraciones de la Circular 1/2016 sobre la responsabilidad penal de las Personas Jurídicas*, organizada por el REA+REGA Corporación de Auditores del Consejo General de Economistas, en colaboración con CUMPLEN. Esta circular fue publicada por la Fiscalía General del Estado el pasado 22 de enero y recoge los criterios para interpretar la nueva regulación de la responsabilidad penal de las personas jurídicas introducida por la LO 1/2015, que reforma el Código Penal.

La apertura corrió a cargo de **Carlos Puig de Travy**, Presidente del REA+REGA-CGE. Participaron como ponentes **Conrado Saiz**, Fiscal de la Fiscalía Especial contra la Corrupción y la Criminalidad Organizada; **Eduardo de Urbano Castrillo**, Doctor en Derecho y Magistrado; **Carlos Saiz**, Presidente de CUMPLEN; y **Cristina del Val Gómez-Legal**, Miembro de la Junta Directiva de CUMPLEN. **Adolfo Núñez Astray**, Director de Relaciones Institucionales del REA+REGA-CGE, moderó la mesa redonda.

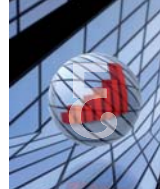
**Conrado Saiz**, analizó el texto del precepto del Código Penal relativo a la responsabilidad penal de las personas jurídicas y destacó que el elemento central de la reforma es la nueva redacción del artículo 31 bis del Código.

**Cristina del Val** hizo una valoración general positiva de la Circular 1/2016. Centró su intervención en la exención de responsabilidad penal y programas de *compliance* penal y la figura del *Compliance Officer* en la Circular.

Para finalizar la sesión, **Eduardo de Urbano** resumió las principales novedades introducidas por la circular, los criterios para valorar la eficacia de los modelos de organización y gestión, y la naturaleza de la exención y carga de la prueba. En el caso de las personas jurídicas de pequeñas dimensiones, recalcó la posibilidad de que éstas demuestren su compromiso ético mediante una razonable adaptación a su propia dimensión de los requisitos formales del apartado 5 del artículo 31 bis.



De izda. a dcha.: Adolfo Núñez, Carlos Puig, Eduardo de Urbano, Conrado Saiz, Cristina del Val y Carlos Saiz.



## Jornada Orden ECC/2316/2015, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros

17 de febrero de 2016

El día 17 de febrero de 2016 se celebró, en la sede del Consejo General de Economistas, una conferencia sobre la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros.

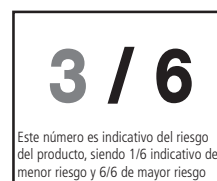
La sesión, presentada y moderada por **David Gassó** –Presidente de EAF Asesores Financieros del Consejo General de Economistas– contó con la participación como ponente de **Alberto Martín del Campo**, Subdirector de Legislación y Política Financiera del Tesoro.

En esta sesión se analizó el proceso de implementación de la Orden al sector de las Empresas de Asesoramiento Financiero, así como los principales efectos de su aplicación, entre otros, permitir a los clientes financieros tener información comparable tanto entre productos de distintos sectores financieros como entre diferentes entidades, poner sobre aviso en los casos en que pueda existir limitaciones a la liquidez o tratarse de productos complejos, mejorar la transparencia en el mercado minorista y evitar comercializaciones inapropiadas.

La orden fija un sistema para advertir a los clientes minoristas sobre el riesgo y la complejidad de los productos mediante:

- **Un indicador de riesgo (6 clases).** Calificaciones del producto financiero, en su defecto las del originador o emisor y, en defecto de las dos anteriores, las del garante, median-

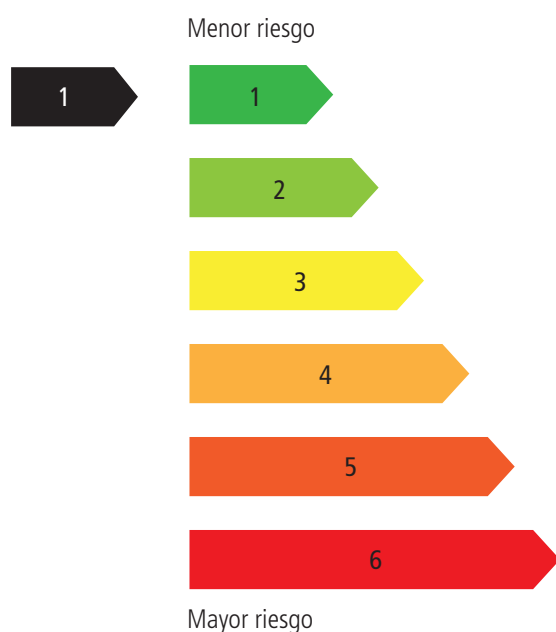
te una escala de seis colores, conocidos como *semáforos*, o de números del 1 al 6.



Y cuando sea necesario:

- **Alertas sobre las posibles limitaciones a la liquidez y sobre los riesgos de venta anticipada del producto financiero:**
  - 🔒 *El compromiso de devolución del capital (o, en su caso, del xx% del capital) solo es a vencimiento y la venta anticipada puede provocar pérdidas.*
  - 🔒🔒 *La venta o cancelación anticipada no es posible o puede implicar pérdidas relevantes.*
  - 🔒🔒 ...
- **Alertas sobre la complejidad de los productos financieros que sean complejos**
  - ! *Producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender.*

<https://www.boe.es/boe/dias/2015/11/05/pdfs/BOE-A-2015-11932.pdf>



De izda. a dcha.: Alberto Martín del Campo, Gregorio Arranz, David Gassó y Victoria Nombela.

## ESMA

### Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias

El pasado 17 de diciembre ESMA (European Securities and Markets Authority) publicó las *Guidelines for the assessment of knowledge and competence*, cuya traducción se ha publicado el día 22 de marzo de 2016. La CNMV tiene un plazo de dos meses desde su publicación en castellano para notificar si han adoptado o si tienen intención de adoptar las presentes directrices.

En caso de adoptarlas serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2017.

El objeto de las directrices es establecer los criterios para evaluar los conocimientos y competencias exigidos en virtud del artículo 25, apartado 1, de la MiFID II, en el que se establece que

*“los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión que aseguren y demuestren a las auto-*

*ridades competentes que lo soliciten que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios de inversión o servicios auxiliares a clientes en nombre de la empresa de servicios de inversión disponen de los conocimientos y las competencias necesarios para cumplir sus obligaciones”.*

Las directrices establecen los **criterios de conocimientos y competencias tanto del personal que proporcione información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares como del personal que presta asesoramiento en materia de inversión.**

Está previsto que, próximamente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores establezca los criterios para acreditar los conocimientos y competencias que establecen las directrices.

### V.II Criterios de conocimientos y competencias del personal que proporcione información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares

17. Las sociedades se asegurarán de que el personal que proporcione información sobre productos de inversión, servicios de inversión o servicios auxiliares disponibles en la sociedad, cuenta con los conocimientos y competencias necesarios para:

- a. conocer las características, riesgos y aspectos esenciales de los productos de inversión que ofrece la sociedad, incluidas cualquiera implicaciones fiscales generales y gastos en que vaya a incurrir el cliente en el contexto de las operaciones. Se prestará especial atención cuando se proporcione información sobre productos caracterizados por niveles de complejidad mayores;
- b. conocer el importe total de los costes y gastos en los que incurra el cliente en el contexto de las operaciones de un producto o servicios de inversión o servicios auxiliares;
- c. conocer las características y alcance de los servicios de inversión o servicios auxiliares;
- d. conocer el funcionamiento de los mercados financieros y cómo afectan al valor y fijación de precios de los productos de inversión sobre los que proporcionan información a los clientes;
- e. conocer el efecto de las cifras económicas y acontecimientos nacionales, regionales y globales en los mercados financieros y en el valor de los productos de inversión sobre los que proporcionan información a los clientes;
- f. conocer la diferencia entre escenarios de rendimientos pasados y rendimientos futuros, así como los límites de los pronósticos de previsión;
- g. conocer asuntos relativos al abuso del mercado y al blanqueo de capitales;
- h. evaluar datos relativos a los productos de inversión sobre los que proporcionan información a los clientes, tales como documentos de información clave para los inversores, folletos informativos, estados financieros o datos financieros;
- i. conocer las estructuras específicas del mercado para los productos de inversión sobre los que proporcionan información a los clientes y, cuando proceda, sus plataformas de negociación o la existencia de cualesquiera mercados secundarios;
- j. tener conocimientos básicos de los principios de valoración para el tipo de productos de inversión respecto a los que se proporciona información.



### V.III Criterios de conocimientos y competencias del personal que presta asesoramiento en materia de inversión

18. Las sociedades se asegurarán de que el personal que asesora en materia de inversión cuenta con los conocimientos y competencias necesarios para:

- a. conocer las características, riesgos y aspectos esenciales de los productos de inversión que se ofrecen o recomiendan, incluidas cualesquiera implicaciones fiscales generales en las que vaya a incurrir el cliente en el contexto de las operaciones. Se procurará especial atención cuando se preste asesoramiento respecto a productos caracterizados por niveles de complejidad mayores;
- b. conocer los costes y gastos totales en los que vaya a incurrir el cliente en el contexto del tipo de producto de inversión que se ofrece o recomienda y los costes relativos a la prestación de asesoramiento y cualquier otro servicio relacionado que se preste;
- c. cumplir las obligaciones exigidas por las sociedades en relación con los requisitos de idoneidad, incluidas las obligaciones establecidas en las Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID1;
- d. conocer cómo el tipo de producto de inversión ofrecido por la sociedad puede no ser adecuado para el cliente, tras haber evaluado la información pertinente facilitada por el cliente en relación con posibles cambios que puedan haber ocurrido desde que se recopiló la información pertinente;
- e. conocer el funcionamiento de los mercados financieros y cómo afectan al valor y fijación de precios de los productos ofrecidos o recomendados a los clientes;
- f. conocer el efecto de las cifras económicas y acontecimientos nacionales, regionales y globales en los mercados financieros y en el valor de los productos de inversión ofrecidos o recomendados a los clientes;
- g. conocer la diferencia entre escenarios de rendimientos pasados y rendimientos futuros, así como los límites de los pronósticos de previsión;
- h. conocer asuntos relativos al abuso del mercado y al blanqueo de capitales;
- i. evaluar datos relativos al tipo de productos de inversión ofrecidos o recomendados a los clientes, tales como documentos de información clave para los inversores, folletos informativos, estados financieros o datos financieros;
- j. conocer las estructuras específicas del mercado para el tipo de productos de inversión ofrecidos o recomendados a los clientes y, cuando proceda, sus plataformas de negociación o la existencia de cualesquiera mercados secundarios;
- k. tener conocimientos básicos de los principios de valoración para el tipo de productos de inversión ofrecidos o recomendados a los clientes;
- l. conocer los fundamentos de la gestión de carteras, incluido ser capaz de conocer las implicaciones de la diversificación relativa a las alternativas de inversión individuales.

## ESMA

### Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados

El pasado 4 de febrero ESMA (European Securities and Markets Authority) publicó unas Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados que serán de aplicación previsiblemente a partir del 3 de enero de 2018.

La finalidad de las directrices es especificar las normas para la evaluación de:

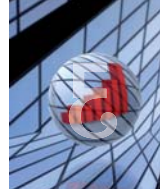
- i) instrumentos de deuda que incorporen una estructura que dificulte al cliente entender el riesgo implicado y
- ii) depósitos estructurados que incorporen una estructura que dificulte al cliente entender el riesgo sobre el rendimiento o el coste de la desinversión antes del vencimiento.



Acceso a las Directrices

<http://eaf.economistas.es/Contenido/EAF/Legislacion/ESMADirectricesInstrumentosComplejosDeudayDepositosEstructurados.pdf>

CATEGORÍA DEL INSTRUMENTO	LISTA (NO EXHAUSTIVA) DE EJEMPLOS
<b>INSTRUMENTOS DE DEUDA QUE INCORPORAN UN DERIVADO</b>	
Incorporan un componente que causa que la totalidad o parte de los flujos de efectivo de un instrumento se modifiquen de acuerdo con una o varias variables definidas	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Bonos y obligaciones convertibles y canjeables.</li> <li>b) Bonos y obligaciones indexados y turbo warrants.</li> <li>c) Bonos y obligaciones convertibles contingentes.</li> <li>d) Bonos que pueden amortizarse por el emisor antes del vencimiento (Callable Bonds) o bonos que permitan al tenedor obligar al emisor a recomprárselos en determinados momentos (Puttable Bonds).</li> <li>e) Notas vinculadas a riesgos crediticios.</li> <li>f) Warrants</li> </ul>
<b>DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL RIESGO DEL RENDIMIENTO</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>a) El rendimiento recibido se vea afectado por más de una variable.</li> <li>b) La relación entre el rendimiento y la variable relevante o el mecanismo para determinar o calcular el rendimiento sea compleja.</li> <li>c) La variable implicada en el cálculo del rendimiento sea poco frecuente o no familiar por parte del inversor minorista medio.</li> <li>d) El contrato otorgue a las instituciones de crédito el derecho unilateral de terminar el acuerdo antes de su vencimiento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos estructurados en los que una cesta de instrumentos o activos tienen que sufragar un determinado índice de referencia para que pueda procederse al pago de un rendimiento;</li> <li>• Depósitos estructurados en los que el rendimiento se determina por la combinación de dos o más índices.</li> <li>• Depósitos estructurados de tal forma que el mecanismo por el que se refleja el nivel de precios de un índice en el rendimiento implica diferentes datos del mercado (por ejemplo, uno o varios umbrales que se tengan que cumplir), o varias mediciones del índice en diferentes fechas;</li> <li>• Depósitos estructurados de tal forma que la ganancia de capital o interés devengado aumenta o disminuye en ciertas circunstancias específicas;</li> <li>• Depósitos estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previstos pueda variar de manera frecuente y/o notablemente en determinados momentos sobre la duración del instrumento.</li> <li>• Depósitos estructurados en los que el rendimiento está vinculado a un segmento de mercado, a un índice interno u otros índices de referencia no públicos, un índice sintético o una medida muy técnica, como la volatilidad de precios del activo.</li> </ul>



## INSTRUMENTOS DE DEUDA CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL RIESGO

a) Instrumentos de deuda cuyo rendimiento depende del comportamiento de un conjunto de activos definido	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bonos de titulación de activos y pagarés de empresa de titulación de activos,</li> <li>• Bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS),</li> <li>• Bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles comerciales (CMBS),</li> <li>• Obligaciones de deuda garantizada (CDOs)</li> </ul>
b) Instrumentos de deuda, cuyo rendimiento está subordinado al reembolso de deuda de terceros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos de deuda subordinados;</li> <li>• Certificados (definidos art. 2 ap. 1, punto 27 de la MiFIR).</li> </ul>
c) Instrumentos de deuda donde el emisor puede modificar discrecionalmente los flujos de efectivo de los instrumentos	
d) Instrumentos de deuda con ausencia de amortización específica o fecha de vencimiento.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Obligaciones perpetuas</li> </ul>
e) Instrumentos de deuda que cuenten con un instrumento financiero subyacente poco frecuente o no familiar.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos de deuda referenciados a instrumentos financieros subyacentes, tales como índices de referencia no públicos, índices sintéticos, segmentos de mercado, medidas muy técnicas (incluyendo volatilidad del precio y combinaciones de variables);</li> <li>• Bonos de catástrofe</li> </ul>
f) Instrumentos de deuda con mecanismos complejos para determinar o calcular el rendimiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos de deuda estructurados de tal forma que el flujo de ingresos previsto pueda variar de manera frecuente y/o notablemente en determinados/diferentes momentos durante la duración del instrumento, ya sea debido a que se alcancen determinados umbrales predeterminados o en determinadas fechas concretas</li> </ul>
g) Instrumentos de deuda estructurados de tal forma que pueden no ofrecer una amortización completa del principal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos de deuda que puedan ser objeto del instrumento de recapitalización interna</li> </ul>
h) Instrumentos de deuda emitidos por una sociedad vehículo (SPV-Special Purpose Vehicle) en circunstancias en las que el nombre del instrumento de deuda o el nombre legal de la sociedad vehículo puedan confundir a los inversores sobre la identidad del emisor o del garante.	
i) Instrumentos de deuda con mecanismos de garantía complejos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Instrumentos de deuda con un mecanismo de garantía en el que el otorgamiento de la garantía depende de una o varias condiciones, aparte de la del incumplimiento del emisor;</li> <li>• Instrumentos de deuda con un mecanismo de garantía en el que el nivel de garantía o el otorgamiento real de la garantía está sujeto a limitaciones temporales</li> </ul>
j) Instrumentos de deuda con apalancamiento.	

## DEPÓSITOS ESTRUCTURADOS CON UNA ESTRUCTURA QUE DIFICULTA QUE EL CLIENTE ENTIENDA EL COSTE DE UNA DESINVERSIÓN ANTES DEL VENCIMIENTO

a) El coste de la desinversión antes del vencimiento no sea una cuantía fija.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos estructurados que contengan un coste de desinversión variable o «máximo» (por ejemplo, se carga una tarifa de hasta 300 euros en una desinversión antes del vencimiento);</li> <li>• Depósitos estructurados que se refieren a un factor variable como una tasa de interés para el cálculo del coste de la desinversión</li> </ul>
b) El coste de la desinversión antes del vencimiento no sea una cuantía fija para cada mes que reste hasta el plazo acordado.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos estructurados con un coste de desinversión variable o máximo para cada mes que reste hasta el plazo acordado (por ejemplo, una tarifa de hasta 50 euros mensual en caso de una desinversión antes del vencimiento).</li> </ul>
c) El coste de desinversión antes del vencimiento no sea un porcentaje de la cuantía original invertida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Depósitos estructurados con un coste de desinversión que sea al menos igual a la cantidad de rendimientos acumulados hasta la fecha de la desinversión anticipada.</li> </ul>

"Invertia" · 15 de diciembre 2015

"Inversión o finanzas" · 2 de febrero 2016

"Expansión" · 18 de diciembre 2015

"Cinco Días" · 19 de febrero 2016

# Los dueños de CoCos de banca toman posiciones cortas para protegerse

La cantidad emitida en este producto por las entidades europeas alcanza los 160.000 millones

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

C. Jorquera / A. Gómez

La banca del Viejo Continente es el bolsillo más peculiar de este índice. Desde que en la jornada de ayer el segmento europeo bajó un 1,4 por ciento, el descenso se acumuló por el sector en la que va de año ya sumando el 33,2 por ciento. El epicentro del terremoto, según datos disponibles de la S&P, rebaja la calificación de las CoCos de Deutsche Bank, las más de las bonas con cupones convertibles. Este tipo de activo ofrece a los inversores una rentabilidad más atractiva a cambio de un mayor riesgo y el la semana pasada volvieron los rumores, ahora se entiende mejor por qué lo hicieron.

Y es que este tipo de productos resaca en el Viejo Continente a día de hoy, según los datos de Bloomberg, 130 puntos básicos más que hace solo un año, un 17 por ciento. Frente al 4,4 por ciento de hace un 12 meses. Esta circunstancia ha desatado las ventas en los mercados de CoCos. Entre sus compradores en capital una vez que el ratio de capital de la entidad emisora baja de un nivel determinado y para protegerse de esta posibilidad de los inversores de este activo ante nuevas provisiones cortas sobre las acciones de las bonas.

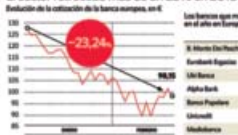
José Luis, gestor de cartera de derivativos, explica que "si se están haciendo para cubrirse por un lado, como CDO (derivados de riesgo), que cubren la caída del precio del bono" y tomar posiciones cortas "logran" sobre las acciones, ya que "si los mercados bajan en absoluto hay una diferencia para el inversor y como es así". Este comportamiento está relacionado a la baja liquidación de las entidades europeas en el inicio de año.

Según Bloomberg, en total hay 160.000 millones de euros de CoCos activos, una cifra que Miguel Ángel Rosado, profesor del IESE, considera "asombroso para el sector". Si bien admite que "si el mercado le da por cubrir la cartera, son un serio problema". De hecho, entre el lunes y el jueves de la pasada semana los emisores de CoCos del Banco 1000 perdieron más de 100.000 millones de euros en capitalización.

Sin inversiones mínimas

"Este tipo de activos en Europa que al tener un riesgo de crédito es menor, incluso cuando están en un mercado de incertidumbre"

El sector retrocede más de un 23% en 2016



Las bonas que más caen son el año en Europa

Banca	CoCos
Deutsche Bank	-35,15
Bankia	-27,93
CaixaBank	-25,25
Santander	-20,71
BBVA	-16,81
Industria	-12,29
Mediobanca	-9,44

Los emisores españoles

Banca	CoCos
Deutsche Bank	4.348
Bankia	4.348
CaixaBank	1.250
Santander	36.010
BBVA	52.166
Industria	4.604

Cantidad de CoCos en circulación en Europa (en millones de euros)

Capitalización de la banca en Europa (en millones de euros)

9,9 POR CIENTO

10.000 MILLONES DE DÓLARES

En la rentabilidad que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

En la capitalización que ofrecen los CoCos emitidos por parte de Deutsche Bank, frente a la media del 17 por ciento del sector.

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

El sector se dejó en cuatro sesiones la pasada semana 100.000 millones de capitalización

# Ética Patrimonios EAFI nombra DirCom a la periodista valenciana Nuria Diego

Valencia Plaza

4/3/2016



4/3/2016 - VALENCIA. Ética Patrimonios, Empresa valenciana de Asesoramiento Financiero Independiente (EAFI), ha hecho público el nombramiento de la periodista Nuria Diego como nueva Directora de Comunicación. Se trata de una profesional con una dilatada trayectoria de dos décadas en el mundo de la comunicación, tanto en medios como en gabinetes institucionales. De hecho, durante los últimos diez años, la periodista ha desarrollado tareas de asesoramiento en materia de comunicación en el Gabinete de Alcaldía del Ayuntamiento de Valencia.

Licenciada en Periodismo y Máster oficial en Asuntos Europeos por la Universidad Libre de Bruselas, Nuria Diego ha trabajado anteriormente en diversos medios de comunicación, en su mayoría prensa escrita, como El Mundo (en su edición de la Comunidad Valenciana), Las Provincias, ABC (en su correspondencia comunitaria en Bruselas), así como en Radio Valencia-Cadena SER. Su fichaje se realiza en un momento de evolución y crecimiento de la EAFI valenciana, que se ha reforzado en los últimos seis meses con la incorporación de Irma Balseu en el Área de Operaciones Corporativas y José Guerrero como Asesor Empresarial, profesional con dilatada experiencia en financiación y banca de empresas.

Tras la llegada de estos profesionales, esta última incorporación supone una apuesta fundamental por reforzar la comunicación y puesta en valor de los servicios de Ética Patrimonios en su área empresarial. Se trata de un segmento centrado en dar respuesta a las nuevas necesidades de sus clientes en un mercado en constante evolución.

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

Los emisores por parte de las entidades españolas rozan los 10.000 millones

"El Economista" · 19 de febrero 2016

"Valencia Plaza" · 4 de marzo 2016

GOBIERNO DE ESPAÑA  
MINISTERIO DE JUSTICIA

ATENCIÓN AL CIUDADANO · SEDÉ ELECTRÓNICA

EL MINISTERIO
LA JUSTICIA EN ESPAÑA
CIUDADANOS
ÁREAS TEMÁTICAS

Inicio · El Ministerio · Gabinete de Comunicación · Noticias del Ministerio · Catalá firma un convenio con el Consejo General de Economistas de España para el uso de LexNET en sus relaciones con la Administración de Justicia

## Noticias del Ministerio

### Catalá firma un convenio con el Consejo General de Economistas de España para el uso de LexNET en sus relaciones con la Administración de Justicia

4 de marzo de 2016

El ministro de Justicia, Rafael Catalá, y el presidente del Consejo General de Economistas de España, Valentín Pich, han firmado hoy un convenio de colaboración para el acceso y el uso del sistema LexNET por parte de este colectivo en sus comunicaciones con los órganos de la Administración de Justicia.

**Documentos asociados:**

» 160304 Catalá firma un convenio con el Consejo General de Economistas de España (PDF. 75 KB)

Ministerio de Justicia  
Gabinete de comunicación

Catalá firma un convenio con el Consejo General de Economistas para el uso de LexNET en sus relaciones con la Administración de Justicia

4 de marzo 2016



"Valencia Plaza" · 8 de marzo 2016



"Funds people" · 29 de marzo 2016

## Andalucía ECONOMICA

### El laberinto político y la economía

**Antonio Pedraza,**  
Presidente de la Comisión Financiera del Consejo General de Economistas,  
de la Fundación Manuel Alcantara y Presidente de Honor de Enea.

*"La destrucción creativa es la revolución incesante de las estructuras económicas desde dentro, continuamente destruyendo lo antiguo y creando lo nuevo"*

Joseph Schumpeter.  
De su libro Capitalismo, Socialismo y Democracia (1942)

El impone que este país llamado España, ha sufrido desde las últimas elecciones, la inacción y lo que es peor, la incertidumbre que conlleva está, pasará factura a una economía que intentaba desprenderse después de una larga y cruenta crisis. La política, sus decisiones o la falta de éstas, a pesar del admitido peso actual de la economía financiera, tienen una indudable influencia no solamente en los vericuetos o linderos donde se pretende (digo, se pretende) encauzar aquella, pero sobre todo en el ánimo y en la psicología, 'animal spirits', de la gente.

**Interés particular, interés general?**  
He vuelto a las páginas de un libro de César Molinas que se publicó allá por el 2013, titulado ¿Qué hacer con España? El autor hace referencias a otro manual, Por qué fracasan las naciones ('Why Nations Fail', de Daron Acemoglu y James Robinson), que en su día diseccionamos en esta misma trilogía. En el mismo, recordemos, se asevera que la política es el factor más determinante del desarrollo y progreso de las naciones. Desprecian las histo-

rias que señalan que las diferencias entre ricos y pobres surgen de factores culturales, geográficos, o de la ignorancia. Clasificaban las naciones como 'extractivas' o 'incluyentes' que privilegian a una élite que actúa para su propio beneficio.

Por el contrario, las 'inclusivas' son incluyentes, protegen la propiedad privada, estimulan la innovación emprendedora y generan incentivos para todos por igual. Molinas ve a nuestro país en el primero de los supuestos, por unas causas que fundadas o no dejan de tener cierta lógica y ser de interés como para que nos detengamos en ellas. No deja de aplicar las conclusiones de aquel best seller mundial a la clase política española. Sostiene, interesantísimos sus postulados, que esa clase política ha desarrollado en las últimas décadas un interés particular, sostenido por un sistema de captura de rentas que se sitúa por encima del interés general de la nación, o lo que es lo mismo se ha formado una élite extractiva o excluyente en la terminología de Acemoglu y Robinson. Acusa a los políticos españoles ¿le falta razón? De ser los culpables de la burbuja inmobiliaria, del derrumbe y colapso de las cajas de ahorros, de la de las renovables y de las infraestructuras innecesarias. Dentro de todo ello, la carencia que lo corroe todo, el estigma de la corrupción. Se hace unas

### PROYECCIÓN PRINCIPALES MAGNITUDES ECONOMÍA ESPAÑOLA

	Proyección 2016 (I%)*	Proyección 2017 (I%)*
PIB real	2,7	2,7
Consumo privado	2,8	2,5
Consumo público	2,5	1,9
Formación bruta de capital	4,1	5,6
Demanda interna	2,9	3,0
Exportaciones	4,8	5,7
Importaciones	5,8	6,6
Demanda externa	-0,2	-0,2
Empleo (EPA)	2,9	2,6
Tasa de paro (% población activa)	19,8	18,3
Productividad factor trabajo	0,2	0,5
IPC	0,9	1,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,2
Deuda (% PIB)	100,7	98,5
Tasa de ahorro (% renta)	10,2	9,5

## PRIMER ENCUENTRO SOBRE ECONOMÍA LABORAL

Organizado por EAL Asesores Laborales del Consejo General de Economistas  
"Economía de Hoy" · 11 de marzo 2016

Inicio Empresas Economía Tecnología Internacional Nómbramientos Formación Entrevistas Reportajes

### Economía de Hoy

**Economía**

Primer Encuentro sobre Economía Laboral: El empleo de hoy, las cotizaciones sociales de mañana y el futuro de las pensiones

#### Los economistas demandan iniciativas dirigidas a incrementar el número de cotizantes

Vídeo 11 de marzo del 2016, 09:55h

Facebook 1 Google+ 0 LinkedIn 0 Twitter 0

**"Tenemos que corregir la tardanza de la incorporación de los jóvenes al mercado de trabajo, porque ello tiene un doble inconveniente: su retraso como cotizantes en el sistema y el recorte de los años de cotización". "Si tenemos en cuenta la explosión demográfica de los años 70, la baja tasa de natalidad de los últimos años y el aumento de la esperanza de vida, nos vamos a encontrar en 15 años con una alta población de beneficiarios de prestaciones sociales y muy pocos cotizantes". En la actualidad, un cotizante financia poco más de un pensionista y medio.**

Organizado por Economistas Asesores Laborales (EAL) –órgano especializado en materia laboral del Consejo General de Economistas–, se está celebrando en Madrid el "Primer Encuentro sobre Economía Laboral", en el que se debaten las medidas que se deben tomar para que el sistema de la Seguridad Social sea sostenible.

En el marco de este encuentro, el presidente del Consejo General de Economistas, Valentín Pich, ha recordado el lema de este encuentro –"El empleo de hoy, las cotizaciones sociales de mañana y el futuro de las pensiones"– y ha señalado que "cualquier debate reposado sobre estas cuestiones es muy bien recibido porque lo que no hagamos hoy no tendrá solución mañana. Se precisan iniciativas dirigidas a incrementar el número de cotizantes, generando empleo, reduciendo la economía sumergida y comprobando que las bases de cotización son las correctas". Además, según Pich, "tenemos que corregir la tardanza de la incorporación de los jóvenes al mercado de trabajo, porque ello tiene un doble inconveniente: por una parte, su retraso como cotizantes en el sistema y, por otra, el recorte de los años de cotización".

## PRIMERA JORNADA PROFESIONAL DE REC

Elvira Fernández, Presidenta de la CNMV, y Valentín Pich, Presidente del Consejo General de Economistas en la I Jornada Profesional del Registrado Expertos Contables

4 de abril 2016

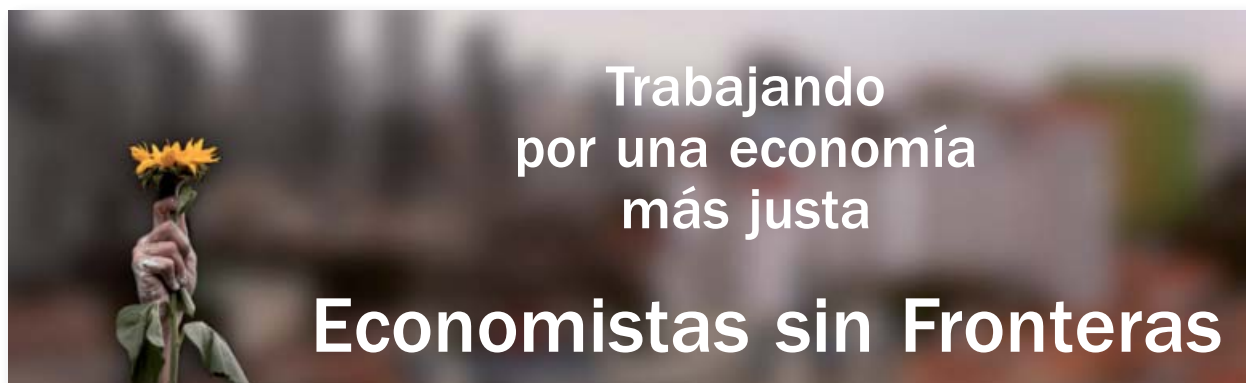


## RECONOCIMIENTO A LA EXCELENCIA DOCENTE

Este reconocimiento, otorgado por el IE Business School, se ha entregado en esta ocasión a Alberto Alonso Regalado, Miembro del Consejo Directivo de EAF Asesores Financieros del Consejo General de Economistas

Economistas sin Fronteras (EsF) es una organización no gubernamental de desarrollo fundada en 1997 en el ámbito universitario por un grupo de profesores activamente comprometidos y preocupados por la desigualdad y la pobreza.

Actualmente, EsF integra a personas interesadas en construir una economía justa, solidaria y sostenible. Nuestro objetivo principal es contribuir a generar cambios en las estructuras económicas y sociales que permitan que sean justas y solidarias.



Trabajando  
por una economía  
más justa

**Economistas sin Fronteras**

Desde su creación, EsF tiene una profunda vocación participativa que nos permite ir desarrollando nuestra organización con las aportaciones de todas las personas implicadas, ya sean trabajadoras, voluntarias o socias, partiendo de una serie de valores compartidos, entre los que se encuentran la solidaridad entendida como una búsqueda de la justicia social y la lucha contra la pobreza y las desigualdades; la defensa de los derechos humanos; el compromiso con el desarrollo humano sostenible y la responsabilidad social; la transparencia en todas nuestras actuaciones; la gestión eficiente y de calidad; y el trabajo en red.

En Economistas sin Fronteras creemos necesario un nuevo modelo de desarrollo, que ponga a la economía al servicio de las personas y no, como sucede en la actualidad, a millones de personas al servicio de la economía. Queremos ser una ONG de referencia en la búsqueda de una economía justa y contribuir a facilitar el diálogo y fomentar el trabajo en red de los distintos agentes sociales y económicos.

Nuestra labor se centra en la realización de programas y proyectos para contribuir al desarrollo de zonas y sectores de la población especialmente vulnerables, tanto en España como en los países del Sur; el fomento de una nueva cultura económica a través de la promoción de la Economía Social y Solidaria, la Responsabilidad Social Corporativa y las Inversiones Socialmente Responsables y la realización de acciones de sensibilización y Educación para el Desarrollo de la sociedad civil.

En este sentido, creemos que la erradicación de la pobreza y la consecución de un desarrollo humano sostenible pasan por exigir cambios en el actual modelo de desarrollo. Las organizaciones sociales tenemos un papel fundamental en la consecución de esos cambios, y debemos exigir tanto a nuestros gobiernos como a los organismos internacionales que cumplan los compromisos asumidos internacionalmente y adopten medidas que garanticen la coherencia de sus políticas que permitan luchar contra la pobreza y la exclusión social.

Con este objetivo, trabajamos en el campo de la **EDUCACIÓN PARA EL DESARROLLO**, con el fin de generar una ciudadanía global informada, con capacidad crítica, activa y solidaria que se movilice frente a las injusticias sociales actuales. En esta área, nuestros proyectos se dirigen a jóvenes, profesionales de la economía y cualquier persona que esté interesada en contribuir a la construcción de una economía justa. Una economía que esté al servicio de las personas, sin especulación, con reglas comerciales justas, donde la alimentación, la salud y la educación no sean mercancía sino derechos. Una economía basada en la solidaridad y no en la competitividad. Una economía que no destruya la naturaleza, sino que la cuide. En definitiva, una economía que sirva para la transformación social.

También colaboramos con organizaciones del Sur con las que compartimos objetivos y que, desde otros lugares, trabajan para promover la participación ciudadana y la incidencia po-



lítica para el cumplimiento de los derechos económicos, sociales y culturales para todas las personas.

En el área de **ECONOMÍA SOCIAL Y SOLIDARIA** trabajamos en la búsqueda teórico-práctica de formas alternativas de hacer economía desde el desarrollo local de un territorio, basadas en la solidaridad y el empleo, para combatir la pobreza y la exclusión social. Se trata, así, de fomentar el empoderamiento y la autonomía de las personas y organizaciones locales; contribuir al acceso a iniciativas de empleo estable, especialmente de personas en situación o riesgo de exclusión social, basadas en principios de cooperación versus competitividad y comprometidas con el entorno social y el medio ambiente; promover la articulación de Mercados Sociales locales y de sistemas de intercambio basados en el trueque o los sistemas basados en monedas locales (SELs); y fomentar la participación ciudadana en el tejido local. También trabajamos en el marco de la banca ética y las finanzas responsables, porque consideramos que el ahorro y las actuaciones financieras de

la ciudadanía deben contribuir a un desarrollo humano y sostenible.

Así mismo, entendemos que la **RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA** (RSC) es la forma de conducir los negocios de las empresas que tiene en cuenta los impactos que todos los aspectos de sus actividades generan sobre sus clientes, empleados, accionistas, comunidades locales, medioambiente y sobre la sociedad en general. Ello implica el cumplimiento obligatorio de la legislación nacional y la normativa internacional en el ámbito fiscal, social, laboral, medioambiental y de los derechos humanos. Además asumimos que el avance de la RSC pasa por un fundamental refuerzo del marco normativo internacional, y por la asunción de conceptos como la diligencia debida y el deber de reparación de las empresas frente a sus impactos sociales y ambientales. Consideramos necesaria una regulación pro-transparencia que permita a la sociedad conocer información veraz y homogénea relativa a estos impactos. En este sentido, consideramos que la inversión socialmente responsable (ISR) es una de las palancas fundamentales para el avance de la RSC en las empresas, y colaboramos con inversores sensibilizados en este sentido.

Por último, promovemos el **VOLUNTARIADO** como un espacio de activismo social, en el que compaginamos nuestro tiempo libre con el trabajo y la lucha por una economía justa. Para poder ejercer un voluntariado comprometido, trabajamos en equipo y de manera horizontal, construyendo las ideas entre todas las personas que forman parte de la organización. Actualmente contamos con grupos activos en Andalucía, Euskadi y Madrid. Porque solo a través del logro de una amplia participación social podremos alcanzar una economía justa.



**Atrévete a cambiar la economía: #SSEyear**  
**iFirma por un Año Europeo de la Economía Social y Solidaria!**

CHANGE THE ECONOMY:  
 THINK SOCIAL!



	<b>5</b>	<b>AD HOC ASESORES FINANCIEROS EAFI SA</b> C. Estafeta, 2 - Portal 1 · Plaza de la Fuente · La Moraleja, Alcobendas · 28109 Madrid Tel. 916 252 925 · ignacio.lanza@adhocasesores.es · www.adhocasesores.es
	<b>8</b>	<b>VALOR ÓPTIMO, EAFI, SL</b> General Álava, 20 - 5ª Pta. - Of. 9 · Vitoria · 01005 Álava Tel. 945 235 088 · info@valoroptimo.com · www.valoroptimo.com
	<b>15</b>	<b>DIVERINVEST ASESORAMIENTO EAFI SL</b> C/ Planella, 12 · 08017 Barcelona Tel. 932 054 005 · información@diverinvest.es · www.diverinvest.es
	<b>16</b>	<b>IADVISE PARTNERS, EAFI, SL</b> Paseo de la Castellana, 53 · 28046 Madrid Tel. 917 030 647 · secretaria@iadvisepartners.com · www.iadvisepartners.com
	<b>17</b>	<b>SUMMA PATRIMONIA EAFI SL</b> Numancia, 187 - 8ª Planta · 08034 Barcelona Tel. 935 579 916 · summap@summapatrimonia.com · www.summapatrimonia.com
	<b>18</b>	<b>JOHN SISKI</b> C. Caracas, 15 - 4º C-derecha · 28010 Madrid Tel. 637 403 271 · js@jsgeafi.com
	<b>19</b>	<b>LORENZO DÁVILA CANO</b> C/ Orfila 8 - Bajo A · 28010 Madrid Tel. 913 192 159 · lorenzodavila@davila-eafi.com · administracion@davila-eafi.com
	<b>20</b>	<b>AFS FINANCE ADVISORS, EAFI</b> C. Velázquez, 27 - 1º Izda · 28001 Madrid Tel. 914 262 611 · eafi@afs-finance.es · www.afs-finance.es
	<b>24</b>	<b>ÁNGEL OCHOA CRESPO</b> Diputación, 8 - 2º - Dpto 9 · Bilbao · 48008 Vizcaya Tels. 944 157 204/630 011 822 · aochoa@a-alter.com
	<b>25</b>	<b>ALITAN INVERSIONES EAFI, SL</b> Av. Diagonal, 413 - Planta 2-Puerta 1 · 08008 Barcelona Tel. 936 332 361 · jmestre@alitan-inversiones.com
	<b>30</b>	<b>PEDRO ALONSO SOSA</b> Constantino, 20 · Las Palmas de Gran Canaria · 35012 Las Palmas Tel. 928 360 590 · alonsosa@pedroalonsososa.es · www.pedroalonsososa.es
	<b>32</b>	<b>ANTONIO BERNABEU BERNABEU</b> Avda. Maisonnave, 28 Bis-4º · Alicante Tel. 965 561 091 · abernabeu@eafi.com · www.abernabeu.com
	<b>34</b>	<b>EUROCAPITAL WEALTH MANAGEMENT EAFI, SLU</b> C. Alfonso XII, 4 · 28004 Madrid Tel. 915 213 783 · mpicon@eurocapital-eafi.com · www.eurocapital-eafi.com
	<b>35</b>	<b>AMORÓS ARBAIZA INVERSIONES, EAFI SL</b> Pº Castellana, 144 - 5º · 28046 Madrid Tel. 914 430 388 · info@amorosarbaiza.com · www.amorosarbaiza.com
	<b>36</b>	<b>CAPITAL VALUE INVERSIONES GLOBALES, EAFI, SL.</b> C. Pau Casals, 4 - 2-2 · 08021 Barcelona Tel. 935 535 550 · capitalvalue@capitalvalue.com · www.capitalvalue.com



- 38 ESFERALIA CAPITAL EAFI, SL**  
C/Serrano, 93 - 6º E · 28006 Madrid  
Tel. 915 635 797 · info@esferaliacapital.com · www.esferaliacapital.com



- 39 M&M CAPITAL MARKETS, EAFI, S.L.**  
C. Segre, 29 - 1º A · 28002 Madrid  
Tel. 915 349 745 · administracion@mymcapitalmarkets.com



- 40 ETICA PATRIMONIOS EAFI, SL**  
C. La Paz, 44 - pta. 4 · 46003 Valencia  
Tel. 963 446 484 · christian.durr@eticapatrimonios.com · www.eticapatrimonios.com



- 41 NEO INVERSIONES FINANCIERAS EAFI,SL**  
Zurbano, 74 · 28010 Madrid  
Tel. 914 410 889 · neo@neoinversiones.com



- 42 FAMILIA Y NEGOCIO CONSULTORES EAFI SL**  
Correos, 12 - 3º, 3ª · 46002 Valencia  
Tel. 963 531 054 · info@efeyene.com



- 43 FREDERICK E. ARTESANI EAFI**  
Plaza Reyes Magos, 8 - 9º A · 28007 Madrid  
Tel. 687 768 104 · info@artesianieafi.com · www.artesianieafi.com



- 45 EXTRAVALOR EAFI, S.L.**  
Bori i Fontestà, 49B - Bjs 2 · 08017-Barcelona  
Tel. 936 031 511 · info@extravalor.com · www.extravalor.com



- 47 ASPAIN 11 ASESORES FINANCIEROS EAFI, SL**  
C/ Veracruz, 1 - Semisótano izquierda, oficina · 28036 Madrid  
Tel. 914 571 733 · carlos.heras@aspain11.com · www.aspain11.com



- 48 GCAPITAL WEALTH MANAGEMENT EAFI, SL**  
C. Bailén, 12 - 4º A · 03001 Alicante  
Tel. 965 212 939 · info@gcapital.es · www.gcapital.es



- 49 GESEM ASESORAMIENTO FINANCIERO EAFI S.L.**  
Arquitecto Santiago Perez Aracil, 1 · 03203 Elche - Alicante  
Tel. 966 610 024 · gesem@gesemeafi.com · www.gesemeafi.com

- 50 PORTOCOLOM ASESORES EAFI, S.L.**  
Paseo de la Castellana, 123 - Planta 9 B · 28046 Madrid  
Tel. 917 705 974 · nerea.barron@portocolom-ia.com



- 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. 915 919 332 · cuentas@jmkapital.com

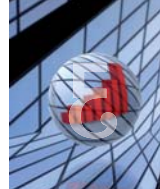


- 55 JAVIER MATEO PALOMERO**  
Vereda de Palacio, 1 portal 4 - Bajo A · 28109 MADRID  
Tels. 917 456 880 / 639 142 722 · jmateo@eafi55.com · www.eafi55.com



- 56 GESTIONE DE FINANZAS EAFI, SL**  
C. Chillida, 4 - Of.10- Centro de Negocios Carrida Plaza - Aguadulce (Roquetas de Mar)  
04740 Almería · Tel. 950 887 555 · info@gestiondefinanzas.com · www.gestiondefinanzas.com

	<b>58 SKIPPER CAPITAL ADVISORS EAFI, SL</b> Alfonso XII, 24 - 1º Izda. · 28014 Madrid Tel. 915 237 620 · info@skippercapital.com · www.skippercapital.com
	<b>64 ACTIVE COMPAS EAFI</b> C/ Orfila, 3 - 2º D · 28010 Madrid Tel. 917 027 841 · info@activecompass.es
	<b>65 FRANCISCO JAVIER CONCEPCIÓN HERRERA</b> Villaba Hervás, 9 - 8º planta · 38002 Santa Cruz de Tenerife Tel. 653 971 097 · fjconcepcion_eafi@economistas.org · www.franciscoconcepcion.com
	<b>66 ECOMT EAFI, SL</b> Pasaje de Sancti Spiritus, 1-9 - 2º · 37001 Salamanca Tel. 923 213 109 · ceo@ecomt.es
	<b>69 JUAN CARLOS COSTA TEJEDOR</b> Parque Empresarial Campollano · Avenida 4 nº 3 Oficina 5.1 · 02007 Albacete Tel: 687 511 845 · costatejedorjuancarlos@gmail.com
	<b>72 DSTM EAFI</b> C/ Lopez de Hoyos, 35 · 28002 Madrid Tel. 915 632 761 · info@dstmeafi.es
	<b>74 C&amp;R INVESTMENT FINANCIAL ADVISORS EAFI, SL</b> Travessera de Gràcia, 17 - 3 º - 5º · 08021 Barcelona Tel. 934 510 318 · info@cr-ifa.com · www.cr-ifa.com
	<b>76 JUAN VICENTE SANTOS BONNET</b> Villalba Hervás, 12 - 4º Dcha · Santa Cruz de Tenerife · 38002 Tenerife Tel. 922 151 780 · s_s.consultores@economistas.org
	<b>79 JVC VICANDI EAFI, SLU</b> Alameda de Recalde, 36 · Bilbao · 48009 Vizcaya Tel. 946 450 167 · jose@vicandieafi.com · www.vicandieafi.com
	<b>81 LOURIDO PARTNERS EAFI, SL</b> María de Molina, 10 - 3º Izda. · 28006 Madrid Tels. 911 109 962 / 678 526 358 · jjbarrenechea@louridopartners.com
	<b>84 RICARDO A. QUERALT SÁNCHEZ DE LAS MATAS EAFI</b> Juan Bravo 3º A · Madrid Teléfono..668 824 590 · ricardo.queralt@quantitative.es · www.quantitative.es
	<b>86 JAVIER SEDANO NOCITO</b> Lutxana, 4 - 3º dep 3 · 48008 Bilbao Tel. 946 794 025 · javier@jseafi.com
	<b>87 GRUPO VALIA ASESORES FINANCIEROS, EAFI, S.L.</b> C/ Columela, 4 - Edif. 2, 1º Derecha · 28001 Madrid Tel. 911 851 850 · contacto@grupovalia.com · www.grupovalia.com
	<b>89 GP INVEST EAFI, S.L.</b> C/ Bori Fontestà, 5 - 1-1 · 08021 Barcelona Tel.+34 932 099 926 · gonzalopujol@gpinvesteafi.com
	<b>92 ENOIVA CAPITAL EAFI, S.L.</b> Paseo Fueros, 1 - 3º E · 20005-San Sebastián - Guipúzcoa Tel. 943 421 840 · enoiva@enoiva.es · www.enoivacapital.net



	<b>94 ANCHOR CAPITAL ADVISORS, EAFI, S.L.</b> Avda. Diagonal, 467 - 4-1B · 08036 Barcelona Tel. 931 820 036 · info@anchoreafi.com · www.anchoreafi.com
	<b>96 BISSAN VALUE INVESTING, EAFI, SL</b> Plaça Francesc Macià, 7 - 3ª · 08021 Barcelona Tel: 937 687 532 · info@bissanvalueinvesting.com · www.bissanvalueinvesting.com
	<b>97 SANDMAN CAPITAL ADVISORS EAFI, SL</b> Avda. Diagonal 469, 5º - 3ª · 08036 Barcelona Tel. 934 101 538 · info@sandmancapital.com · www.sandmancapital.com
	<b>98 DIDENDUM EAFI, SL</b> Rua Areal, 40 - 1º Izquierda · 36201 Vigo - Pontevedra Tel. 986 110 700 · didendum@didendumeafi.com
	<b>100 AVALON ASESORES DE PATRIMONIO EAFI, SL</b> C. Calle Isabel Clara Eugenia, 47C - 5c · 28050 Madrid Tel: 697 336 873 · avalon@avaloneafi.com · www.avaloneafi.com
	<b>101 ICETA PRIVATE WEALTH SOLUTIONS EAFI, S.L</b> Almagro, 3 - 5º derecha · 28010 Madrid Tel. 917 815 933 · jiceta@grupoiz.com
	<b>102 ASSET GROWTH, EAFI, S.L.</b> Velázquez, 27 - 1º Ext. Izda. · 28009 Madrid Tel. 917 819 481 · contacto@assetgrowth.es · www.assetgrowth.es
	<b>103 INTERCONSULT ASESORES FINANCIEROS EAFI, S.L.</b> Alameda Mazarredo, 7- 3º Izda. · 48001-Bilbao - Vizcaya Tel. 946 790 201 · ficonsult@ficonsult.com
	<b>104 ALEXANDRE GARCÍA PINARD</b> Rambla Nova, 2 - 1-2 · 43004 Tarragona Tel. 877 051 925 657 133 347 · contacto@ageafi.com · www.ageafi.com
	<b>105 BUY &amp; HOLD ASESORES EAFI</b> Literato Gabriel Miro, 61 · 46008 Valencia Tel. 963 238 080 · info@buyandhold.es · www.buyandhold.es
	<b>107 ARACELI DE FRUTOS CASADO</b> Isla Malaita, 1 · 28035 Madrid Tel. 913 860 243 · aracelidefrutos@cemad.es
	<b>108 HOUSE OF PRIVATE FINANCE EAFI, S.L.</b> C/ Acacia, 9 · Sont Veri Nou · 07609 Llucmajor (Islas Baleares) Tel. 666 880 938 · f.strotkamp@hof-group.com
	<b>109 CRISTINA BADIOLA GUERRA</b> C/ del Tennis, 24 - Bloque 12, 1ºC · 29680 Estepona - Málaga Tel. 669 006 558 · cristinabadiola@hotmail.es
	<b>110 CROSS CAPITAL EAFI S.L.</b> C/ San Clemente, 24 - 4 · 38002 Santa Cruz De Tenerife Tel. 922 098 062 · www.crosscapital.es
	<b>112 ISIDRE BLANCH ALONSO</b> C/ Mestral, 29 · 17185 Vilobi de Onyar - Girona Tel. 972 474 793 · vilobi@gmail.com



**114 GINVEST PATRIMONIS EAFI, S.L.**

C/ Gran Vía de Jaume I, 76 - 2ª pl. · 17001 Girona  
Tel. 972 225 217 · info@ginvest-eafi.com · www.ginvest-eafi.com



**115 BULL4ALL ADVISORS, EAFI**

C/ Santa Engracia, 65 - 1D · 28010 Madrid  
Tel: 91 085 65 41 - 636 11 22 78 · info@bull4all.com · web www.bull4all.com



**118 INVEXCEL PATRIMONIO**

C/ Claudio Coello, 78 · 28001 Madrid  
Tel. 915 783 676 · info@invexcel.com



**120 JUAN MARÍA SOLER RUIZ**

C/ Isidoro de la cierva, 7 - entlo izda · 30007 Murcia  
Tel. 678 435 384 · jmsoler@economistas.org



**123 GAR INVESTMENT ADVISORS EAFI, S.L.**

C/ Balmes, 195, 7-1 · 08006 Barcelona  
Tel. 933 686 5 02 · info@gariaeafi.com



**125 GREENSIDE INVESTMENTS, EAFI, S.L.**

Rafael Calvo, 42 · 28010 Madrid  
Tel. 911 642 530 · jorge.escribano@greenside.es



**127 HALTIA CAPITAL EAFI, S.L.**

Av. Baja Navarra, 2 - Oficina 8 · Pamplona  
Tel. 948 141 444 · jarlaban@haltiacapital.com



**129 INVESTOR WEALTH MANAGEMENT EAFI, S.L.**

C/ Javier Ferrero, Edif Soho, 8 - 2º C · 28002 Madrid  
Tel. 915 105 687 · jmmoreno@investor-eafi.com



**131 AUREO WEALTH ADVICE, S.L.**

Velázquez, 86 B - 1º Dcha. · 28006 Madrid  
Tel. 910 866 996 · aureoadvice@aureoadvice.es · www.aureoadvice.es



**135 ATHENEA CAPITAL ADVISORS EAFI, S.L.**

C/ Serrano, 43-45 - 2º · 28001 Madrid  
Tel. 917 373 871 · jderufino@atheneacapital.com

**136 HUGO BELTRAN MARTIN**

C/ Dr. Manuel Parejo, 8 · 38400 Puerto de la Cruz - Tenerife  
Tel. 669 442 643 · hubelman@hotmail.com

**137 BARON CAPITAL EAFI, S.L.**

Avda. de Bruselas, 1 - 1º A · 01005 Vitoria  
Tel. 667 415 545 · info@baroncapitaleafi.com

**139 CAPITALCARE CONSULTING, EAFI, S.L.**

Paseo de Gracia 59 - 2 1 · 08007- Barcelona  
Tel. 936 672 648 · info@capitalcare.es



**140 SÁSSOLA PARTNERS EAFI, S.L.**

C/ Almagro, 44 - 4º D · 21010 - Madrid  
Tel. 914 266 833 · linfo@sassola.es

- 143 RAÚL AZNAR PATRIMONIO**  
C/ Pérez Báyer, 5 - 1 · 46002 Valencia  
Tel. 963 527 043 · raul@aznarpatrimonio.es

- 145 PI ASESORES FINANCIEROS EAFI, S.L.**  
C/ Berastegi, 1 - 4º Dpto. 4 · 48001 Bilbao  
Tel. 944 180 055 · piasesores@piasesores.com · www.piasesores.com

- 146 CLUSTER INVESTMENT ADVISORS EAFI, S.L.**  
Plaza Francesc Macia, 5 - 3º 2ª · 08021 Barcelona  
Tel. 933 620 190 · info@clustereafi.com · www.clustereafi.com

- 149 JAVIER ACCIÓN RODRÍGUEZ**  
C/ M. Manuel Artime, 4 - 60 D · 15004 A Coruña  
Tel. 687 932 669 · javieraccion@gmail.com

- 150 AVANTAGE CAPITAL EAFI SL**  
C/ Agustín de Betancourt, 5 - 6 izd. · 28003 Madrid  
Tel. 678 554 393 · info@avantagecapital.com · www.avantagecapital.com/

- 155 MD WEALTH ADVISORS EAFI, SL**  
Calle Bergara, 2 - 2º · 20005 Donostia  
Tels. 637 555 371-943 009 108 · isevillano@mdw advisors.com

- 157 ANTONIO YESTE GONZÁLEZ**  
Avda. Buenos Aires, 18 - 1º E · 18500 Guadix  
Tels. 620 848 997-958 662 828 · eafi@antonioyeste.com · www.antonioyeste.com

- 158 ETHICAL FINANCE EAFI, S.L.**  
C/ Llorens Vicens, 1 - 3º B · 07002 Palma de Mallorca  
Tel. 971 252 393 · eafi@ethicalconsulting.es

- 159 ANCORA SOLUCIONES PATRIMONIALES EAFI, S.L.**  
C/ Orense, 66 - 12ª · 28023 Madrid - Aravaca  
Tel. 915 701 344 · jsacristan@ancora-sp.es

- 162 FINETICO EAFI S.L.**  
C/ Pollensa, 3 · 28290 Las Rozas - Madrid  
Tel. 913 619 154 · info@finetico.com · www.finetico.com/eafi

- 165 INVERDIF ASESORES, EAFI, S.L.**  
C/ Ferraz, 42 -1 izq. · 28008 Madrid  
Tel. 663 806 235 · info@inverdif.com

- 166 JACOBO HIGUERA GOTOR**  
Plaza Letamendi, 8 - 8-1 · 08007 Barcelona  
Tel. 678511558 · jacoboh@eafi-jhg.com · www.eafi-jhg.com

- 167 SMART GESTION GLOBAL EAFI S.L.**  
C/ Diputación, 279 - 3º 3ª · 08007 Barcelona  
Tel. 629 344 780 · jordi.jove@smartgestion.es

- 168 GLOVERIA CAPITAL EAFI S.L.**  
Plaza San Joan, 14 - 4º-2ª · Lleida  
Tel. 973 989 167 · info@gloversia.com · www.gloversia.com



## 170 BRIGHTGATE ADVISORY EAFI, S.L.

Génova, 11 · 28004 Madrid  
javier.hdt@brightgateadvisory.com



## 172 VILLA & IBAÑEZ ASESORAMIENTO FINANCIERO EAFI, S.L.L.

Avda Chapi, 13 · Elda (Alicante)  
Tel. 965 386 295 · eaf@villaibanez.com

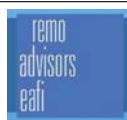


## 173 RSR INVERSIÓN & PATRIMONIOS EAFI

C/ Almagro, 44 - 3º dcha · 28010 Madrid  
Tel. 912 038 322 · eafi@ramirezsaltoromero.com · www.rsrafi.com

## 174 UNIVERSAL GESTION WEALTH MANAGEMENT EAFI, S.L.

Av. Diagonal, 601 - 8ª planta · 08028 Barcelona  
Tel. 932 556 145 · ccarreras@universalgestioneafi.com



## 176 REMO ADVISORS EAFI

Rambl Catalunya, 94 - 1-2 · 08008 Barcelona  
Tel. 935 006 900 · backoffice@rblmarkets.com

## 177 ATRIA EDV EAFI S.L.

C/ Federico Tapia, 59 - 4º · 15005 La Coruña  
Tel. 615 904 539 · atriaedv@hotmail.com

## 178 JOACHIM LANGHANS

C/ Montemenor Urbanización Condado de Sierra Blanca R 1-1 · 29602 Marbella (Málaga)  
Tel. 952 812 035 · joachim.langhans@debege.com

## 181 FRANCISCO PASCUAL MÁRQUEZ GODINO

C/ Acisclo Díaz, 2 - Entlp 2 · 30003 MURCIA  
Tel. 608 798 810 · franciscomarquezeafi@gmail.com · www.franciscomarquezeafi.com

## 182 ANA ROS RUIZ

C/ Acisclo Díaz, 2 - Entlp 2 · 30003 MURCIA  
Tel. 677 802 490 · ana@anaroseafi.com · www.anaroseafi.com



## 183 KAU MARKETS EAFI

C/ Convento Santa Clara, 8 - 7 · 46002 - VALENCIA  
Tel. 961 237 015 · admonkau@gmail.com · www.kaumarkets.com



## 184 NEW MOMENTUM CONSULTANT EAFI, S.L.

C/ General Castaños, 4 · 28004 Madrid  
Tel. 918 267 092 · contact@new-momentum



## 185 FRIBOURG & PARTNERS EAFI, SOCIEDAD LIMITADA

C/ Juan Esplandiú, 15 - 5ª Planta · 28007 Madrid  
Tel. 915 572 213 · elope@corfri.com



## 187 OPTIMAL MARKETS EAFI

c/ Marqués de Riscal, 11 · 28010 Madrid  
Tel. 918 675 939 · info@optimalmarkets.es



## 188 LIFT Investment Advisors EAFI SL

C/ Nuñez de Balboa, 114 · 28006 Madrid  
Tel. 658 930 707 · flopez@lift-advisors.com

19 y 20 de Mayo de 2016

**3 DÉCADAS** de la  
**Economía Española**  
en la **Unión Europea**  
UN DESAFÍO CONTINUO

JORNADA  
PROFESIONAL

Jueves, 19

JORNADA  
INSTITUCIONAL

Viernes, 20

Paseo del Prado, 36  
MADRID

**¡RESERVA TUS FECHAS!**



[www.economistas.es/foro2016](http://www.economistas.es/foro2016)

Con motivo del 30 aniversario de la entrada de España en la Unión Europea, los economistas –como no podía ser de otra forma– nos sumamos a la celebración de esta importante efeméride. Es por ello que el *leitmotiv* de nuestro Foro de Economistas –que tendrá lugar los próximos **19 y 20 de mayo en CaixaForum Madrid**– será “Tres décadas de la economía española en la Unión Europea: un desafío continuo”.

En esta ocasión, el programa del Foro consta de dos partes: la primera se llevará a cabo el jueves 19 de mayo por la tarde y está dedicada a talleres prácticos relacionados con las actividades profesionales que desarrollamos.

La segunda parte se llevará a cabo el viernes 20 de mayo por la mañana y tiene un carácter más institucional. Participarán **José María Aznar, Josep Borrell** y Directores de importantes medios de comunicación de nuestro país.

## La solución avanzada diseñada para la EAFI y sus clientes

De la mano de Finveris y Andbank, simplifique su operativa:  
con un solo clic sus clientes firman toda la documentación necesaria

Rapidez, agilidad y seguridad en el proceso operativo  
EAFI - cliente - banco

Diferenciación y exclusividad

Tecnología de referencia: sencillez y menores costes

Facilidad de uso, tan sencillo como descargarse una App



Más tiempo para ti y para tus clientes

Descárgate la App y comienza a disfrutar de las ventajas  
operando automáticamente con Andbank

