



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**MIFID II, UN NUEVO PARADIGMA PARA  
LOS BROKERS: EL CASO DE FIDENTTIS  
EQUITIES Y NUMIS SECURITIES**

Autor: Jaime Giacomazzi Olivera

Director: Rocío Saenz-Díez Rojas

Madrid

Abril, 2018

**Jaime**

**Giacopazzi**

**Olivera**

**MIFID II, UN NUEVO PARADIGMA PARA LOS BROKERS: EL CASO DE  
FIDENTTIS EQUITIES Y NUMIS SECURITIES**





# ÍNDICE DE CONTENIDOS

Capítulo 1. INTRODUCCIÓN.....	8
1.1 Propósito general.....	8
1.2 Interés en el tema.....	9
1.3 Objetivos de este trabajo.....	10
1.4 Metodología empleada.....	11
1.5 Estructura del proyecto.....	13
Capítulo 2. MARCO TEÓRICO.....	14
2.1 Qué es Mifid II.....	14
2.2 ¿Es necesario Mifid II?.....	14
2.3 ¿Por qué Mifid II?.....	15
2.4 Impacto en comisiones de ejecución y análisis.....	17
Capítulo 3. EL FLUJO DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS.....	20
3.1 Primer paso: intención de invertir y compra de participaciones en fondos.....	22
3.2 Segundo paso: comienza la gestión de los fondos y surgen necesidades de inversión.....	24
3.3 Tercer paso: servicios de análisis y pago de comisiones.....	26
3.4 Cuarto y último paso: cierre del ejercicio.....	28
Capítulo 4. EVOLUCIÓN HISTÓRICA PREVIA A MIFID I y II.....	30
4.1 La llegada de Mifid I.....	33
4.2 El gran crecimiento de los <i>dark pools</i> .....	35
4.3 El impacto de Mifid II en 2018.....	36
Capítulo 5. EL CASO DE FIDENTIIS EQUITIES.....	41
5.1 Historia de la empresa.....	41
5.2 Principales líneas de negocio.....	42
5.3 El impacto de Mifid II en Fidentiis.....	45
5.4 Servicios de ejecución y cambio de sueldos en variable.....	48
Capítulo 6. EL CASO DE NUMIS SECURITIES.....	51
6.1 Historia de la empresa.....	52

6.2 Principales líneas de negocio.....	52
6.3 El impacto de Mifid II en Fidentiis.....	55
Capítulo 7. CONCLUSIONES.....	57
ANEXOS.....	64
BIBLIOGRAFÍA.....	76

## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 1. Evolución del apalancamiento de los mayores bancos de inversión (2004-07).....	16
Gráfico 2. Evolución histórica de las distintas regulaciones en los mercados financieros.....	17
Gráfico 3: Evolución comisiones gastadas a nivel global anualmente en especialistas (MM\$).....	18
Gráfico 4: Percepción y reputación del servicio de asesoramiento por compañía comparado con el precio pagado en el mercado inglés.....	18
Gráfico 5: Evolución suscripciones a fondos de inversión en España (2010-2017).....	20
Tabla 1: Tabla comparativa gestoras más grandes en término de activos bajo gestión originarias de Inglaterra vs España en 2017.....	21
Gráfico 6: Primer paso del flujo del dinero en los mercados.....	22
Gráfico 7: Segundo y tercer paso del flujo de inversión en los mercados.....	24
Gráfico 8: Resumen completo del flujo de inversión en los mercados.....	29
Gráfico 9: Estructura de una CDO como pasivo de un banco de inversión.....	30
Gráfico 10: evolución de volumen de 2000-07 de la especulación con CDOs.....	32
Gráfico 11: Evolución del volumen en <i>dark pools</i> .....	35
Gráfico 12: Evolución nivel de confianza de los <i>brokers</i> 2013-17.....	37
Tabla 2: Resumen de puntos críticos antes y después de Mifid II.....	40
Gráfico 13: Evolución Ingresos Fidentiis Equities 2003-2017 (M €).....	45
Gráfico 14: Evolución ingresos Numis Securities 2012-2017 (M£).....	54
Gráfico 15: Comparación de medidas entre Fidentiis y Numis en los puntos clave.....	56
Gráfico 16: Análisis SWOT de Fidentiis Equities y Numis Securities.....	56

## Resumen del proyecto

La nueva regulación de mercados para instrumentos financieros trata de dar respuestas a una posible falta de información, corrupción y poca transparencia en los mercados financieros europeos. El regulador europeo, ESMA, ha dado entrada a una nueva regulación financiera que espera combatir estos problemas: Mifid II. El propósito de este trabajo es realizar un análisis sistemático de esta nueva regulación, que espera generar una desintermediación en los mercados y una mayor transparencia y protección para los inversores y analizar su impacto en los *brokers* en los mercados español e inglés. Se evalúan también las medidas llevadas a cabo por los mismos para hacer frente a Mifid II con el objetivo de dotarles de un sólido blindaje para sobrevivir.

### Abstract

In a situation where the markets are filled with lack of information, corruption and little to no transparency, the European regulator, ESMA, has created a new regulatory bundle, which is aimed at eliminating these problems, Mifid II. The main goal of this project is to conduct a systematic analysis of this new regulation, which is expected to generate an increase in disintermediation and more transparency and protection for the investors and an analysis of its impact in Spanish and English brokers. The new measures taken by them to protect themselves against Mifid II will be analyzed as well.

**Palabras clave:** Mifid II, *brokers*, ejecución, análisis, desintermediación, transparencia, gestores.

**Key terms:** Mifid II, brokers, execution, research, disintermediation, transparency, fund and asset managers.

# Capítulo 1: Introducción

## 1.1. Propósito general

Este trabajo presenta un estudio sistemático de la nueva regulación europea Mifid II, proporcionando un análisis en conjunto de varios factores como el flujo del dinero en los mercados, la evolución histórica de los mismos, el impacto del primer tomo de Mifid, (Mifid I). Se prestará especial atención a la implantación por parte de los *brokers* de las nuevas medidas de Mifid II en 2018. De esta forma es interesante que entender y situar el impacto y cambios que esta nueva regulación pretende. Con este fin, analizamos el caso de Fidentiis Equities y Numis Securities, dos *brokers*, uno español y otro inglés, lo que nos permitirá establecer una comparativa internacional de la aplicación de Mifid II.

## 1.2. Interés en el tema

La crisis de 2007 supuso un antes y un después en los mercados financieros mundiales, que abrió los ojos a los reguladores y gobiernos al observar que el foco de la misma se había originado en los mercados financieros por conductas poco adecuadas y por una gestión poco profesional. Esta crisis produjo un efecto contagio en los mercados mundiales resultando en la quiebra de muchas empresas. Esto generó una regulación más severa en los mercados.

En este contexto de crisis Mifid I entró en vigor, regulación que no ha resultado ser efectiva en los últimos años. Es de gran interés evaluar el impacto que tendrá Mifid II en 2018 en la industria de servicios financieros para lo que este trabajo estudia las medidas que más afectarán a los intermediarios del mercado.

Por tanto, la realización de este trabajo es relevante por los siguientes motivos:

- **Actualidad:** Mifid II es un tema de mucha actualidad, ya que su entrada en vigor está establecida para enero de 2018, convirtiéndola en un fenómeno nuevo para los mercados y un espacio por explorar. La literatura académica no cubrió en exceso Mifid I en su momento, y en la actualidad, Mifid II es un fenómeno por descubrir, donde solo existen predicciones de mercado y ningún tipo de estudio académico. Por eso mismo, este proyecto de recogida y análisis de información resulta de gran interés para poder entender y evaluar el futuro que espera a los mercados financieros.



- **Impacto en intermediarios financieros:** el objetivo principal de Mifid II es impactar en los intermediarios del mercado, como los brókeres y grandes bancos de inversión. Dichas instituciones son el motor, junto con otros miembros del mercado, de las grandes operaciones de financiación, salidas a bolsa y compra venta de activos a nivel mundial. Hasta el momento, estas entidades generan grandes cifras de ingresos anuales gracias a sus actividades. Es de gran interés analizar el impacto que tendrá Mifid II en estos agentes de mercado, ya que siempre han sido considerados grandes captadores de talento profesional.
- **Impacto en la industria financiera:** El llevar a cabo un análisis cualitativo y cuantitativo de las nuevas medidas exigidas por Mifid II, es relevante para evaluar si la industria financiera sigue teniendo potencial de crecimiento o no, análisis que aún no ha sido realizado por la literatura académica.

### 1.3. Objetivos de este trabajo

Este trabajo busca dotar de respuestas a una serie de objetivos tanto teóricos como prácticos.

Como objetivos teóricos del trabajo podemos destacar:

- I. Estudiar la información de Mifid II para explicar este fenómeno y sus características principales, porqué puede suponer un cambio radical para los intermediarios financieros y cuáles son las incógnitas principales con su llegada.
- II. Ordenar y sistematizar la información existente de mercado que existe en la actualidad sobre Mifid II intentando predecir el impacto de la misma en la industria de servicios financieros

Además de estos se realizará un análisis empírico de dos casos reales que nos permitirá:

- III. Identificar cómo Mifid II afecta los *brokers* y cuáles pueden ser las consecuencias de adoptar dicha regulación, profundizando en:
  - Las principales líneas de negocio y su facturación individual para analizar su posicionamiento a nivel de mercado
  - Las medidas diseñadas para proteger el negocio frente al impacto de Mifid II.
  - La visión general a corto, medio y largo plazo de los empleados con mayor responsabilidad dentro de las mismas.
- IV. Establecer una comparativa a nivel internacional entre Fidentiis Equities y Numis Securities.

Por último, se tratará de:

- V. Determinar y analizar las perspectivas de futuro de los brókeres en los mercados español e inglés, al tratarse de los mercados donde operan las dos empresas que posteriormente analizaremos. Se evaluará si existe potencial en esta industria o si se deberá recurrir a otras para contrarrestar la caída en el área de intermediación.

## 1.4. Metodología empleada

Para la consecución de los objetivos tanto teóricos como empíricos establecidos anteriormente, se requerirán ciertas herramientas científicas. Para los objetivos teóricos, el establecimiento de un breve marco teórico general sobre Mifid II, se llevará a cabo una revisión sistemática y una clasificación de fuentes, que se dividen en:

- Fuentes primarias: trabajos de investigación previos sobre Mifid, cuentas anuales y hechos relevantes emitidos por las principales empresas de intermediación financiera, artículos académicos de revistas académicas e informes y documentos emitidos los principales miembros de los mercados financieros.
- Fuentes Secundarias: artículos de opinión y de prensa e informes de instituciones reguladoras.
- Numerosas fuentes de mercado y legales al tratarse de un fenómeno muy reciente.

Durante la primera parte del proyecto, el método que utilizaremos será el inductivo que consiste en recoger información acerca de Mifid II para su posterior análisis y ordenación con el fin de formular una serie de conclusiones, sobre el porqué de su implantación, las medidas con las cuales entrará en vigor y las consecuencias a corto, medio y largo plazo en los mercados europeos.

En la segunda parte del proyecto se empleará un método deductivo (de lo general a lo particular) contrastando la información obtenida del análisis anterior con dos casos reales de *brokers* que operan en España y Reino Unido. Así, mediante el análisis de ambos casos, deduciremos una serie de conclusiones acerca del impacto de Mifid II en los intermediarios financieros.

Para este análisis empírico se emplean dos herramientas científicas que se explican a continuación: el método del caso y la entrevista en profundidad.

- **Método del caso:**

Castro (2010) enunció que el método del caso observa un fenómeno dentro de un espacio temporal que evoluciona constantemente. Dicha tesis fue basada en el estudio de Yin (1994). El caso de Fidentiis Equities y Numis Securities es el perfecto ejemplo de esta tesis.

Siguiendo a Peña (2009) el método del caso no se debe confundir con un experimento, ya que éste ignora de forma discreta una serie de variables del entorno observado que tienen un impacto en los resultados obtenidos. Tampoco se debe confundir con una muestra, ya que sus resultados se aplican a una población en conjunto.

Esta última afirmación por de Peña (2009) se vería reflejada en que las conclusiones extraídas del caso de Fidentiis Equities y Numis Securities no pueden extrapolarse a todo el mercado de intermediación financiera. Es decir, no pretendemos usar como base del mercado a ambos, ya que la situación de cada empresa y sus características estructurales son muy diferentes a la totalidad de la industria.

Para el método del caso distinguimos tres fases:

- I. Recogida de información de la empresa, focalizándonos en las cuentas anuales, notas de prensa y principales líneas de negocio.
- II. Análisis de los datos cuantitativos en términos de ventas, beneficio neto y volumen de negocio para observar la evolución pre y post Mifid II.
- III. Complementar la información extraída anteriormente con la información obtenida en las entrevistas en cada empresa.

- **Entrevista en profundidad:**

Para analizar cada compañía utilizaremos, entre otras fuentes, el método de la entrevista en profundidad para extraer información directa del personal de cada una, permitiéndonos conocer su punto de vista, opinión y analizar de manera más detallada la situación de cada una de las empresas.

Según Robles (2011) el método de la entrevista en profundidad es el más adecuado a la hora de realizar un análisis cualitativo de una información. Dicho método se apoya en la interpretación de la realidad social. Dentro de dicha realidad se incluyen los valores, ideologías, personalidad e inquietudes del entrevistado, lo que permite dar una interpretación más detallada de una información puramente objetiva. En nuestro caso, con las entrevistas al presidente, jefe de ventas y jefe de ejecución de Fidentiis y la entrevista al *senior manager* de Numis, podremos tener una visión más subjetiva de la información para contrastarlo con la información ya analizada anteriormente.

## 1.5. Estructura del proyecto

Para este proyecto, hemos dividido el proyecto en varias partes que se distribuyen de la siguiente forma:

La primera parte (Capítulo 2) establecemos un marco teórico general sobre Mifid II y regulación anterior a la actual, analizando la opinión de los expertos sobre si la regulación es necesaria en los mercados financieros, el posible impacto en las instituciones financieras y sus efectos en ejecución y análisis.

La segunda parte (Capítulo 3) entra a analizar el flujo de inversión que se genera desde la aportación de un partícipe a un fondo hasta la llegada en forma de comisiones a intermediario financiero. Consideramos esta parte como esencial para ubicar y entender Mifid I y Mifid II en todo su conjunto.

La tercera parte (Capítulo 4) entra a analizar la evolución histórica de Mifid desde la implantación de Mifid I en 2007 hasta el impacto de Mifid II en 2018. En estos capítulos analizaremos las medidas más importantes que se implantaron en 2007 y añadiremos un análisis detallado de las medidas que se implantarán en 2018.

La cuarta parte (capítulos 5 y 6) analizaremos los casos de Fidentiis Equities y Numis Securities, analizando su estructura, evolución histórica, plantilla, líneas de negocio, datos financieros más destacados y su posición en el mercado español para Fidentiis y británico para Numis. Cada análisis de las firmas irá acompañado por la opinión y conclusiones extraídas de las entrevistas realizadas a miembros de las empresas. Al final del proyecto se añadirá un capítulo con las principales conclusiones extraídas del proyecto.

## **Capítulo 2: Marco teórico**

### **2.1 Qué es Mifid II**

Según el estudio de Ferrarini (2017), Mifid II va a suponer un cambio radical para la industria financiera de aquí en adelante. Dicha regulación cuyas siglas significan “Markets in Financial Instruments directive” busca una mayor protección del inversor en los mercados y una mayor transparencia a la hora de operar en los mismos. El autor realizó un estudio sobre el impacto de Mifid I en 2007 y en 2017 vuelve a realizar lo mismo para intentar predecir el efecto de Mifid II en los mercados. Hay que remarcar que Mifid ha sido objeto de discusión entre varios autores académicos por el hecho de significar un gran golpe a los mercados, aunque existen numerosas fuentes legales que intentan dar respuesta a ese fenómeno.

### **2.2 ¿Es necesario Mifid II?**

Según Moloney (2017), Mifid es una farsa política que pretende dar la impresión por parte de los reguladores de tener bajo control los mercados y así cubrir su imagen. Dicho autor elaboró un estudio numérico sobre las acciones históricas que habían llevado a cabo los gobiernos cuando se había presentado un problema en algún sector que no alcanzaban a controlar. Para Moloney (2017) Mifid I en 2007 fue la imagen del fracaso y de la ineptitud de los gobiernos, especialmente el estadounidense, en controlar y regular a los grandes bancos, que fueron los grandes protagonistas de la crisis. Él opina que la regulación financiera es necesaria, pero que llegar al extremo de querer destrozarse a los mercados y a sus competidores cuando no todos ellos lo han hecho bien, es injusto y demuestra una gran ignorancia.

Estas duras palabras hacia los reguladores y gobiernos contrastan con la visión de Busch (2017) que considera que Mifid I y II son fundamentales para defender a los agentes de mercados más importantes: los inversores. El autor, que enuncia expresamente que tiene invertido sus ahorros en un fondo de inversión, opina que Mifid II supone un duro golpe para los intermediarios financieros, pero a la vez les abre los ojos sobre la situación vulnerable de los inversores. Ferrarini (2017), apoya esta visión enunciando que la regulación en los mercados es esencial para transmitir una imagen de profesionalidad y no de una industria que paga miles de millones de euros de sueldo variable a sus ejecutivos. Aunque este último opina que Mifid II puede llegar a ser muy severo con estas

empresas, ya que amenazan íntegramente su estructura y negocio, pudiendo provocar despidos masivos en un sector con un gran atractivo para el talento.

Como podemos observar, en estos artículos académicos se plantea seriamente si Mifid II es la solución a los problemas en los mercados financieros. En todo caso, en estos momentos dicho debate es inútil porque los responsables de la implantación, los gobiernos y las instituciones reguladoras, tienen la última palabra.

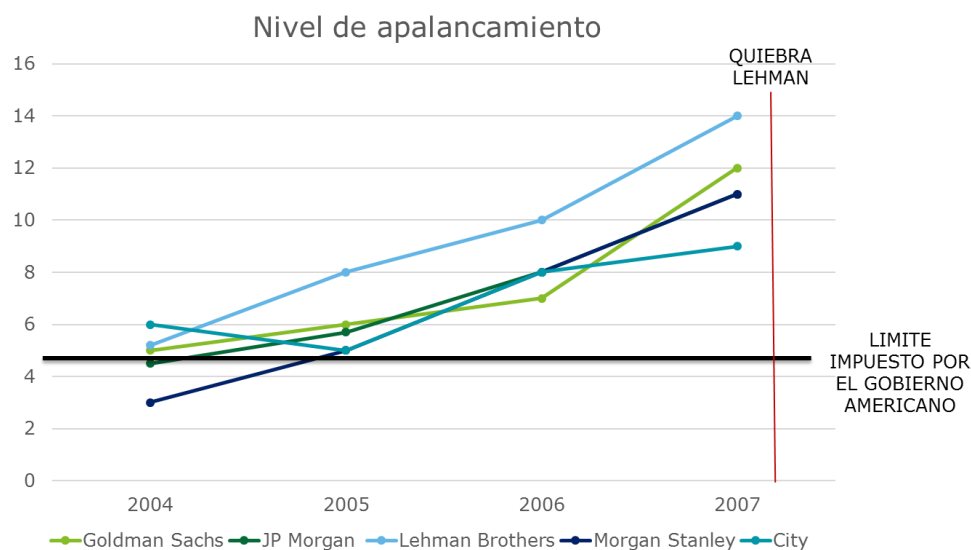
### **2.3. ¿Por qué Mifid II?**

Queremos destacar en este apartado que, si ya existían discrepancias en la importancia de la implantación de Mifid II, en los motivos que llevan a su implantación esas discrepancias aumentan aún más. Si comenzamos con Crabb (2017) los motivos que llevan al regulador a su implantación son:

- La alta especulación con cientos de productos OTC (Derivados Financieros) durante los años 2000 a 2007, que desencadenó, junto con otros factores, la crisis financiera de 2007.
- El cobro excesivo de comisiones a los inversores por parte de los fondos y gestoras de activos (principalmente fondos de gestión activa) al no cumplir con las expectativas de *benchmark*.
- El cobro excesivo de comisiones de compra venta por parte de intermediarios financieros a las gestoras de fondos y de activos por asesoramiento en ideas de inversión y en servicios de ejecución.
- La superación de los límites impuestos de apalancamiento financiero en los grandes bancos de inversión.
- Las incorrectas calificaciones crediticias que se dieron a activos tóxicos por parte de las agencias de “rating”.
- La incorrecta supervisión de los reguladores de mercados financieros sobre las instituciones financieras de cada país.

Dicho autor hace especial hincapié en el aumento descontrolado del nivel de apalancamiento de los grandes bancos de inversión como podemos observar en el gráfico a continuación.

**Gráfico 1:** Evolución del apalancamiento de los mayores bancos de inversión (2004-07)



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de American Bankers Association y la FED (2017)

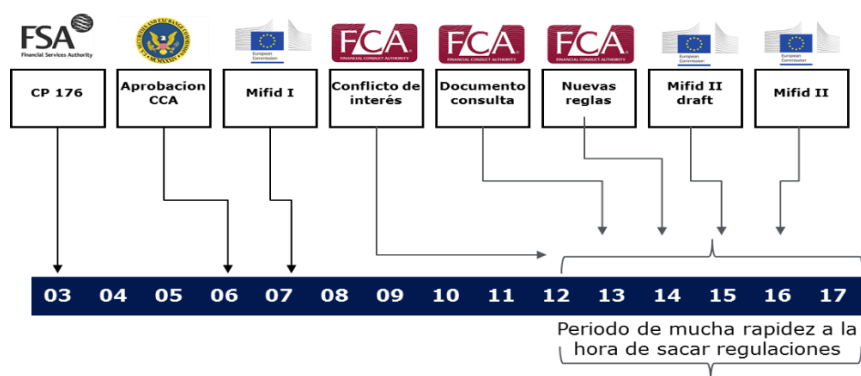
Como podemos apreciar en el gráfico, Lehman Brothers tenía el nivel de apalancamiento más alto de los cinco mayores bancos de inversión americanos antes de quebrar por una depreciación de activos tóxicos en sus libros contables.

Para Poulter (2014), ese nivel de apalancamiento fue solo una consecuencia de una incorrecta gestión de los equipos gestores de esos bancos, especulando con productos derivados de alta volatilidad y alto riesgo. En su estudio sobre el futuro de la industria del *brokerage* remarca que las anteriores regulaciones fueron inútiles a la hora de controlar la especulación financiera con productos derivados OTC y con la generación de activos tóxicos.

En el gráfico que se presenta a continuación podemos observar cuales han sido los paquetes regulatorios que han precedido a Mifid I y II, con un periodo denominado de *rapid fire* desde 2012 a 2017 para implantar muchas regulaciones al mismo tiempo.



**Gráfico 2:** Evolución histórica de las distintas regulaciones en los mercados financieros



**Fuente:** Modificado por el autor de gráfico de Poulter, G (2014)

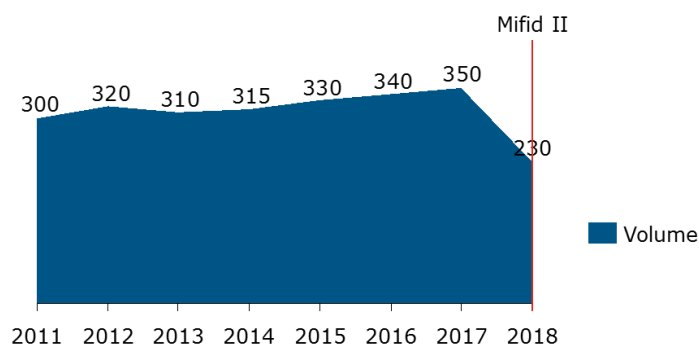
Ferrarini (2017) no se pronuncia al respecto, pero concluye que Mifid II debería de definir mejor los motivos de su implantación, ya que la sensación es que ha sido implantada solo para controlar los mercados, como enunciaba en su momento Moloney (2017).

#### 2.4. Impacto en comisiones de ejecución y análisis

Siguiendo la opinión de Meager (2017) Mifid II supone un incremento marginal en el coste anual de intermediarios financieros para los gestores. Esto se produce por el mero hecho de separar las comisiones proceso que ya se había iniciado con Mifid I en 2007. Este efecto que Meager denomina como “bye effect”, consiste en la caída de presupuesto anual en especialistas por un miedo a un incremento en el coste dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias de las gestoras, cuando en realidad, el coste se mantendría similar y el servicio les seguiría nutriendo de grandes ideas de inversión.

A continuación, se puede observar la gran caída prevista en 2018 del volumen a nivel global anual en pagos de comisiones ya sean de ejecución o análisis a intermediarios y especialistas.

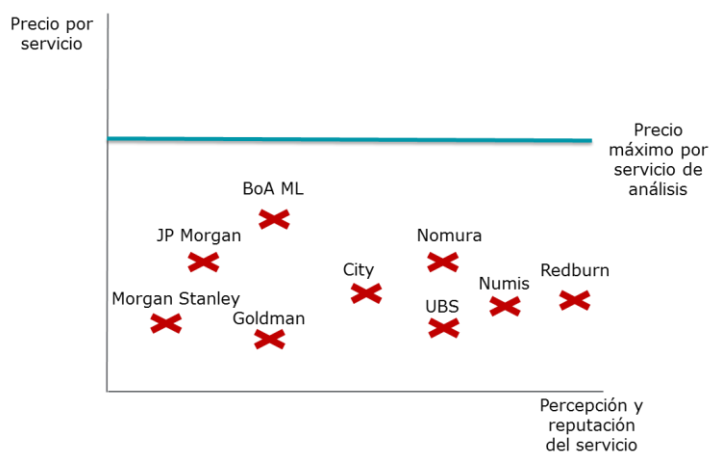
**Gráfico 3:** Evolución comisiones gastadas a nivel global anualmente en especialistas (MM\$)



Fuente: Meager (2017)

Poulter (2017) espera una gran caída en las comisiones en servicios de ejecución de intermediación financiera y lo achaca al incremento del poder de atracción de plataformas privadas para grandes clientes en bancos de inversión, lo que generara intriga y preocupación en los mercados y una mayor competencia por atraer volumen. En cuanto al servicio de análisis, Poulter (2017) espera que Mifid II vuelva a dar pie a los denominados “analistas estrella” y a una percepción del servicio de asesoramiento mucho mayor ya que los gestores tendrán menos presupuesto para gastar en especialistas e intermediarios y juzgarán con mayor detalle la calidad de los informes y asesoramiento recibido.

**Gráfico 4:** Percepción y reputación del servicio de asesoramiento por compañía comparado con el precio pagado en el mercado inglés



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Poulter, G (2014)

Según los datos de este gráfico, Poulter (2014) espera que los grandes bancos de inversión, cuyo servicio no es muy valorado entre sus clientes, bajen de precio sus servicios para poner presión a su competencia cuyos servicios son altamente valorados. Ellos pueden acometer esa bajada de precios por su estructura de capital, pero los *brokers* puede que sufran al bajar precios para equipararse al mercado, ya que la mayor parte de sus ingresos proceden de ese negocio.

Aun así, ningún autor se atreve a asegurar cuál será el futuro de la industria y de estas comisiones, ya que con Mifid II todo son incógnitas y predicciones.

### Capítulo 3: El flujo de inversión en los mercados

La base de los mercados financieros es el aporte de patrimonio por parte de los inversores. Cuando nos referimos a inversores, ¿en quienes estamos pensando? Los inversores pueden ser: personas particulares que deseen invertir sus ahorros, empresas que inviertan parte o la totalidad de sus beneficios anuales, otras gestoras de fondos que busquen delegar la gestión de sus fondos a otras gestoras, gobiernos, fondos de pensiones y aseguradoras. Esencialmente es cualquier persona física o jurídica que tenga un determinado patrimonio y decida invertirlo para obtener cierta rentabilidad<sup>1</sup>

En este estudio nos basaremos en el flujo de dinero que va desde los fondos a brókeres como Fidentiis o Numis, que son al fin y al cabo el objetivo de nuestro estudio, aunque también existen otras líneas de negocio importantes que no pueden ser olvidadas que se encuentran en este flujo como fusiones y adquisiciones o mercados de capital.

**Gráfico 5:** Evolución suscripciones a fondos de inversión en España (2010-2017)



**Fuente:** El economista (2017)

<sup>1</sup> Tesis formulada con las siguientes fuentes: R., P. and S.L., U. (2018). Así ha sido el arranque de MIFID II. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/2018/01/04/5a4d385cca47410a298b46bc.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Schroders.com. (2018). Schroders update on payments for external research - Media Relations - Schroders. [online] Disponible en: [http://www.schroders.com/en/media-relations/newsroom/all\\_news\\_releases/schroders-update-on-payments-for-external-research/](http://www.schroders.com/en/media-relations/newsroom/all_news_releases/schroders-update-on-payments-for-external-research/) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Securities.bnpparibas.com. (2018). MiFID II investment research: freedom under constraint. [online] Disponible en: <http://securities.bnpparibas.com/insights/mifid-ii-investment-research.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

En España e Inglaterra (países utilizados para analizar el impacto de Mifid II) existen cientos de gestoras de activos donde invertir. Las gestoras de fondos y activos mejor valoradas en cada país son:

**Tabla 1:** Tabla comparativa gestoras más grandes en término de activos bajo gestión originarias de Inglaterra vs España en 2017

<i>Ranking</i>	<i>Gestoras UK</i>	<i>Tamaño (MM£)</i>	<i>Gestoras España</i>	<i>Tamaño (MM€)</i>
1	LGIM	1,047	Santander AM	180
2	Insight	612	BBVA AM	94
3	Schroders	433	Caixabank AM	50
4	Aviva	403	VidaCaixa	26
5	HSBC	391	Kutxabank gestión	20

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de HUB IPE (2017)

Como podemos ver en la tabla, en Inglaterra las gestoras de activos con mayor patrimonio distan considerablemente en tamaño con las españolas.

En España las gestoras de activos con mayor patrimonio forman parte de los bancos comerciales más importantes como Santander, BBVA, Bankinter, CaixaBank, etc aunque las mejor valoradas son las gestoras de activos independientes como Cobas Asset Management, Bestinver, AZ valor, Alantra Asset Management, Fidentiis Gestión, Magallanes value investing, etc. También podemos destacar a las aseguradoras como grandes inversores y a los fondos de pensiones.<sup>2</sup>

El patrimonio total de las gestoras de activos en España e Inglaterra ha evolucionado muy favorablemente durante los últimos años 5 años. El patrimonio total invertido en fondos en España asciende a un total de 259,000 millones de euros, mientras que en Inglaterra asciende a un total de 1,5 trillones de libras.<sup>3</sup>

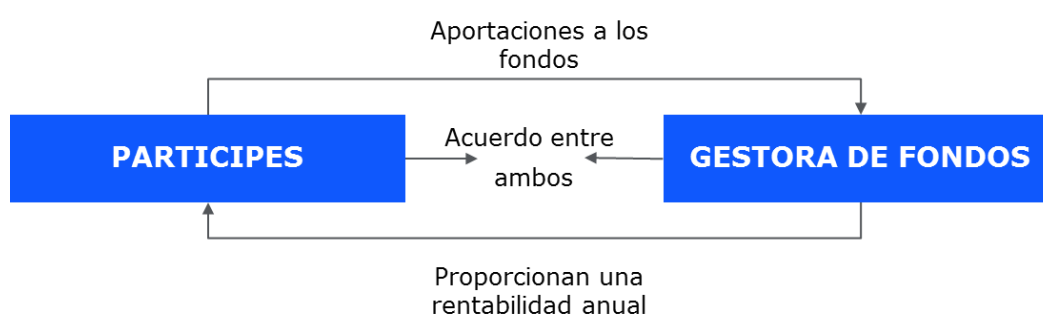
<sup>2</sup> Tesis formulada con las siguientes fuentes: Thomson Reuters. (2018). MiFID II. [online] Disponible en: <https://mifidii.thomsonreuters.com/en.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Thomson Reuters. (2018). Research, Permissioning and Unbundling. [online] Disponible en: <https://mifidii.thomsonreuters.com/en/mifid-ii-solutions-and-services/mifid-ii-research-permissioning-and-unbundling.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Trendshare: find the right price for stocks. (2018). How Do Stock Brokers Make Money? [online] Disponible en: <https://trendshare.org/how-to-invest/how-do-stock-brokers-make-money> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Una vez hemos visto que tipos de gestoras de activos existen en ambos países, vamos a entrar en detalle a como dichas gestoras obtienen rentabilidades anuales y ganan dinero.

### 3.1 Primer paso: Intención de invertir y compra de participaciones en fondos<sup>4</sup>

A continuación, utilizaremos un gráfico para representar el primer paso a la hora de invertir en una gestora e iniciar el flujo de inversión:

**Gráfico 6:** Primer paso del flujo del dinero en los mercados



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg (2018)

Pongamos un ejemplo, un inversor cualquiera decide invertir su patrimonio en una gestora de activos porque quiere obtener una rentabilidad. Dicho inversor acude a una de las gestoras que hemos mencionado anteriormente y decide abrir una cuenta de inversiones con ellos. Digamos que decide invertir cien mil euros. El equipo de la gestora se pone en contacto con él y le mandan un contrato donde acepta invertir en uno de sus fondos de inversión. El inversor acepta y lo firma y automáticamente esos cien mil euros entran en uno de los fondos de la gestora mediante una transferencia.

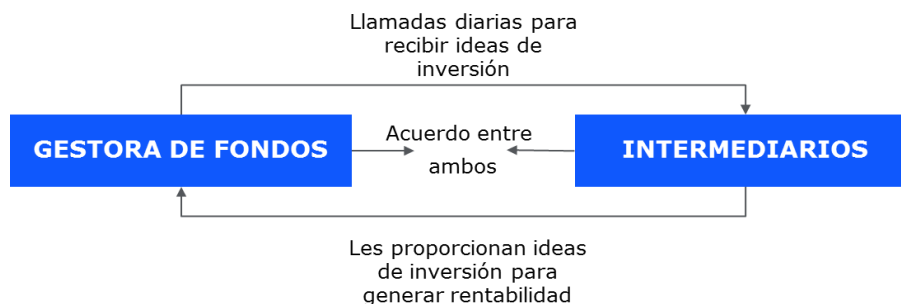
<sup>4</sup> Apartado formulado con las siguientes fuentes: Therealizationgroup.com. (2018). MiFID II creates cross-asset revolution across buy & sell side | therealizationgroup.com. [online] Disponible en: <https://www.therealizationgroup.com/portfolio/mifid-ii-creates-cross-asset-revolution-across-buy-sell-side/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Uria.com. (2018). [online] Disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4366/documento/fe01.pdf?id=5578> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], U.S. (2018). Bankers to burn midnight oil ahead of 'MiFID' dawn. [online] Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-eu-markets-regulations/bankers-to-burn-midnight-oil-ahead-of-mifid-dawn-idUSKBN1ER16Q> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Wall Street Oasis. (2018). Here is How Equity Research Works - 4 Steps. [online] Disponible en: <https://www.wallstreeoasis.com/forums/here-is-how-equity-research-works-4-steps> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], 2, M. (2018). MiFID 2 | Freshfields knowledge. [online] Knowledge.freshfields.com. Disponible en: [http://knowledge.freshfields.com/h/Global/r/998/mifid\\_2](http://knowledge.freshfields.com/h/Global/r/998/mifid_2) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Cabe recordar que un fondo es como una hucha imaginaria donde se transfiere dinero de inversores y se va haciendo más grande cada vez que un cliente nuevo entra en el fondo y según la evolución positiva o negativa del valor de los activos comprados y bajo gestión. Ese dinero se queda inmerso en el fondo y pasa a ser gestionado por un gestor.

Al inversor se le cobra una comisión de entrada al fondo que suele rondar entre el 1 o 2% del total invertido dependiendo de la política de la gestora, que pasa a ser parte de los ingresos de la gestora de activos. La comisión de entrada suele situarse en esos límites, y es muy raro que sobre pase el 2%. En el ejemplo dado, dicha comisión asciende a un total de mil euros (1% de 100,000 euros), suponiendo que la comisión de entrada a la gestora fuese del 1% sobre el capital invertido.

### 3.2 Segundo paso: Comienza la gestión de los fondos y surgen necesidades de ideas de inversión<sup>5</sup>

Gráfico 7: Segundo y tercer paso del flujo de inversión en los mercados



Fuente: Elaboración propia Datos extraídos de Bloomberg (2018)

Dentro de las gestoras existen numerosos fondos, cada uno de ellos siendo gestionado de manera distinta. Habrá fondos que inviertan en renta variable (acciones) de pequeñas, medianas o grandes compañías, otros en renta fija (bonos, letras del tesoro), divisas, compañías privadas (private equity), etc y lo podrán hacer con un horizonte temporal a largo (fondos “long only”) o corto plazo (“hedge funds”).

Jones (2018) enuncia que dichas gestoras miden su éxito y obtienen prestigio mediante la rentabilidad que obtienen anualmente, que no es otra cosa que aumentar el dinero que tienen en gestión invirtiendo en activos. Otro de los objetivos principales de cualquier gestora es tener una rentabilidad mayor que la del mercado, un objetivo de gran dificultad debido a la falta de volatilidad en los mercados, de ahí el crecimiento en la gestión pasiva.

Pero para invertir, necesitan ideas y las gestoras no son especialistas en servicios de análisis de activos o compañías. Para ello tienen distintas posibilidades: ponerse en contacto con especialistas en análisis, que son al fin y al cabo los que generan ideas de

<sup>5</sup> Apartado formulado con las siguientes fuentes: Roa, P. and S.L., U. (2018). Fondos: qué cambia con MIFID II?. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2018/01/03/5a4bdb45e2704ee3028b45c7.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], R., P. and S.L., U. (2018). Así ha sido el arranque de MIFID II. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/2018/01/04/5a4d385cca47410a298b46bc.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], S.A., B. (2018). MiFID - Bankia. [online] Bankia. Disponible en: <http://www.bankia.com/es/mifid/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Smartinvestor.barclays.co.uk. (2018). MiFID II is here | Barclays Smart Investor. Disponible en: <https://www.smartinvestor.barclays.co.uk/important-information/mifid-ii.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].



inversión o tener sus propios analistas que elaboren ideas de inversión mediante un análisis técnico o fundamental.

Los especialistas a los que acuden las gestoras son: bancos de inversión (JP Morgan, Goldman Sachs, UBS...), brókeres y especialistas (Fidentiis Equities, Alantra, Numis Securities, Redburn, BMI) y otras sociedades o agencia de valores.

Con Mifid II, ambos están obligados a la firma de un contrato que estipule que el especialista le proveerá a la gestora de servicios de asesoramiento. Antes de Mifid I este contrato no existía y se simplificaba al pago de los servicios.

### 3.3 Tercer paso: Servicios de análisis y pago de comisiones<sup>6</sup>

Una vez que ambos firman el contrato (con Mifid II en vigor), el especialista o intermediario empieza a ponerse en contacto a diario con alguno de los gestores de fondos y le informa sobre ideas de inversión que han generado sus analistas. Si al gestor le convencen las ideas e identifica las mismas como buenas oportunidades de inversión, podrá solicitar la compra o venta de esos activos recomendados previamente por el analista al especialista.

Veámoslo con un ejemplo. Como especialista pongamos a Fidentiis Equities y como gestora de activos Santander Asset Management. El equipo de ventas de Fidentiis, que no son otros que quienes informan acerca de ideas de inversión, llaman por teléfono o mandan un correo al gestor de uno de los fondos de renta variable de Santander. En dicha conversación Fidentiis empieza a hablar sobre Inditex.

Según uno de los analistas de Fidentiis, Inditex es una magnífica compañía que cotiza en el IBEX 35 porque es una empresa muy estable, genera mucho dinero al año que le permite cubrir su costes y repartir dividendos, el consejo de administración es muy profesional y está cumpliendo con los objetivos establecidos por la compañía... y porque según un modelo de valoración financiera elaborado en Excel, el analista considera que en vez de valer 15 euros su acción (precio actual de cotización ficticio) debería valer 25.

El gestor considera la idea que le ha proporcionado Fidentiis y ve un potencial alcista muy grande en Inditex, lo cual significa que puede obtener una rentabilidad importante al alza (un 66% aproximadamente si usamos el ejemplo de referencia). El gestor quiere comprar acciones de Inditex, pero tiene alguna duda con lo proporcionado por el equipo de ventas de Fidentiis. Por ello, llama al analista de Fidentiis directamente y éste le contesta todas sus dudas. El gestor está muy satisfecho y manda una orden de compra de 100,000 acciones de Inditex.

---

<sup>6</sup> Apartado formulado con las siguientes fuentes: Rbccm.com. (2018). Disponible en: <https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/news/2017/mifid-1of4.pdf> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Reeve, N. (2018). MiFID II: Asset managers to rely less on third-party research [updated]. [online] IPE. Disponible en: <https://www.ipe.com/news/regulation/mifid-ii-asset-managers-to-rely-less-on-third-party-research-updated/10021836.article> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Reid, D. (2018). Europe's financial sector is getting tougher rules and it will affect the whole world.CNBC. Disponible en: <https://www.cnbc.com/2017/12/15/mifid-2-all-you-need-to-know.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

El equipo de ejecución de Fidentiis acepta la orden y compra dichas acciones sobre las cuales cobra una comisión sobre el volumen total de la transacción. Este tipo de comisiones varían según la compañía, pero la comisión media que se pagaba antes de Mifid II era de en torno un 0,1-0,15% por orden. En esta comisión estaban incluidos los pagos de dos servicios que le había proporcionado Fidentiis a Santander AM en el ejemplo anterior: el servicio de análisis y asesoramiento dado por el analista y el equipo de ventas, y el servicio de ejecución dado en la transacción.

Normalmente la comisión por análisis era un poco mayor a la de ejecución porque el servicio de ejecución lo podía hacer cualquiera que fuese intermediario en el mercado, pero el servicio de análisis se consideraba un servicio a medida para cada gestor y por ello se pagaba más, aunque ambos pagos se hacían en uno.

Si el gestor está comprando acciones o cualquier otro tipo de activo financiero a través de un bróker paga el total de la transacción más la comisión que le exija el bróker, es decir, el número de acciones multiplicado por el precio al cual se han comprado más la comisión exigida (que suele ser un 0,1-0,15% del total de la transacción). Si se trata de una venta de acciones, es al revés. Se resta del total de la transacción la comisión exigida por el bróker.

Dichas comisiones se pagaban antes de Mifid II a través del dinero de los fondos, es decir, de la “hucha imaginaria” como habíamos enunciado anteriormente, lo que significa que se usaba el dinero de los inversores para pagar cualquier tipo de comisión.

### 3.4 Cuarto y último paso: cierre del ejercicio <sup>7</sup>

A cierre del ejercicio las gestoras, brókeres e inversores sabrán cómo les habrá ido el año en función de la rentabilidad de los fondos para el gestor, volumen de comisiones y facturación para los brókeres y rentabilidad individual obtenida para los inversores de los fondos.

Los fondos corto plazistas o *hedge funds* son los únicos capacitados por su estructura de cobrar una comisión de éxito a final de año. En el contrato que se firma cuando un nuevo inversor entra en un fondo, hay una segunda comisión que se cobra sobre el éxito de la gestora, es decir, sobre la rentabilidad obtenida. Normalmente cada gestora tiene un objetivo de rentabilidad (puede ser un dígito aleatorio, replicar el tipo de interés o un índice de referencia) que considera la meta a conseguir.

Para explicar el concepto de la comisión de éxito en un *hedge fund* usaremos un ejemplo ficticio. Un fondo se establece una meta de rentabilidad anual del 10%. Al final de año obtiene un 20%. Eso es un éxito del 10% sobre el objetivo inicial. Sobre ese 10% extra, el fondo cobrará un 20% de comisión de éxito como ingreso.

Resumiendo, las gestoras obtienen ingresos de las comisiones de entrada (que rondan entre el 0,35%-1%) y de éxito (para los *hedge funds*), los brókeres obtienen sus ingresos a través de las comisiones que cobran a sus clientes por cada transacción, y los partícipes de los fondos obtienen una rentabilidad anual gracias al capital invertido y a la correcta gestión de los gestores.

Todo este proceso que hemos explicado lo hemos utilizado para el marco de solo una transacción, pero el día a día de verdad es muy distinto. Las gestoras gestionan cientos de fondos con miles de millones de euros bajo gestión.

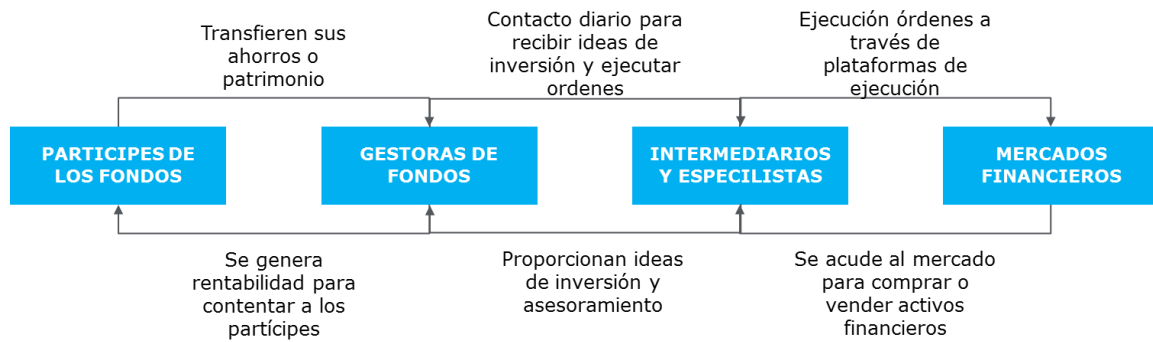
Cada gestora tiene numerosos brókeres y especialistas que les asesoran a diario y les envían miles de ideas de inversión que son procesadas. Las transacciones de compra

---

<sup>7</sup> Apartado formulado con las siguientes fuentes: Nomura.com. (2018). Nomura: Preparing for MiFID II. Disponible en: <http://www.nomura.com/Markets-in-Financial-Instruments-Directive-II/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Oliver Wyman (2018). MiFID II: Assessing the Impact Of Research Unbundling. [online] Oliverwyman.com. Disponible en: <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2017/sep/mifid-ii-research-unbundling.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Oliver wyman (2018). [online] Disponible en: [http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2017/sep/Oliver\\_Wyman\\_Unbundling\\_Research\\_POV.PDF](http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2017/sep/Oliver_Wyman_Unbundling_Research_POV.PDF) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Oliver Wyman (2018). CNBC: Oliver Wyman on MiFID Regulation. [online] Oliverwyman.com. Available at: <http://www.oliverwyman.com/media-center/2017/dec/cnbc--oliver-wyman-on-mifid-regulation-.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

venta de acciones como las del ejemplo suelen ser mucho más grandes en términos de número de acciones compradas o vendidas y los brókeres mueven cantidades enormes de volumen de transacciones a diario.

**Gráfico 8:** Resumen completo del flujo de inversión en los mercados



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg (2018)

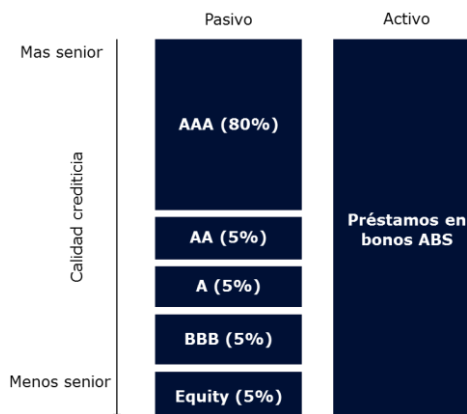
## 4. Evolución histórica previa a Mifid I y II

Una vez hemos analizado minuciosamente el flujo de dinero desde los inversores hasta los brókeres, tenemos que situarnos históricamente en el año 2004.

Según Rubio (2018) alrededor de 2004 los mercados financieros se encontraban en fase de expansión y buscaban nuevas formas de generar dinero. Los mercados no estaban ni la mitad de regulados que ahora y los grandes bancos empezaron a especular con las famosas hipotecas “subprime” o “ninja”. Se ha hablado mucho sobre la crisis y cómo surgió, pero nunca se ha analizado con el modelo paso a paso que hemos construido en este estudio anteriormente. Si se tiene cualquier duda respecto a la información que comentaremos a continuación recomendamos volver al cuadro resumen del modelo o a que lean las páginas que detallaban minuciosamente cada paso.

Para explicar la crisis financiera, en vez de empezar desde los partícipes de los fondos, empezaremos por el último eslabón, los especialistas o intermediarios de mercado. Según Ogg (2018) todo empezó en Estados Unidos, como todos sabemos, donde los grandes bancos de inversión empezaron a comprar contratos de hipotecas a las empresas que las concedían. Dichas hipotecas las empaquetaban en productos financieros derivados denominados CDO (*Collateralized Debt Obligation*) que luego vendían a las gestoras de activos como productos financieros de alta calidad que generaban grandes rentabilidades.

**Gráfico 9:** estructura de una CDO como pasivo de un banco de inversión



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Propublica (2017)

En un principio, estos productos estaban formados por miles de hipotecas con muy buena calidad crediticia, es decir, tenían una probabilidad muy alta de ser pagadas de vuelta al banco o entidad que la concedía. Esto generaba grandes rentabilidades a los clientes puesto que recibían dinero constantemente por el pago de las hipotecas, según el estudio de mercado de Castillo (2018).

El problema de estos productos financieros es que, pasado un tiempo, empezaron a incluir hipotecas a personas que no iban a poder pagarlo o cuya calidad crediticia era muy baja, según Baker & Mckenzie (2018).

Dichos productos surgidos de la ingeniería financiera de los bancos estaban supervisados por las agencias de rating, que consideraban aquellos productos de muy poco riesgo y les proporcionaban un alto rating (normalmente eran AAA, el mayor rating de todos). Estas cifras de rating se les concedía a estos productos porque las agencias no entendían de que estaban formados aquellos productos financieros, y se fiaban de los bancos de inversión.

Durante un tiempo estos productos eran grandes inversiones, y los bancos aumentaron drásticamente su actividad en estos productos para seguir comprando hipotecas, empujando su nivel de apalancamiento (ratio que mide el nivel de deuda que tiene una entidad) a extremos muy peligrosos.<sup>8</sup>

¿Cuál fue el problema que dio pie a la catástrofe de 2007 y a la quiebra de Lehman Brothers? La respuesta es la siguiente:

Las hipotecas de mayor riesgo obviamente entraban en *default* (impago de la hipoteca) antes que las de menor riesgo. Las gestoras compraron grandes cantidades de estos productos financieros, los intermediarios recibían millones de euros en comisiones y los inversores estaban muy contentos porque se obtenían rentabilidades estratosféricas.

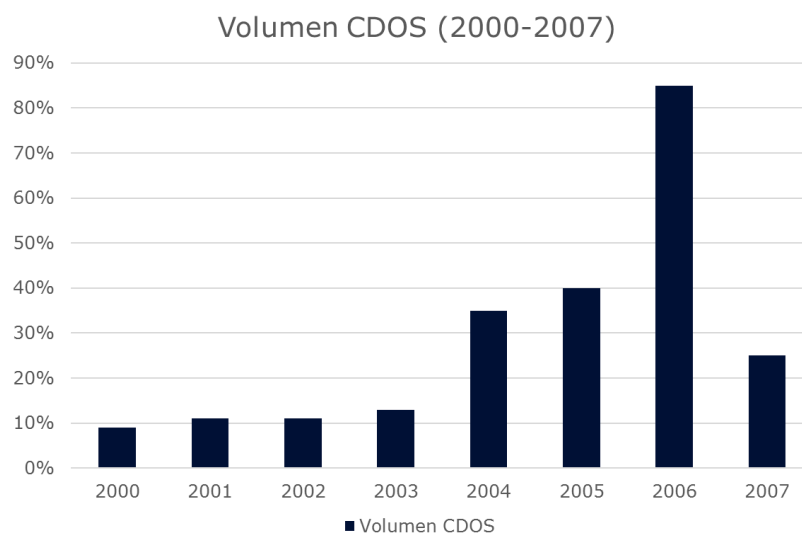
Pero hubo un dato que no se tuvo en cuenta, en el momento que el mercado inmobiliario se empezase a desinflar y las hipotecas con mayor riesgo empezasen a no ser pagadas, las CDOS perderían todo su valor y las gestoras se quedarían con productos

---

<sup>8</sup> Apartados formulados a partir de: Business.nasdaq.com. (2018). MiFID II Trading & Clearing - Nasdaq. [online] Disponible en: <http://business.nasdaq.com/trade/rules-and-regulations/mifid-II/trading-and-clearing/index.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Business.nasdaq.com. (2018). Order Record Keeping - MiFID II - NASDAQ. [online] Disponible en: <http://business.nasdaq.com/trade/rules-and-regulations/mifid-II/order-record-keeping/index.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

que no valían nada, sus rentabilidades anuales se pondrían en números rojos, cientos de intermediarios financieros quebraron porque su nivel de apalancamiento era tan grande que la pérdida de valor de los activos inmobiliarios que tenían en su balance era irrecuperable y los inversores lo habían perdido todo.

**Gráfico 10:** evolución de volumen de 2000-07 de la especulación con CDOs



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de JP Morgan (2018)

Después de este apartado podemos empezar a entender los motivos que fueron expuestos en el primer capítulo de porqué Mifid II entró en vigor. Se había jugado con el dinero de millones de inversores, no había transparencia ni regulación alguna de por medio, se cobraban grandísimas comisiones tanto a gestoras como a inversores, se empezó a hacer ingeniería financiera con productos derivados con un altísimo nivel de riesgo y el sistema financiero mundial quebró por el gran efecto contagio.

La crisis fue el gran punto de partida de Mifid I, pero siempre había existido algún tipo de regulación tanto en el mercado español como en el inglés que “velaba” por los intereses de los inversores.

Como dato relevante para este proyecto, todo lo que pasa en el mercado inglés se transmite por efecto contagio al resto de mercados europeos. Al ser Londres la capital europea con mayor importancia a nivel de mercados financieros junto con París y



Frankfurt, cada regulación nueva que entra en vigor suele ser por el empuje e insistencia del regulador británico.<sup>9</sup>

## 4.1 La llegada de Mifid I

Como resultado de todo lo que hemos explicado, Mifid I nació por primera vez en 2007 para dar solución a la situación de los mercados.

El primer tomo no fue tan agresivo como el actual y explicaremos porqué. Por primera vez en la historia de la industria financiera, se produjo una separación en la comisión que pagaban las gestoras a los brókeres. Los ingleses lo denominaron *unbundling* y consistía en lo siguiente: si echamos la vista atrás en el capítulo del flujo de inversión, vemos que antes se pagaban comisiones donde se incluía tanto la comisión por análisis y cobertura, como la comisión por ejecución de las órdenes.

Con Mifid, ese proceso nunca volvería a ser el mismo. La comisión por análisis se separó de la comisión de ejecución. Dicha comisión tendría que ser asumida o pagada por la gestora, no del dinero de los fondos. Algunos gestores, especialmente ingleses, decidieron empezar a pagar en cheques bancarios trimestrales dichas comisiones.

¿Dónde está el problema en este cambio para los brókeres? En que casi por arte de magia, la mitad de sus ingresos diarios desaparecían y no sabían cuánto les estaban pagando sus clientes por el asesoramiento e ideas de inversión, porque los cheques bancarios son secretos hasta que le llegan al destinatario. Ese era el primero de los problemas. El segundo es que los clientes empezaron a pagar menos por los servicios de análisis porque el nuevo sistema les proporcionó un nuevo medio para no pagar tanto como antes. La fuente de ingresos se redujo a la mitad a diario, pero los cheques llegaban cada trimestre.

Ese cambio fue radical, pero Mifid I llegó también a las puertas de los gestores de fondos. Mifid I entendió que el problema de las pérdidas millonarias que se produjeron

---

<sup>9</sup> Apartados formulados a partir de las siguientes fuentes: Jpmorgan.com. (2018). MiFID II is coming – Top ten client questions and how we can help | J.P. Morgan. Disponible en: <https://www.jpmorgan.com/country/MX/ES/research/top-ten-client-questions-on-MiFID> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Lexology.com. (2018). MiFID II Unbundling Rules: Implications for Asset Managers and Broker-Dealers in the United States | Lexology. [online] Disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4f755b98-7550-4515-86c7-20d13fab9e83> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y McKinsey & Company. (2018). Reinventing equity research as a profit-making business. [online] Disponible en: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/reinventing-equity-research-as-a-profit-making-business> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

durante la crisis se debió a que los gestores invirtieron de manera incorrecta los fondos que tenían bajo gestión y que además los usaban de los para pagar a los intermediarios que les asesoraban. Por eso les obligaron a pagar de su bolsillo las comisiones por análisis.

Los gestores, con esta medida, disponían de un presupuesto más ajustado que antes de Mifid I, de ahí la caída de volumen en esta área de negocio.

Como ya hemos mencionado, las gestoras de fondos empezaron a prestar mucha más atención a su cuenta de pérdidas y ganancias para presupuestar el gasto en intermediarios. El segundo cambio fue el de enviar un informe semanal a los inversores del fondo para explicar minuciosamente todos los gastos, movimientos y cotizaciones de la gestora en caso de que alguno de los partícipes de los fondos no estuviera convencido de las actividades de las mismas. Con esta información ahora los inversores del fondo podrían pedir responsabilidad directa a los gestores por mala gestión o por cualquier otro motivo.

¿Por qué estos cambios repentinos en la industria? Simplemente, porque los inversores y clientes de los fondos perdieron mucho dinero durante la crisis y al haber tan poca regulación financiera, la gestión se hacía de manera incorrecta y queriendo inflar las comisiones que pagase el partícipe del fondo para el bien de la gestora.

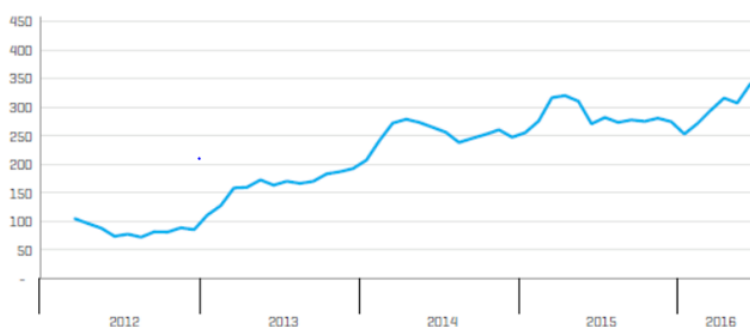
## 4.2 El gran crecimiento de los *Dark pools*<sup>10</sup>

Los *dark pools* son plataformas privadas que ofrecen los grandes bancos de inversión a sus clientes para comprar y vender productos financieros sin tener que acudir al mercado directamente. Para explicarlo de una mejor manera, es como un mercado financiero alternativo. Algunos se denominan igual que el banco, por ejemplo “Morgan Stanley”, “JP Morgan”, etc. Lo que han hecho los bancos con este nuevo sistema es proporcionar a sus clientes un sistema con el que evitar tener que acudir a los intermediarios para comprar y vender acciones, sino que solo tienen que unirse a la plataforma privada y empezar a operar a través del banco.

De esta forma los bancos se aseguran un aumento considerable del volumen de transacciones a diario. Pero siempre que alguien aumenta sus cifras de volumen, alguien pierde. En este caso los perdedores son los intermediarios de pequeño y mediano tamaño y los propios mercados financieros. Se estima que con el gran crecimiento de estos nuevos medios los mercados financieros han perdido entre un 15-20% del total de volumen.

**Gráfico 11:** Evolución del volumen en *dark pools* (2012-2016)

THE EVOLUTION OF DARK BLOCK TRADING



**Fuente:** Tabb Forum (2017)

<sup>10</sup> Apartado formulado a partir de las siguientes fuentes: Linklaters.com. (2018). MiFID II and MiFIR status - Level 2 | Insights | Linklaters. [online] Disponible en: <https://www.linklaters.com/es-es/insights/publications/mifidii/mifid-ii/mifid-ii-and-mifir-status---level-2> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Lw.com. (2018). Latham & Watkins LLP - MiFID II Product Governance. [online] Disponible en: <https://www.lw.com/LondonFinancialRegulatory/MiFIDIIProductGovernance> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Morgan Stanley. (2018). Disclosures Related to MiFID II. Disponible en: <https://www.morganstanley.com/disclosures/disclosures-related-to-mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Mulholland, N. (2018). MiFID II. [online] KPMG. Disponible en <https://home.kpmg.com/ie/en/home/insights/2016/02/mifid-ii.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

### 4.3 El impacto de Mifid II en 2018

Ahora que hemos ubicado y explicado porqué Mifid II y hemos investigado el pasado y razones por las cuales se implantó Mifid I en 2007, investigaremos la llegada de Mifid II, el segundo tomo de esta regulación.

Solo se han introducido variantes a las medidas tomadas en el primer paquete, pero dichas variantes son mucho más severas. Empecemos por el servicio de análisis y el pago de las comisiones por parte de los gestores a los intermediarios. Según Mendieta (2018) por primera vez en la historia de los servicios financieros, los brókeres e intermediarios financieros tendrán que empezar a valorar sus servicios de análisis y asesoramiento a clientes, es decir, ponerles un precio fijo. Como habíamos visto antes de Mifid, el servicio de análisis era un ingreso variable porque dependía del tamaño de las órdenes recibidas y de la satisfacción de los gestores.

Ahora este servicio se hace “tangible” por describirlo de alguna manera y es muy difícil de valorar porque depende una serie de factores: elaboración de complejos modelos financieros, asesoramiento por parte del analista, servicio prestado por el equipo de ventas, calidad de los informes y trato general y continuado por parte de la empresa.

Al tratarse de un servicio muy complicado de valorar y cuantificar supone una dificultad añadida para los brókeres. En el caso de Fidentiis y Numis más adelante explicaremos como han valorado sus servicios.

En cuanto a comisiones, la separación de ambas sigue siendo idéntica, pero se ha introducido una nueva variación, el llegar a un acuerdo entre los intermediarios y los gestores para negociar un presupuesto anual para ver cuánto tendrán que pagar los gestores por el servicio de análisis. ¿Esto qué significa?, que hay disponible un menor presupuesto para análisis en las gestoras, lo que desemboca en un pago solo a los mejores proveedores de análisis.<sup>11</sup>

---

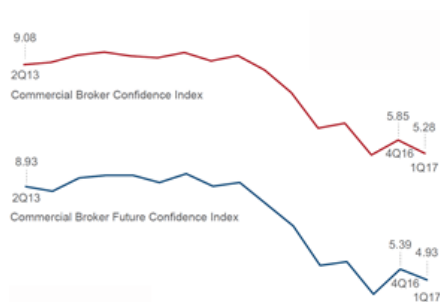
<sup>11</sup> Apartados formulados a partir de las siguientes fuentes: Hogan lovells(2018). Achieving best execution under MiFID II. [online] Disponible en: <https://www.hoganlovells.com/en/blogs/fision/achieving-best-execution-under-mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] , Hogan lovells(2018). MiFID II. [online] Disponible en: <http://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Hogan lovells(2018). MiFID II. [online] Disponible en: <http://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Image-src.bcg.com. (2018). [online] Disponible en: [http://image-src.bcg.com/Images/MiFIDPreparationWithoutDelay\\_tcm9-37033.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/MiFIDPreparationWithoutDelay_tcm9-37033.pdf) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Este nuevo sistema supone un grave problema para los brókeres e intermediarios ya que no tienen la estructura de capital de un gran banco de inversión. Estos bancos suponen una gran competencia para los especialistas de pequeño y mediano tamaño, ya que les ponen presión reduciendo considerablemente el precio de su servicio de análisis, según Morris (2018).

El tercer punto a tratar es el servicio de ejecución de órdenes de compra venta de acciones. Antes de Mifid, los clientes les mandaban las ordenes a los intermediarios que ellos consideraban que les daban el mejor servicio recompensándoles por ello.

Con Mifid I entraron en juego los “dark pools”, como ya hemos visto en el capítulo anterior, pero ahora el servicio de ejecución toma un giro radical con la creación de la cláusula de mejor ejecución. Según el regulador europeo, los mejores ejecutores de órdenes a partir de ahora son los grandes bancos de inversión por su estructura de capital que les permite tomar riesgos en caso de que no se ejecuten y por sus sistemas informáticos altamente sofisticados que las ejecutan al instante y calculan todo tipo de precios y variaciones en el mercado al segundo. Esta cláusula supone un duro revés para los brókeres porque si ya habían notado una bajada del volumen con Mifid, con Mifid II el volumen de órdenes se reduce aún más puesto que otra gran parte de estas solo podrán ser procesadas por los grandes bancos.<sup>12</sup>

**Gráfico 12:** Evolución nivel de confianza de los *brokers* 2013-17



**Fuente:** Rebny (2017)

<sup>12</sup> Tesis basada en las siguientes fuentes: Allenoverly.com. (2018). MiFID II: questions remain - Allen & Overy. [online] Disponible en: <http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Mifid-II-Questions-remain.aspx> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], AURIGA MIFID. (2018). MiFID II: regreso de los analistas estrella y recortes en el research - AURIGA MIFID. [online] Disponible en: <http://aurigamifid.com/mifid-ii-regreso-los-analistas-estrella-recortes-research/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Autobahn.db.com. (2018). [online] Disponible en: [https://autobahn.db.com/microSite/docs/GMS\\_MiFID2Examined\\_5\\_ResearchUnbundling.pdf](https://autobahn.db.com/microSite/docs/GMS_MiFID2Examined_5_ResearchUnbundling.pdf) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Bancosantander.es. (2018). Información en español - Banco Santander. [online] Disponible en: <https://www.bancosantander.es/es/espacio-mifid/informacion-en-espanol> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Se podría decir que algunos brókeres dan un gran servicio de análisis y asesoramiento, pero representan una cantidad mínima. No reciben tanta compensación como antes porque están obligados a valorar su servicio de análisis, presupuestar una cantidad total por cliente al inicio de año que suele tender a la baja y una reducción en gran medida de las ordenes de ejecución.

Ahora vamos a entrar a analizar otro aspecto que no hemos comentado anteriormente en ningún caso que cambia con Mifid II, los costes tanto de los brókeres como de las gestoras. Mifid hace un inciso en el pago de sueldos variables a los empleados en intermediarios financieros. Antes de Mifid II, los intermediarios tenían una estructura muy simple de remuneración a empleados, se les pagaba un sueldo fijo al mes que se situaba en torno a la media del sector y un bonus variable a final de año que variaba en función del resultado del ejercicio obtenido.

En el ámbito profesional se tienen que dar incentivos a los empleados para motivarles y sacar su mejor rendimiento y una forma para ello es dándoles una compensación variable que les premie. Es una ventaja competitiva de las pequeñas firmas, ofrecen un sueldo fijo en línea con el mercado y un bonus variable muy alto que a veces ha llegado a triplicar o cuadruplicar el sueldo fijo. Y otro dato importante a tener en cuenta es que dicha compensación se transfiere directamente a la cuenta bancaria de cualquier empleado, teniendo ese dinero a su disposición de inmediato.<sup>13</sup>

Por eso mismo el incentivo por rendimiento es muy alto en este tipo de empresas, lo que produce un sentido de identidad y pertenencia a la empresa.

Durante la etapa anterior a la crisis, en muchas compañías se pagaban cantidades astronómicas de bonus variable que se daban a directivos por su gran gestión cuando a lo mejor la compañía estaba teniendo serios problemas financieros, véase “Lehman Brothers”, un banco de inversión americano que quebró y dio origen a la gran crisis económica de 2007. Su presidente se llevó a casa más de 300 millones de dólares.

---

<sup>13</sup> Tesis formulada a partir de las siguientes fuentes: Institutional Investor. (2018). How to Make Money Selling Equity Research. [online] Disponible en: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1505qfk6g1657/how-to-make-money-selling-equity-research> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], InvertirEnBolsaWeb.net. (2018). La directiva MiFID y los brokers regulados - InvertirEnBolsaWeb.net. [online] Disponible en: <https://www.invertirenblogsweb.net/la-directiva-mifid-y-los-brokers-regulados/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] e Invescoperpetual.co.uk. (2018). - Invesco. [online] Disponible en: <https://www.invescoperpetual.co.uk/uk/resources/frequently-asked-questions-mifid-11> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Gómez Abajo (2018) opina Mifid II quiere limitar esos problemas, poniendo un tope al bonus variable de máximo una vez el sueldo fijo y en ocasiones dos veces el sueldo fijo, bajo aprobación unánime de la junta de accionistas. Esta restricción puede servir de punto de partida para una ventaja competitiva de los grandes bancos de inversión sobre las pequeñas firmas por su poder de atracción del talento.

Según diversas fuentes del Financial Times, esta acción limita los márgenes de ingresos puesto que la base de costes se hace más grande. Los grandes bancos de inversión tienen un poderío económico mucho mayor y esta limitación les da la oportunidad de ofrecer un sueldo mucho mayor a los empleados de las pequeñas firmas y tentarles con grandes ofertas.

Aunque es verdad que el movimiento de empleados entre competidores va a suceder, los sueldos que se ofrecen en los grandes bancos de inversión tienen trampa. El sueldo variable no es totalmente dinero en efectivo, sino que también incluyen acciones de la propia empresa. Para explicarlo mejor, usaremos un ejemplo de un sueldo de un socio de una de las grandes compañías antes de la implantación de Mifid II. Su sueldo base fijo anual probablemente ronde los 200,000-300,000 euros. Su sueldo variable digamos que suma un total de 2,5 millones de euros. De estos 2,5 millones, solo el 20% es en efectivo y el resto son acciones de la compañía que no se pueden vender hasta pasados un periodo mínimo de cinco años, donde entonces se podrán empezar a vender al 25% anualmente.

Es decir, la empresa atrapa a sus empleados. Si cualquier empleado decidiese vender esas acciones antes de tiempo, perdería todo su sueldo variable por las cláusulas de contrato. Estas condiciones generan el denominado efecto “lock-up”.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Apartados y ejemplos formulados a partir de las siguientes fuentes: Estrategiasdeinversion.com. (2018). Análisis de Mifid 2 en brokers | Estrategias de Inversión. [online] Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/mifid-ii-permite-al-inversor-operar-en-un-mercado-n-392469> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Expansión. (2018). Mifid II y el asesoramiento financiero. [online] Disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/el-inversor-consciente/2017/11/23/mifid-ii-y-el-asesoramiento-financiero.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Financialmarketstoolkit.cliffordchance.com. (2018). Financial Markets Toolkit | MiFID2 and MiFIR. [online] Disponible en: <https://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com/en/topic-guides/mifid2-and-mifir.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018], Forbes.com. (2018). Forbes Welcome. [online] Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/gauravsharma/2018/01/15/mifid-ii-will-put-pressure-asset-managers-fees-and-increase-competition/#3d5d60ad7ab0> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018] y Funds People. (2018). MiFID II: las gestoras se posicionan con respecto a qué hacer con los costes de research. [online] Disponible en: <https://es.fundspeople.com/news/mifid-ii-las-gestoras-se-posicionan-con-respecto-a-que-hacer-con-los-costes-de-research> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

**Tabla 2:** Resumen de puntos críticos antes y después de Mifid II

Análisis y asesoramiento		Ejecución		Costes variables	
Antes	Después	Antes	Después	Antes	Después
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobro de comisiones en conjunto a la comisión de ejecución</li> <li>• Ingreso variable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valorar el servicio prestado</li> <li>• Negociar con cliente un presupuesto a principios de año</li> <li>• Ingreso semifijo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cobro de comisiones en conjunto a la comisión de análisis</li> <li>• Ingreso variable</li> <li>• Depende del volumen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Política del mejor ejecutor</li> <li>• Dark pools</li> <li>• Pérdida de volumen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unido puramente a los resultados del año</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Límite de dos veces el sueldo fijo</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de Mckinsey (2017)



## 5. El caso de Fidentiis Equities



Toda la información de este apartado ha sido extraída de las entrevistas a Pérez-Pla, Casal-Ribeiro y Martínez (2017 y la web corporativa de Fidentiis Equities.

Dicha empresa es una sociedad de valores española que lleva operando en el mercado desde el año 2003. Surgió a partir de la unión de dos ex-socios de Citigroup en Madrid, dando lugar a uno de los brókeres independientes más importantes de España.

Según la página web de la CNMV una sociedad de valores es *una empresa de servicios de inversión autorizado por el Ministerio de Economía, cuyas principales funciones son: Intermediación de productos financieros, gestión de carteras de activos financieros y asesoramiento financiero a clientes.*

Ahora definiremos el tipo de clientes al cual asesora Fidentiis Equities. Se denominan inversores institucionales y son los siguientes: fondos de pensiones, fondos a largo plazo, “hedge funds”, compañías de seguros y bancos con carteras industriales.

### 5.1 Historia de la empresa

Dicha empresa surge en el 2003 con un equipo de unas 20 personas cuyo objetivo claro era ser líderes en cuanto a servicio de análisis de empresas que cotizasen en el mercado español y portugués. Inicialmente tenía tres departamentos: análisis, ventas y ejecución y “back office”, que no es más que el departamento que se encarga de toda la gestión interna de la empresa.

Dicha estructura se mantuvo más o menos intacta de 2003 a 2008, llegando a recaudar más de 25 millones de euros, con una plantilla de solo 20 personas, unos ratios de generación de ingresos por persona muy altos para la industria.

En 2007 cuando llegó la crisis, los socios decidieron diversificar su negocio para evitar tener efectos muy adversos en términos de ingresos, dando lugar a Siitnedif, Fidentiis al revés. Siitnedif es una gestora de fondos que invierte a corto, medio y largo

plazo en acciones y productos financieros en el mercado español y portugués. Actualmente ha pasado a denominarse Fidentiis Gestión y gestiona alrededor de 300 millones de euros con su fondo “Tordesillas” como uno de sus mejores productos.

A parte de dar pie a una gestora de fondos, se creó el departamento de ECM (*Equity Capital Markets*), una rama que se nutre del servicio de análisis y ventas, pero que se dedica a colocar grandes paquetes de acciones, salidas a bolsa y ampliaciones de capital. Desde entonces el departamento de ECM acumula decenas de grandes transacciones como la entrada de Bill Gates en FCC, la salida a bolsa de AEDAS homes y Unicaja, la ampliación de capital del Banco Popular y colocaciones de grandes paquetes de acciones de inversores privados, entre otras muchas.

La firma consiguió atravesar la crisis sin despedir a ningún miembro de su plantilla y además reforzó su posición de líder en el mercado español aún más. De los cambios más recientes, han sido la apertura de una oficina de Fidentiis en Milán, Italia, la creación del negocio de Fusiones y Adquisiciones y el de Renta Fija.

En 2017 la distribución de ingresos fue la siguiente: Fidentiis Gestión (21%), Fidentiis Capital (5%), Fidentiis Italia (14%), ECM (21%), Renta fija (7%), análisis y ejecución en España (32%).

## 5.2 Principales líneas de negocio

- **Análisis:** uno de los departamentos más importantes de la firma, clave a la hora de añadir valor a las recomendaciones de inversión. El departamento consta de nueve empleados, un socio que dirige el departamento y analista al mismo tiempo y un equipo de ocho analistas, cada uno especializado en un sector distinto. Su función es analizar compañías y predecir futuros movimientos en el precio de las acciones para así hacer recomendaciones de compra, venta o de mantener acciones.
- **Ventas:** otro de los departamentos, que, junto a análisis, constituyen la base principal de ingresos de la firma. El equipo está formado por un total de cinco ventas que hablan con clientes españoles, ingleses, italianos, franceses y Estados Unidos. Son los que mantienen un contacto diario con clientes para asesorarles en

inversiones y comunicarles nuevas ideas que se van generando en el departamento de análisis.

- **Ejecución:** se podría incluir dentro del departamento de ventas, pero su función es distinta. Ellos ejecutan las ordenes entrantes por parte de los clientes y realizan el denominado “high-touch” trading, que consiste en cruzar ordenes, es decir, buscar un comprador, buscar un vendedor y juntarles a los dos para generar una transacción y cobrarles una comisión. El equipo está formado por cuatro personas.
- **Renta Fija:** una de las líneas de negocio más recientes. Está constituido por tres personas que actúan de intermediarios en transacciones de bonos de empresas, de países y de letras del tesoro. Es un departamento muy reciente y es muy similar al de ventas. Los tres empleados hablan con clientes para asesorarles en inversiones de renta fija y su principal fuente de ingresos es el cobro de comisiones por cada orden que reciban.
- **Back Office:** se podría llamar el órgano de gestión interna de la firma. En este departamento se juntan distintas funciones: finanzas, contabilidad, administración, informática, fiscal, legal y liquidación de órdenes. Hay un total de nueve empleados, y aunque a priori ellos no estén en contacto directo con el mercado, su función es primordial para la correcta gestión de la firma. La persona encargada del departamento legal es de vital importancia para evitar cualquier tipo de información privilegiada entre departamentos.
- **ECM:** En mercados de Capital hay dos empleados, un socio y una analista senior. Aunque sea una plantilla muy reducida, tiene su explicación. El departamento de mercados de capital en realidad está formado por todo el departamento de análisis, ventas y ejecución añadiendo los dos empleados de Mercados de Capital.
- **Fidentiis Capital:** el departamento de fusiones y adquisiciones de la empresa, con un equipo formado por cinco empleados, dos socios y tres empleados. Es un departamento muy reciente.

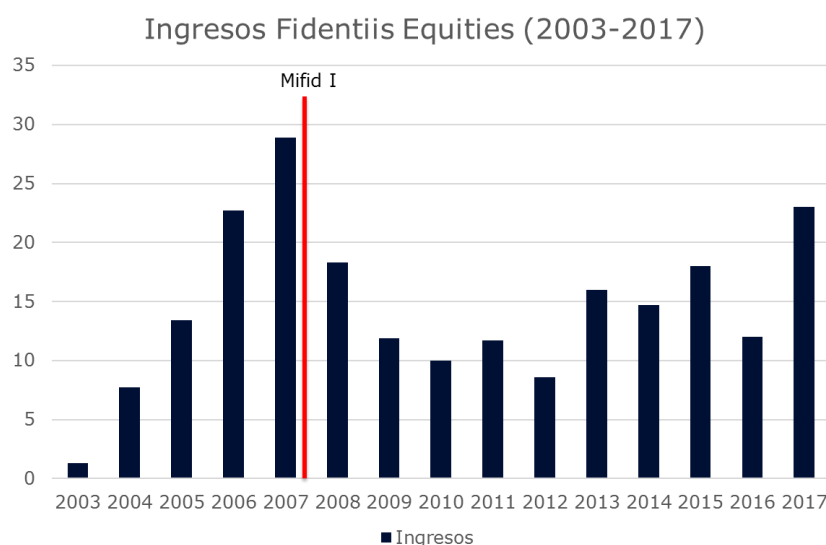
Todos ellos trabajan conjuntamente, ya sea valorando posibles entradas a ampliaciones de capital o salidas a bolsa o preparando colocaciones de acciones. Lo veremos más adelante, pero este departamento es la gran esperanza de la firma para mitigar el efecto de Mifid II en la base de ingresos de la firma ya que las comisiones que cobran en esta área son mucho mayores que en ejecución.

Este departamento se encarga de colocar grandes paquetes de acciones fuera de mercado (porque si no al comprar o vender grandes cantidades de acciones en el mercado, el precio de la acción subiría o bajaría de precio en gran medida), realizar ampliaciones de capital de empresas cotizadas españolas y sacar a bolsa nuevas compañías. Previamente hemos comentado algunas de las transacciones más importantes que ha hecho dicho departamento.

- **Fidentiis Gestión:** la gestora de fondos del grupo. Empezó a operar durante la crisis como objeto de diversificación de la firma. Actualmente está formada por un total de trece empleados entre los que diferenciamos a un gestor para la cartera Ibérica, es el socio senior, un gestor de estrategia internacional, un gestor financiero, tres analistas senior, un responsable de riesgos, dos desarrolladores de negocio, dos analistas y una persona encargada del departamento legal. En cuanto a productos de inversión, la gestora tiene un total de quince fondos, entre los cuales encontramos fondos de inversión en acciones españolas y portuguesas, en grandes tendencias del mercado, en acciones europeas, globales y financieras. El año pasado el fondo Tordesillas marcó una rentabilidad anual del 20%.

Ahora que hemos explicado las distintas áreas de negocio de la firma, entraremos a analizar más en detalle los estados financieros de la firma para luego establecer cómo afectará Mifid II a dichos flujos. Además, explicaremos el punto de vista de tres de sus socios fundadores sobre el futuro que les aguarda a ellos y al mercado español.

**Gráfico 13:** Evolución Ingresos Fidentiis Equities 2003-2017 (M €)



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la web de Fidentiis Equities (2018) y SABI

### 5.3 El impacto de Mifid II en Fidentiis

Para Fidentiis Mifid II supone un antes y un después en su historia ya que varios puntos de su negocio se verán afectados gravemente. Como dice Enrique Pérez-Pla, presidente de Fidentiis, “Mifid va a suponer un cambio radical para la industria de los servicios financieros y por algunas empresas viene un aviso de “profit warning” de casi el 100% de la cifra de negocio”. Las principales preocupaciones de la firma son las siguientes:

- Por primera vez en su historia, hay que valorar el servicio de asesoramiento
- Que muchos partícipes de los fondos vean el coste del análisis por primera vez y decidan desinvertir su dinero de los fondos porque consideran que la gestora se gasta demasiado dinero en comisiones a intermediarios.
- Perder una parte muy importante del negocio de ejecución
- Que las nuevas tarifas de análisis sean rechazadas por los clientes

Comenzaremos analizando cada uno de los puntos críticos que acabamos de mencionar en detalle haciendo referencia a los puntos de vistas y opiniones de los propios socios de la firma.

Como ya mencionamos anteriormente, Mifid 2 obliga a las casas de análisis a valorar su servicio por primera vez en su historia, convirtiendo un ingreso variable en un

ingreso semifijo o fijo puramente. Pérez-pla opina que este cambio en este servicio llevará a desencuentros entre las casas de análisis y sus clientes puesto que estos últimos podrán exigir un servicio más barato porque por primera vez pueden tener una idea de en qué franja de precios se mueve el mercado.

Según él, a la hora de realizar un “pricing” adecuado del servicio hay que tener en cuenta la granularidad del servicio hasta ahora, es decir, cuantos clientes están pagando por tus servicios para calcular mediante ponderaciones el precio a pagar por cada paquete. En el caso de Fidentiis, los nuevos paquetes de servicios son dos: premium y “read only”.

En el primer caso, el coste por contacto varía entre los 75.000 y 100.000 euros, proporcionando al cliente acceso completo a todo tipo de informes, notas del día, contacto y llamadas con los analistas y un servicio mucho más personalizado. Es decir, si un cliente de Fidentiis tiene a tres personas en contacto constante con la firma, pagarán esa cifra por cada contacto. Según Pérez-Pla, el objetivo de Fidentiis es asegurarse de que poseer cien contactos que estén dispuestos a pagar el servicio *premium*. Dentro de este paquete, existe la posibilidad de pagar 50.000 euros solo para un servicio completo sobre compañías cotizadas de pequeño tamaño, las denominadas “*small caps*”. Otra variación es que, si el cliente solo quiere un servicio completo para un sector en concreto, véase bancos, empresas de seguros, energéticas, etc el coste será de 25.000 euros por contacto. Como podemos observar, este paquete es muy personalizado y contiene todas las ventajas del servicio de cobertura de Fidentiis.

El segundo servicio, “*read only*”, es un servicio mucho más básico, con un coste de 25.000 euros por contacto. Este paquete solo da acceso a los informes de noticias de cada mañana y a la librería de Fidentiis desactualizada, es decir, si un analista acaba de redactar un informe con una nueva recomendación de inversión sobre una empresa cotizada española o portuguesa, el cliente no podrá acceder al informe nuevo hasta que haya transcurrido un tiempo determinado.

Este servicio está diseñado para dar una cobertura básica a aquellos clientes que en el pasado no han representado una gran fuente de ingresos para la firma. Dentro de este paquete existe la posibilidad de pagar por servicios individuales cuando el cliente lo solicite, pagando por dichos servicios en el momento de solicitud. Este servicio se llama “*pay as you go*”.

Como podemos observar, la valoración de Fidentiis de sus servicios de análisis parece óptima para seguir manteniendo su cifra de negocio. Pérez-Pla realiza un apunte en este apartado, diciendo que la valoración de estos servicios puede ser beneficioso para la firma, pero esto constituye un riesgo alto a la hora de negociar con sus clientes. Pablo Martínez, socio de la firma explica este problema con un ejemplo muy claro. “Gestora X”, la gestora de fondos de un banco comercial español ha sido de mis mejores clientes durante toda mi vida, llegando a ser nuestro mejor cliente en España durante estos últimos años. Ellos nos pagaban en torno a 700.000 euros al año en comisiones, una cifra muy alta. Con la entrada en vigor de Mifid II, vamos a tener que negociar con ellos hasta el último céntimo cuando antes no pasaba y pasarán de pagarnos 700.000 euros a 400.000 euros al negociar con todos sus contactos”.

Otro de los riesgos presentes en España en general es que los inversores extranjeros tienen una cantidad muy reducida de su cartera invertida en España, en torno al 10% del total. Si ahora ellos encuentran los precios tasados por los intermediarios abusivos o demasiado altos, podrían solamente pagar a un intermediario o negarse a pagar dicha cifra para obtener rentabilidad a solo el 10% de su cartera global.

## 5.4 Servicio de ejecución y cambio de sueldos en variable

Quizás el servicio que sale más dañado de este nuevo paquete regulatorio es el de ejecución. De hecho, muchos profesionales de la industria financiera opinan que estamos ante el fin de este sector porque los robots y sistemas informáticos sustituirán a los empleados que ahora se encuentran detrás de los monitores.

Para este apartado decidimos entrevistar al socio responsable del servicio de ejecución de Fidentiis Equities, Francisco Casal Ribeiro. Según el, Mifid II es un nuevo paradigma para este sector por lo que produce en los partícipes de los mercados, no específicamente en los mercados. Es decir, Mifid II busca regular los mercados financieros, pero no entra directamente en cómo funcionan los mercados la hora de comprar y vender productos financieros.

Casal Ribeiro opina que Mifid II ha dado origen a nuevas plataformas de servicios de ejecución que van a hacer mucho daño a intermediarios como ellos mismos y al mercado en sí. Antes del cambio regulatorio, la mayoría del volumen de transacciones se concentraba en el mercado. Del mismo participaban cientos de firmas que ofrecían servicios de ejecución para los inversores y todas estas firmas registraban grandes cantidades de ingresos debido a la cobra de comisiones.

Después de la crisis y con Mifid II se ha establecido la denominada “política del mejor ejecutor” donde Mifid II considera que los mejores ejecutores de transacciones por infraestructura y por servicio son los grandes bancos de inversión. Esta cláusula genera un efecto de exclusividad para crear un denominado “lobby” financiero. Un *lobby* según la RAE es *un colectivo con intereses comunes que pretende influir en las administraciones públicas con el fin de favorecer sus propios intereses*.

Según Casal-Ribeiro esta cláusula que genera exclusividad para los grandes bancos de inversión han desembocado en grandes inversiones en tecnología por parte de estos bancos para dar respuesta a esa subida de volumen tan considerable que tendrán cuando Mifid II se ponga en vigor. Casal-Ribeiro comenta que firmas como Fidentiis no pueden competir en términos de capital contra estos monstruos, como el los denomina, lo que les expulsa del mercado automáticamente ya que sus equipos informáticos no son los más rápidos y no captan volumen suficiente como para generar dinero en esta área. Casal-Ribeiro opina que, si en el futuro no son capaces de dar una respuesta a este problema, el



departamento de ejecución se convertirá en una línea de negocio que supone un centro de costes y no de negocio, lo que desembocaría en despidos en este departamento o la recolocación de la plantilla en otras áreas.

Según él, queda un resquicio de esperanza para ellos, el denominado *high-touch trading*. Este servicio de ejecución consiste en cruzar operaciones en el mercado, es decir, juntar a un comprador de acciones y a un vendedor y crear una transacción. En este tipo de transacciones la comisión que se cobra es mucho mayor a una transacción simple. En la firma confían en que puedan generar negocio a partir de esta área.

Otro de los focos que hemos mencionado anteriormente es la limitación de sueldo variable a dos veces el sueldo fijo. Los costes fijos son los que varían en este caso, no los ingresos. Una de las ventajas competitivas de Fidentiis frente a los grandes bancos de inversión a parte de su servicio especializado en el mercado español y portugués es el sueldo variable que paga a sus empleados en forma de un *bonus*. Pablo Martínez comenta que “en esta empresa se han llegado a ver *bonus* de hasta cinco o seis veces el sueldo fijo”.

El sueldo variable es la mejor forma de motivar a los empleados ya que se les premia por su contribución a la obtención de beneficios y se les mantiene trabajando a pleno rendimiento sabiendo que si la empresa no factura tanto como antes, ellos no reciben tanto sueldo variable. Otro de los apuntes importantes en este apartado es el hecho de que Fidentiis paga el *bonus* al contado sin ningún tipo de contrato o formas extrañas de pago. Los grandes bancos de inversión pagan el sueldo variable en acciones y limitan la venta de estas mediante un contrato que produce el denominado efecto “lock-up”. Este efecto ya lo explicamos en el capítulo 4. En la firma son optimistas con este apartado ya que, aunque estén limitados en sueldo variable y se vean obligados a incrementar el sueldo fijo de su plantilla, seguirán conservando esa ventaja competitiva de pagar al contado el sueldo variable.

En términos de números, según Pérez-Pla la firma presenta una cifra de seis millones de euros de costes fijos anuales. Su cifra de ingresos en servicios de ejecución y análisis previa a Mifid II era un total de diez millones de euros, lo que les proporcionaba un beneficio anual de cuatro millones de euros. Si analizamos más en detalle, de esos diez millones de euros siete provenían de los servicios de ejecución y tres millones de cheques bancarios que pagaban los servicios de análisis de la firma. Con Mifid II y teniendo en

cuenta todo lo que hemos analizado de los servicios de ejecución, análisis y la variación en costes fijos, la cifra de negocio en servicios de ejecución está previsto que disminuya a dos millones de euros y la cifra en cheques bancarios aumentará a casi seis millones de euros. En total, 7,8 millones de euros, una disminución de la cifra de negocio en 2,2 millones. Esto supone una pérdida de transparencia para la firma en términos de flujo de mercado y un aumento de incertidumbre ya que no saben con exactitud cuánto les están pagando sus clientes por los servicios de análisis. Este fenómeno que hemos enunciado en numerosas ocasiones supone un paradigma para el negocio de Fidentiis ya que todo cambia por completo.

En recientes contactos con la empresa, los acuerdos llegados con los clientes suman un total de cinco millones de euros, dos por debajo de los esperado inicialmente.

## Capítulo 6: El caso de Numis Securities



Toda la información de este apartado está extraída de la entrevista a Paine (2017) y la web corporativa de Numis Securities.

Dicha firma es considerada como el primer bróker independiente y el primer proveedor de capital para compañías cotizadas en el mercado inglés. Dicha compañía cotiza en FTSE 1000, el mercado inglés, tiene oficinas en Londres y Nueva York y tiene una plantilla de unos 200 trabajadores aproximadamente.

Numis es similar a Fidentiis en cuanto a sus líneas de negocio, aunque hay que considerar que el mercado inglés funciona de manera distinta al español, por eso hay líneas de negocio que no se ven muy a menudo en España que tienen Numis y le proporcionan un colchón financiero para evitar sustos. Antes de desarrollar dichas líneas entraremos a analizar la historia de la firma.<sup>15</sup>

### 6.1 Historia de la empresa

La firma fue fundada en 1993 con el nombre de “Hemsely & Co Securities” ya que el nombre del fundador es Oliver Hemsley. Se juntó a a Raphael Zorn para formar juntos RZH Ltd, la primera firma consolidada. Desde 1993 en adelante la firma RZH Ltd se introdujo en el mercado del “Corporate Finance” después de que el mercado inglés de Lloyds se abriese a la entrada de capital en los mercados. Desde que Lloyds, un banco inglés de gran reputación, realizó esta apertura, RZH Ltd se convirtió en el primer asesor del mercado de capitales para Lloyds, lo que hizo ganarse gran fama dentro del sector financiero inglés y que empezase a asesorar a clientes en grandes proyectos de fusiones ya adquisiciones y en salidas a bolsa.

---

<sup>15</sup> Formulado con las siguientes fuentes: Numiscorp.com. (2018). MIFID II. [online] Disponible en: <https://www.numiscorp.com/x/mifid2.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018],

A partir de 1996 y 1998 la firma empieza a cotizar en el mercado londinense y lanza una campaña de captura de talento muy potente para potenciar su negocio de ventas de derivados y valores. En el año 2000, con la entrada del nuevo siglo la empresa pasa a llamarse Numis Securities e incorpora a su negocio otras tres firmas independientes de menor tamaño para consolidar su negocio de banca de inversión y de análisis de mercados. En el 2004 se internacionaliza abriendo una oficina bajo el nombre de NSI en Nueva York, Estados Unidos con el objetivo de incorporarse al mercado neoyorquino y trasladar su conocimiento y experiencia en el mercado inglés al americano.

El periodo de crisis les sirvió para consolidarse en el mercado inglés, llegando a ser considerados el mejor asesor y empresa de banca de inversión para las empresas de pequeño y mediano tamaño en Reino Unido. En 2016 su número de clientes institucionales aumenta a un total de 150 y su negocio de gestión de activos consigue recaudar dos billones de libras. Al final de 2017 se produjo el relevo de la presidencia ejecutiva de su fundador Oliver Hemsley, después de 25 años al cargo de la empresa.

## 6.2 Principales líneas de negocio

- **Análisis:** al igual que en Fidentiis, Numis se especializa en el análisis de valores de compañías cotizadas en el mercado inglés, con una pequeña diferencia. El principal tipo de empresa que analizan son las denominadas pequeñas y medianas empresas, que no las famosas “pymes”, sino empresas con la capitalización más pequeña del mercado. Esto les permite especializarse mucho más en el mercado y llegar incluso a asesorar a estas compañías en sus planes estratégicos o en futuras transacciones de mercado. Su plantilla ronda los 40 analistas. Los ingresos en esta área vienen por el cobro de comisiones de asesoramiento a clientes en ideas de inversión y análisis de compañías.
- **Ventas:** al igual que en Fidentiis, de nuevo, Numis tiene un servicio de cuatro grandes mesas de un equipo de ventas encargados de contactar con sus clientes a diario. Tienen todo tipo de clientes institucionales, desde grandes gestoras de fondos como Blackrock a pequeñas *family offices* con un pequeño volumen bajo gestión. Los ingresos en esta área provienen de las comisiones de ejecución recibidas a partir del volumen de transacciones recibido a diario. Son un equipo de 30 ventas aproximadamente.

- **“Broking corporativo”**: este es el negocio que Fidentiis no tiene por una mera cuestión de regulación financiera en el mercado inglés y por su estructura. Para entender primero a que se dedica esta área, se podría definir como un equipo de analistas muy especializados en sectores determinados, que llegan a asesorar a las empresas que analizan para mejorar su cotización en bolsa, hacer grandes transacciones de fusiones y adquisiciones, planes estratégicos, mejorar su estructura en términos de eficiencia y productividad, etc. Se podría denominar como un área de consultoría y banca de inversión al mismo tiempo. Se define por proyectos y esta área permite a Numis tener una visión más clara de ingresos fijos a futuro, proporcionándole un colchón financiero en caso de que sus otras líneas no generen tantos ingresos. Es el área más grande de la firma, con un total de 50 empleados.

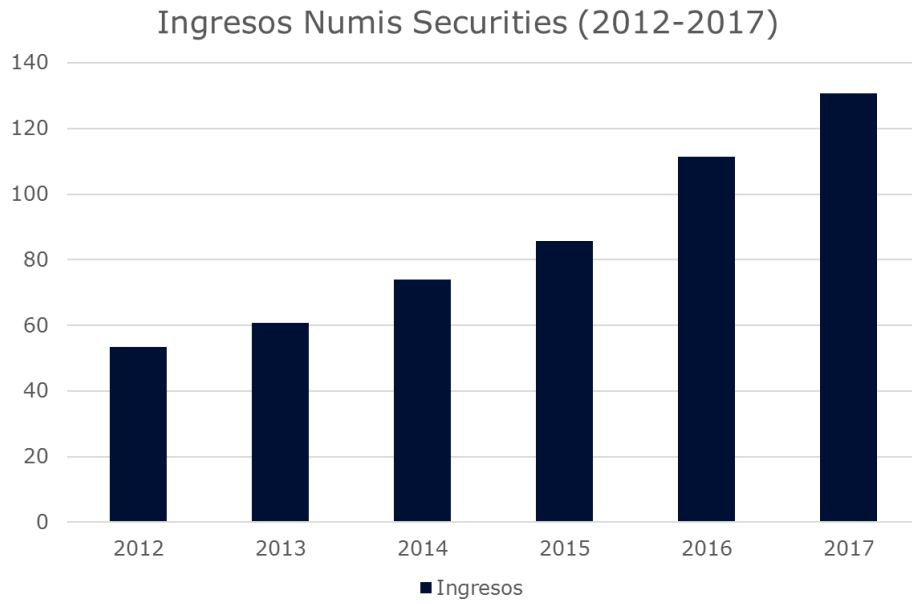
Este negocio es su gran fuente de diferenciación del resto de sus competidores. En esta área los ingresos provienen de acuerdos con compañías cotizadas para analizar y predecir futuros movimientos en sus estados financieros y asesorarles en cualquier proyecto futuro relacionado con los mercados financieros, nutriendo de proyectos y operaciones a sus otras líneas de negocio.

- **Gestión de fondos para clientes privados**: es una línea de negocio que se dedica a dar acceso y asesorar a sus clientes corporativos a inversores *retail*. Por clientes corporativos nos referimos a pequeños fondos de inversión, gestores de fondos privados, pequeños *family offices* y pequeñas instituciones. Los inversores *retail* acumulan una base de fondos de en torno a 600 millones de libras, pudiendo ofrecer vías de financiación a pequeños inversores. La base de ingresos en esta área proviene de firmas de contratos de asesoramiento con clientes. Esta área está formada por uno 20 empleados.
- **Gestora de fondos**: un negocio que ya se considera clásico en el mundo de los mercados financieros. Consiste en gestionar el patrimonio de clientes y obtener una rentabilidad anual invirtiendo en distintos productos financieros del mercado. Actualmente gestionan cerca de dos billones de libras, con una rentabilidad anual

de en torno al 9% (dato 2016). El equipo de su gestora es de un total de 20 empleados.

Junto con la oficina de Nueva York, el equipo asciende a un total de 200 empleados aproximadamente.

**Gráfico 14:** Evolución ingresos Numis Securities 2012-2017 (M£)



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la web corporativa de Numis (2018)

### 6.3 El impacto de Mifid II en Numis Securities

Para analizar el impacto en los estados financieros de Numis y en su actividad entrevistamos a una de las managers del área de *Broking* corporativo, Vicki Paine. Cabe recordar que Numis es líder en el mercado inglés, con lo cual tiene una mejor predisposición financiera ante la regulación nueva que Fidentiis.

Empezando por el área de análisis, Paine dice que a la hora de tener que valorar sus servicios de análisis, harán ponderaciones por cliente en función de la cantidad de comisiones que hayan pagado en los últimos cinco años y en base al resultado, negociar con ellos el precio por contacto, como hacía Fidentiis. Paine opina que Numis no sufrirá un gran impacto de Mifid II en esta área porque están muy bien posicionados respecto al mercado. Ellos al basar su análisis en compañías cotizadas de pequeño o mediano valor, no tendrán mucha competencia de los grandes bancos de inversión (al estar estos focalizados en los grandes valores del mercado inglés).

Esto hará que sus clientes sigan acudiendo a ellos a la hora de invertir en este tipo de empresas donde son especialistas. Paine remarcó la importancia del *Broking* corporativo como fuente de ingresos. En Inglaterra las empresas como Numis o cualquier firma que analice una compañía cotizada cobra a las empresas cotizadas por los servicios de análisis. En España esa situación no ocurre. De esta forma Numis empieza el año con unos ingresos fijos, lo que les proporciona cierta estabilidad.

Si entramos a analizar el efecto de Mifid II en el servicio de ejecución en Numis, Paine remarcó la preocupación de su firma en esta área, puesto que, aunque tengas una gran base de clientes y una posición privilegiada, la inversión de capital necesaria en herramientas tecnológicas es muy alta. Paine decía que ellos no podían permitirse esa inversión tan alta y que probablemente en el futuro, los servicios de ejecución sean llevados a cabo por robots en su totalidad. Numis espera una caída de volumen de comisiones, pero esperan poder amortiguar esa caída con subida de negocio en otros departamentos.

En cuanto al límite de sueldos variables, Paine no se mostró especialmente preocupada porque están muy bien posicionados en liquidez. Según ella, la empresa espera incrementar los sueldos fijos en los próximos años si observa una fuga de talento a otras empresas que puedan pagar salarios mucho más altos. Paine tampoco se mostraba

muy preocupada porque los jóvenes talentos hoy en día aspiran a trabajar en nuestra firma antes que un gran banco de inversión, según su punto de vista.

**Gráfico 15:** Comparación de medidas entre Fidentiis y Numis en los puntos clave

Medidas Mifid II	
Fidentiis	Numis
<ul style="list-style-type: none"> <li>Análisis: 2 paquetes – Premium (75,000-100,000 euros por contacto) y Read only (25,000 por contacto)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Análisis: media ponderada por cliente en función de cantidades pagadas pasadas con reducción del 10%</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ejecución: esperanzas puestas en el "high touch trading"</li> <li>Esperan pérdida grande en volumen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ejecución: sin provisiones de grandes pérdidas de volumen</li> <li>Broking corporativo clave</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Costes Variables: no esperan una subida muy fuerte en costes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Costes Variables: no esperan una subida muy fuerte en costes</li> </ul>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos y respuestas de las entrevistas a Pérez-Pla (2017), Martínez (2017, Casal-Ribeiro (2017) y Paine (2017).

**Gráfico 16:** Análisis SWOT de Fidentiis Equities y Numis Securities



**Fuente:** Elaboración propia a partir de entrevistas a Pérez-Pla (2017) y Paine (2017)



## **7. Conclusiones**

### **I. Mifid II, ¿Qué es? ¿Por qué se implanta? ¿Qué es lo que pretende?**

Como hemos podido observar en la descripción del marco teórico, Mifid II es la respuesta del regulador europeo a los mercados para imponer restricciones más severas a nivel operativo y funcional a los intermediarios de mercado con el objetivo de evitar casos de corrupción financiera, tráfico de influencias, mejorar la transparencia en los mercados y proteger al inversor institucional y particular.

A nivel teórico Mifid II parece la solución idónea ante estos problemas, pero como hemos podido observar, hay cierta división a nivel académico y en los propios mercados, sobre si esta regulación es necesaria. Esta división surge a raíz del debate de si esta nueva directiva ahoga a la industria financiera o no. El tiempo será el principal factor para evaluar si Mifid II es una solución adecuada o si traspasa límites necesarios para ajustar y regular los mercados. Dichos límites se refieren a exigir estructuras de capital más sólidas a los intermediarios y a reducir su base de negocio.

La principal razón de la puesta en marcha inicial de Mifid I fue el origen de la crisis económica de 2007. Mifid II supone un segundo tomo de la primera directiva implantada en 2007, por lo que la sensación que prima en los mercados y en la literatura académica es que dicha regulación no tuvo el efecto deseado, y ello dio lugar a medidas más severas que se implantarán ahora en 2018.

Podemos concluir en este apartado que Mifid II no es un fenómeno nuevo en los mercados. Lo podríamos considerar un cambio cualitativo en la industria en un sentido restrictivo de la actividad de la misma. Esto se debe a los objetivos de la norma de reducir el número de intermediarios en los mercados y de incrementar, tal vez de forma exagerada, la protección del inversor. Como se explica a continuación, a nuestro juicio las medidas de protección del inversor propuestas en Mifid II podrían ser erróneas o inapropiadas.

**II. Al sistematizar y ordenar toda la información disponible sobre Mifid II, ¿Cuáles son los puntos críticos donde incide? ¿Qué tipo de medidas se exige en ellos? ¿Qué efectos se espera en este sentido?**

Después del análisis realizado en cuanto a la evolución histórica de los mercados, las medidas implantadas en 2007 con Mifid I y la llegada de Mifid II en 2018, los puntos críticos que afectan a los intermediarios financieros son tres: análisis, ejecución y límites salariales.

- a) Si comenzamos con las comisiones de análisis, Mifid I en 2007 propuso por primera vez la separación de dicha comisión de la de ejecución, lo que provocó cierta inestabilidad en los intermediarios de mercado porque no estaba acostumbrados a cambios tan severos en su modelo de negocio. Dicho cambio venía precedido por un gasto excesivo en comisiones de las gestoras de fondos y por un cobro excesivo de comisiones por parte de intermediarios a dichas gestoras. Esto, sumado a una ineficiente gestión financiera de patrimonios, incentivó dicho cambio. El impacto en 2007 se tradujo en una disminución de volumen de comisiones, aunque no severa, al exigir a los gestores asumir el pago de la misma, sin trasladarla a los partícipes.

Lo primero de todo es la obligación de valorar el servicio de análisis y asesoramiento, transformando un ingreso variable en semifijo. Además, con Mifid II la comisión de análisis se separa completamente de la de ejecución y sigue siendo asumida por el gestor. Dicha medida ha dado pie a los gestores a pagar mediante cheques bancarios, sobre todo los ingleses, lo que restringe visibilidad a los intermediarios sobre la valoración de su servicio por parte de sus clientes. Se espera una caída en ingresos por servicios de análisis y asesoramiento de en torno al 30% a nivel mercado.

- b) El segundo punto crítico es el servicio de ejecución. Dichos servicios siguen siendo asumidos por los partícipes de los fondos, como ocurría hace años en el sector. Como se acaba de mencionar, Mifid I propuso la separación de ambas comisiones, lo que derivó en una caída de volumen de ingresos por ejecución debido a una limitación de presupuesto en dichas áreas. Mifid II da lugar a la política del mejor ejecutor, siendo estos los grandes bancos de

inversión. Dicha política considera a estos agentes como los mejor posicionados para ofrecer un precio competitivo en productos financieros por estructura de capital y tecnológica. Los más afectados por este cambio serán los pequeños intermediarios, al no poder competir contra los grandes bancos de inversión. Esto podría desembocar en el cierre de estos *players* y podría generar un *lobby* financiero a favor de los grandes agentes de mercado.

- c) Por último, Mifid II limita los costes variables por los sobresueldos que se concedían en la industria hace unos años a una vez el sueldo fijo o, en ocasiones, a un máximo de dos veces, siempre y cuando se apruebe en junta de accionistas de forma unánime. Esto produce una subida de costes fijos para seguir manteniendo el talento más cotizado, dando cierta ventaja a los grandes bancos de inversión por sus medios financieros en pagos de nóminas. Aunque si analizamos en profundidad, los pequeños agentes tienen cierta ventaja al pagar su sueldo variable en efectivo, no como en los bancos de inversión, donde el variable está sujeto a medidas restrictivas tales como el pago en acciones con la imposibilidad de venderlas hasta pasado un tiempo, que producen un efecto *lock-up*. Como valoración final, se espera un ligero aumento de costes fijos para compensar la caída de sueldos variables, pero sin grandes cambios a nivel operativo.

### **III. En el caso de Numis Securities y Fidentiis Equities identificar como Mifid II les afecta y que han hecho para blindar su negocio y analizar su opinión respecto a las perspectivas de futuro.**

En ambas empresas las líneas de negocio más afectadas son análisis y ejecución. Como hemos comentado, Mifid II exige una serie de medidas en estas áreas, y ahora las contrastaremos con ejemplos reales.

En Fidentiis, el grueso de su negocio se basa en el asesoramiento y cobertura de empresas cotizadas españolas y portuguesas, complementándolo con las órdenes de ejecución. Con la obligación de valorar su servicio de análisis, Fidentiis ha optado por dividir su servicio en un paquete Premium y uno básico, con el objetivo de fidelizar a sus clientes con sus servicios personalizados. En dicha área, se espera una caída de unos tres millones de euros, sobre una antigua base de ingresos de diez millones, por el hecho de recibir el pago de las comisiones en cheques bancarios y las exigencias a la baja de sus clientes por el precio del análisis. En ejecución no esperan realizar grandes cambios estructurales, asumiendo la pérdida de volumen, al no tener capital suficiente para invertir en equipos tecnológicos y competir contra los grandes bancos de inversión. La sensación generalizada es de gran preocupación e incertidumbre, aunque hay cierta sensación de optimismo debido al gran posicionamiento y reputación de la firma en España e Italia.

Numis asegura su condición de líder de mercado en empresas de pequeña y mediana capitalización a su negocio de *Broking* corporativo, una fuente de ingresos fijos anuales gracias al cobro de una comisión fija por el mero hecho de analizar la compañía. Eso les concede un colchón financiero para compensar la caída en otras áreas. La sensación es de optimismo, con expectativas alcistas a corto plazo y el descarte de una posible caída considerable en sus servicios de análisis y ejecución, donde las medidas tomadas son menos sofisticadas que en Fidentiis.

#### **IV. Comparación entre Fidentiis Equities y Numis Securities para establecer similitudes y diferencias a nivel internacional entre una firma inglesa y española.**

Si comparamos ambos casos podemos encontrar similitudes y diferencias, aunque tenemos que remarcar que ambas firmas tienen distinta estructura de capital y organizativa, al tratarse Fidentiis de una sociedad de valores y Numis una empresa cotizada en el mercado londinense.

En cuanto a facturación anual, Numis ronda los 150 millones de libras, con una plantilla de 100 empleados mientras que Fidentiis factura anualmente unos 30 millones de euros con una plantilla que ronda los 50 empleados. Numis opera casi en su totalidad en el mercado inglés, con una mínima presencia en Estados Unidos y Fidentiis tiene su mayor presencia en España e Italia. Ambos poseen una gran base de clientes de origen inglés, que son, al fin y al cabo, parte de uno de los mercados financieros más potentes que existen a nivel mundial. Los negocios y enfoques de ambos son similares, con servicios de asesoramiento a inversores institucionales.

Numis difiere de Fidentiis en la estructura de mercado donde opera. En Inglaterra, si una compañía empieza a cotizar en el mercado y quiere ser analizada por compañías como Numis, tiene que pagar una comisión anual por ello. Numis se especializa en este sector, siendo el líder a nivel inglés, proporcionándole una cobertura de costes a principio de año de en torno al 40-50%. En España ese servicio no existe, haciendo que Fidentiis comience cada año con sus ingresos en cero.

Ambas firmas están muy diversificadas para evitar dependencia de un área en concreto, lo que reduce su exposición a cambios drásticos en las industrias financieras y regulaciones como Mifid II. Ambos se verán afectados por dicha regulación, aunque sus medidas tomadas son distintas. Numis opta por seguir comportándose como el líder del mercado en su segmento, sin consumir demasiado tiempo en valorar sofisticadamente su servicio de análisis, basándolo todo en una media ponderada de los pagos de comisiones de los últimos cinco años para cada uno de sus clientes. En ejecución no esperan grandes caídas. Fidentiis opta por una alta sofisticación de su valoración de servicios de asesoramiento a clientes, negociando con ellos unas cifras que les permita cubrir costes y generar un cierto margen anual. En ejecución esperan

grandes caídas de volumen, aunque su estrategia de diversificación de negocios está diseñada y enfocada a la gestión de dicho riesgo.

## **V. Expectativas de futuro para los intermediarios financieros ¿Será Mifid II el principio del fin para ellos?**

Después del análisis en nuestro proyecto, podemos concluir que Mifid II si supondrá el fin para gran parte de los pequeños intermediarios financieros, pero también se puede convertir en una oportunidad para afianzar e incluso crecer en un mercado cada vez más regulado.

Mifid II supondrá el fin para aquellos intermediarios que no sepan: valorar correctamente su servicio de asesoramiento, ofrecer una alta calidad de servicio de asesoramiento, diversificar su negocio y adaptarse al nuevo mercado.

Las oportunidades que se abren con Mifid II son las siguientes:

- Posibilidad de aumento de cuota de mercado para los supervivientes, al haber menos competencia y un mercado más pequeño, pero con gran capacidad de ser explotado.
- Posibilidad de tener en la plantilla a los llamados “analistas estrellas” que se reconocen gracias a su gran servicio de asesoramiento a clientes.
- La apertura de nuevos mercados aun por conocer como el *broking* corporativo en España.
- Convertirse en el propio mercado sin ningún tipo de competencia. Esto se explica con la pérdida de competencia en grandes cantidades. Cada compañía suele estar analizada por varios analistas de firmas diferentes. Si la mayor parte de ellas desaparece y solo quedan un puñado de analistas, los clientes solicitarán sus servicios automáticamente a dichas firmas, al ser ellos, el único mercado que existe.
- Posibilidad de ser un líder en análisis y cobertura de compañías, al ser el servicio mucho más valorado por los clientes debido a su ajustado presupuesto anual.

Después del análisis y estudio de Mifid II en profundidad, hemos podido observar que esta nueva directiva supone un cambio completo de la industria financiera, buscando convertirla en una industria con una estructura más igualitaria a otras industrias en

términos de ingresos, pagos de salarios y transparencia. Mifid II puede suponer el fin para conductas incorrectas en dicho mercado, pero sus exigencias pueden desembocar en una ola de cierre de empresas intermediarias que no puedan cumplir dichas expectativas o pierdan su base de negocio. Los agentes de mercado que sobrevivan tendrán la posibilidad de afianzarse como referentes en sus respectivos mercados, pero para llegar a ese punto, tendrán que adaptarse exigentemente a Mifid II. La sensación que tenemos al realizar este proyecto es que Mifid II puede venir empujada por los grandes bancos de inversión para acabar con su competencia en mercados locales. Por otro lado, el inversor es el claro ganador de este cambio regulatorio, lo cual consideramos que es justo, debido a que su patrimonio está mucho más protegido que antes. La industria financiera se convertirá en un área donde solo se admitirá una alta calidad de servicios a partir de ahora y donde los comportamientos poco responsables de gastos innecesarios o pagos excesivos se acabarán. Pero por ahora, son solo predicciones. Tendremos que analizar el impacto mucho más adelante, donde podremos contrastar las conclusiones de este trabajo con la realidad.

## Anexo

### Entrevista a Enrique Pérez-Pla (presidente de Fidentiis Equities):

Buenas tardes Enrique, quería comenzar esta entrevista preguntándote por las sensaciones que tenéis dentro de Fidentiis. ¿Cómo afrontáis la llegada de Mifid II?

*La verdad que esa es una muy buena pregunta Jaime. Nosotros ya llevamos casi un año implementando Mifid II en nuestro día a día ya que la mayoría de nuestros clientes nos exigen ese cambio desde ya. Como la mayoría de nuestros clientes se encuentran en Londres, ellos siempre van un paso por delante del mercado español y ese cambio lo tenemos que hacer desde muy pronto. Nos ayudará a estar preparados desde enero del 2018. En cuanto a sensaciones, esperamos un camino muy movido, donde probablemente Mifid II suponga un profit warning del 100%” para algunos y un cambio radical a esta industria.*

Me gustaría indagar un poco en esto último que has dicho, has dicho que supone un cambio radical en esta industria. ¿En qué lo notas?

*Lo noto sobre todo en el volumen que manejamos hoy en día comparado con otros años. Ahora un buen día para nosotros equivale al mismo volumen que movíamos en un día regular hace 4 años aproximadamente. Ese cambio nos ha hecho mucho daño.*

Entremos a analizar los cambios que supone Mifid II para vosotros. Si empezamos por el área de análisis, ¿qué cambios tenéis previstos implantar para cumplir con la regulación?

*La verdad que el área de análisis es la más afectada. El principal problema que hemos encontrado es el cómo valorar nuestro servicio. Es incomprensible que ahora se obligue a cuantificar un servicio que está basado puramente en relaciones laborales y en un servicio profesional que varía en cada caso. Hemos valorado nuestros servicios en tres paquetes, uno Premium (entre 75,000-100,000 euros), otro básico (25,000 euros) y un Premium “small caps” (50,000 euros) para las compañías cotizadas de menor volumen. Los clientes también tendrán la posibilidad de pagar por un servicio en el momento. Tenemos muchas esperanzas puestas en esta valoración que hemos hecho de nuestro servicio. Ahora mismo nosotros ingresamos siete millones de euros de ejecución y unos tres millones de euros en cheques bancarios por análisis. Esperamos una caída en el área de ejecución a los tres millones de euros y una subida de cheques bancarios a*



*seis millones, en el mejor de los casos. Ahora mismo nuestro objetivo es buscar cien clientes que estén dispuestos a pagarnos 100,000 euros cada uno por nuestro servicio para hacer frente a nuestros costes y seguir generando beneficios.*

En ejecución, ¿Cómo se sitúa Fidentiis Equities?

*La verdad que en ejecución vamos a perder una gran cantidad de volumen de transacciones, sobre todo porque se lo van a llevar los grandes bancos de inversión con sus grandes inversiones en tecnología para satisfacer la demanda en micro segundos. Nosotros no podemos competir contra eso, aunque tenemos esperanzas en poder cruzar operaciones, es decir, juntar un comprador y vendedor de la misma acción, ya que en ese tipo de operaciones las comisiones son más altas.*

En cuanto a salarios y costes variables, ¿tenéis pensado subir los sueldos fijos para evitar la fuga de talento a otras empresas?

*La verdad que una de las ventajas que tenemos respecto a nuestra competencia es que nosotros nuestro “bonus” que pagamos lo hacemos en su totalidad en dinero efectivo que va directamente a la cuenta bancaria de cada uno de nuestros empleados. Eso hace que ellos tengan ese dinero a su disposición en el momento. También nosotros aquí hemos planteado un modelo de negocio donde todos somos una familia y tenemos un gran ambiente de trabajo, que hace que todos vayamos a una e implantemos una idea que es cuanto mejor nos vaya a todos, mejor nos irá individualmente. Los grandes bancos de inversión en realidad no ofrecen grandes servicios de inversión. En cuanto a salarios, siempre ponen límites al sueldo variable, por eso los grandes talentos acaban en empresas más pequeñas y especializadas.*

Para terminar, ¿qué futuro le ves a Fidentiis Equities y a vuestra competencia aquí en España?

*La verdad que ahora mismo no te podría dar una respuesta a esa pregunta porque no tenemos visibilidad ni a dos meses. Creo que, por ponerte un ejemplo visual, esto es como una tarta, creo que después de Mifid II, esa tarta se hará más pequeña que antes, pero los comensales a la mesa serán muchos menos, con lo cual, si conseguimos adaptarnos bien a Mifid II, tendremos mayor cuota en España y mayores ingresos, en el mejor de los escenarios. Aunque por ahora, Alantra, BPI o Kepler sean nuestra*

*competencia, no te sabría decir cuál de ellos sobrevivirán porque no aseguro nada para mi empres incluso.*

## **Entrevista a Pablo Martínez (socio responsable de ventas en Fidentiis Equities)**

Pablo, he entrevistado anteriormente a Enrique y la sensación que me ha transmitido es de mucha preocupación. Por seguir un poco la tónica de la entrevista anterior ¿Cuál es tu sensación respecto a Mifid II?

*Pues la verdad es que ahora mismo estoy muy preocupado, porque Mifid II nos supone a nosotros un cambio total del modelo de negocio. Ya sufrimos con Mifid I en su día un cierto cambio que nos obligó a adaptarnos, esta vez Mifid II nos va a suponer un gran esfuerzo por parte de todos. La continuidad no la tenemos asegurada 100% nadie en esta industria. Me preocupa mucho el tema de las comisiones, sobre todo porque las comisiones que cobramos ahora y las de hace unos años son de una diferencia abismal.*

Ya que lo has mencionado, me gustaría preguntarte por el análisis, el hecho de tener que valorar un servicio que no es fácilmente cuantificable y el servicio de ejecución,

*Mira, nosotros ahora mismo cobramos por orden de compra o venta de acciones 12 punto básicos. A parte, recibimos cheques bancarios por parte de los clientes donde nos remuneran el servicio de análisis. Yo hace años, llegué a ver comisiones que se cobraban de 25 o 45 puntos básicos por orden, para que veas el cambio. Pero en mi opinión, el servicio de análisis y de asesoramiento va mucho más allá que hablar solo de números o ideas, es también una relación personal con el cliente.*

*Un día puedes salir a comer con ellos y hablar de grandes ideas de inversión y ese proceso de repite una y otra vez y esos clientes te acompañan en tu vida laboral para siempre. Ahora les vamos a tener que cobrar por paquetes en oferta y cuantificar algo que no se puede cuantificar. Eso me tiene muy preocupado, especialmente el que hagamos una valoración de nuestro servicio correcta y que nuestros clientes estén dispuestos a pagar. En cuanto a ejecución, obviamente vamos a perder mucho volumen, pero esperamos poder compensarlo con otras áreas.*

En cuanto a salarios y costes operativos, ¿Cómo se adapta una empresa como Fidentiis cuando no se tiene esa estructura de capital tan potente de un banco de inversión?

*Para ponerte en contexto, esta es nuestra estructura e idea de costes para generar ingresos y repartir bonus a final de año. Solo para darte una idea de la limitación del bonus variable, aquí en Fidentiis hemos llegado a ver cuatro o cinco veces en sueldo variable, ahora tenemos el límite de solo dos veces. Nosotros siempre tenemos en mente*

*cubrir costes, añadir un margen del 35% y generar un ROE del 16%. Ese es nuestro objetivo en términos de ingresos para cubrir costes, generar un ROE positivo y pagar muy buenos sueldos variables.*

Si tuvieses que plasmar en unas pinceladas cuales son los puntos críticos de Mifid II, ¿Cuáles serían?

*En resumen, una muy buena valoración del servicio de análisis, el cambio de negocio en su totalidad, la estructura operativa de las empresas, la diferencia entre ingresos y costes, el futuro del servicio de análisis, las comisiones de ejecución, el volumen de mercado, la complejidad de dar un valor añadido a tu servicio, la posibilidad de un “profit warning” y la desintermediación en el mercado.*

## **Entrevista a Francisco Casal Ribeiro (socio de ejecución en Fidentiis Equities):**

Bueno Francisco, llegamos al área que tal vez sale más perjudicada de todas en Fidentiis por la entrada en vigor de Mifid II. Para empezar a poner las cosas en contexto, ¿Qué efectos inmediatos esperas ver en esta área desde el primer día de entrada en vigor de Mifid II?

*Pues a muy corto plazo creo que va a ver numerosos cambios. Lo primero de todo, creo que el nivel de aplacamiento con el cual los intermediarios del mercado trabajan disminuirá considerablemente y ya no veremos gente endeudándose tanto a la hora de invertir en el mercado. Segundo, creo que el nivel de comisiones en general va a bajar a niveles casi absurdos donde no sale rentable operar.*

*Hace 10 años cuando Fidentiis comenzó a existir, nosotros cobrábamos, solo por ejecución unos 8-9 puntos básicos por orden. Ahora esa cifra va a disminuir a 1-2, con lo cual nuestra área pasará a ser un centro de costes para la empresa, y no queremos eso. Cada vez más veremos los grandes bancos de inversión invertir en tecnologías para captar un mayor volumen y en algoritmos para satisfacer la demanda de compra venta de productos financieros.*

Para situar a la gente que lea mi TFG en el futuro, ¿Cómo funciona el mercado en términos de volumen y como afecta la entrada de los llamados “dark pools”?

*Normalmente el mercado, ya sea el IBEX 35 o cualquier tenía el 100% del volumen total de un determinado producto financiero. Si yo quería antes comprar cualquier producto, iba al mercado y lo hacía sin ningún problema. Con la entrada en vigor de Mifid II, se empezó a sugerir que los únicos que eran capaces de dar el mejor servicio de ejecución eran los grandes bancos de inversión porque tienen un balance muy fuerte.*

*La gente empezó a comprar productos financieros través de ellos, dándoles a ellos cierta exclusividad del servicio. Ellos crearon plataformas alternativas al mercado donde recogían todo el volumen de las órdenes de sus clientes. Los clientes dejaban de ir al mercado, y empezaron a ejecutar operaciones a través de estas plataformas, los denominados “dark pools”. Eso hace que el volumen del mercado se marche y a nosotros nos imposibilite competir, porque tenemos mucho menos volumen y encima no sabemos*

*quién está comprando vendiendo porque todo se ejecuta desde estas plataformas privadas.*

¿Y cómo se adapta Fidentiis a este cambio?, porque a simple vista, parece que todo está perdido.

*Pues la verdad que es difícil competir en estas condiciones, pero pretendemos hacernos fuertes en servicios de cruzar operaciones, es decir, compra y venta y aumentar las operaciones que hagamos a través del departamento de mercados de capital, donde sentimos que podemos hacernos fuertes.*

¿Crees entonces que éste puede ser el fin de los servicios de ejecución y de muchos brókeres?

*La verdad, creo que esto es el principio del final. El proceso llevará unos años, pero al final nuestros servicios los acabarán haciendo robots que sean capaces de establecer patrones y satisfacer la demanda en segundos, cosa que nosotros no podemos porque no disponemos de ese capital.*

## **Entrevista a Vicky Paine (Senior Manager Corporate Broking Numis Securities)**

Buenos días Vicky, como ya he hecho en mis anteriores entrevistas con Fidentiis, quería preguntarte por qué sensación tienen de Mifid II. ¿Cómo afrontáis la llegada de Mifid II en Numis?

*Pues para serte sincera, no estamos muy preocupados aquí, ya veces tengo la sensación de que debíamos estarlo mucho más. La posición de Numis en el mercado nos hace ser muy optimistas con el futuro que nos aguarda porque nuestro negocio está ampliamente diversificado y no dependemos plenamente de nuestra área de análisis y ejecución. Tenemos un gran potencial en nuestra área de broking corporativo y esperamos que nos saque adelante en momentos complicados y nos dé visibilidad de ingresos a corto plazo.*

Háblame un poco de esta última área que has nombrado, nunca había escuchado hablar de ello en España. ¿Por qué es tan importante para vosotros?

*En Inglaterra si tienes a un analista que se encarga de cubrir una compañía, cobras a la compañía por ello, porque se considera un servicio especial. De ahí que, para nosotros, a principio de año, sabemos cuántas compañías estamos cubriendo con el equipo de analistas y cuanto nos paga cada una por ello. Además, si establecemos una buena relación laboral con nuestros clientes, en un futuro nos elegirán a nosotros para hacer transacciones con ellos.*

En cuanto a análisis y ejecución, ¿Cómo os adaptareis a las nuevas exigencias de Mifid II?

*En análisis haremos una ponderación por cliente. Calcularemos cuanto es el total que nos ha pagado cada cliente y rebajaremos el precio en torno a un 10% para que a la hora de negociar con ellos, acepten nuestra oferta. En cuanto a ejecución, hemos invertido bastante capital en los últimos años en equipo tecnológicos, aunque si es verdad que no podemos competir contra los grandes bancos de inversión porque no tenemos la estructura de capital que ellos tienen. Estamos preocupados en este sentido porque no sabemos cuánto volumen perderemos a partir del 1 de enero del año que viene.*

Hablemos ahora un poco del tema de salarios. Mifid II obliga a partir de ahora a limitar el sueldo variable en dos veces como máximo del sueldo fijo. ¿Tenéis pensado hacer cambios en este sentido al respecto?

*No tenemos pensado variar nuestra estructura de costes en exceso puesto que nuestros salarios son más altos en media que la competencia. A lo mejor si consideraríamos una subida salarial del sueldo variable a medio plazo, pero por ahora no lo estamos considerando como una opción.*

Vicky, para terminar, me gustaría que me dices tu opinión sobre el futuro de la industria aquí en Londres y si crees que Numis es el mejor posicionado respecto a la competencia que tenéis aquí.

*Mifid II es un desafío para todo el mundo, no solo para nosotros. Aunque los grandes bancos de inversión estén bien posicionados en términos de capital, su servicio no es excelente ni mucho menos. Ellos se aprovechan de su nombre y reputación, pero las boutiques y empresas más pequeñas son las mejores en cuanto a servicio. Es verdad que en ejecución ellos son mejores por el “lobby” tecnológico que tienen. Nosotros esperamos variaciones en nuestros resultados, pero no esperamos grandes caídas en términos de ingresos. En cuanto a la competencia, Investec, Redburn y los grandes bancos son probablemente nuestra competencia más directa y to creo que todos ellos serán capaces perfectamente de adaptarse a Mifid II.*



## Glosario de términos

**Análisis:** servicio por el cual se analiza los estados financieros de una compañía y se realizan estimaciones a futuro de los mismos.

**Bono:** producto financiero de renta fija con muy poco riesgo y que paga cupones dependiendo del contrato.

**Bróker:** agente o empresa que se encarga de ejecutar las operaciones de compra o venta de instrumentos financieros que sus clientes le solicitan. Su función principal es la de actuar de intermediario entre sus clientes y el mercado encontrando un vendedor cuando su cliente le da una orden de compra o un comprador cuando su cliente le da una orden de venta

**Broking corporativo:** mezcla de varios sectores en la misma línea de negocio. “*Corporate Finance*”, análisis y ejecución, asegurándose de que sus clientes pagan por sus servicios de cobertura.

**CDO:** “*Collateralized Debt Obligation*”. Bono convertible emitido por los bancos de inversión antes de la crisis donde se incluía en un mismo bono miles de hipotecas de distinta calidad crediticia.

**CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de valores. Es el regulador del mercado financiero español.

**Compañía cotizada:** empresa cuyo valor (en forma de acciones) se compra y vende en un mercado público.

**Corporate Finance:** área de negocio que se encarga de conseguir financiación y analizando la estructura de capital de las compañías.

**Crisis financiera 2008:** considerada la peor crisis financiera desde 1930.

**Dark pools:** plataformas privadas generadas por los bancos de inversión donde los clientes pueden acceder directamente para ejecutar órdenes. Se considera un mercado alternativo al mercado primario.

**Derivados:** productos financieros que derivan a su vez de un producto financiero original.

**Efecto *lock-up*:** dícese del efecto de atrapar a un empleado en la empresa mediante las restricciones impuestas en el sueldo variable. Lo suelen llevar a cabo los grandes bancos de inversión para evitar la fuga de talento a otras empresas.

**ESMA;** “European Securities and Market Authority”. Regulador europeo encargado de la implantación de Mifid II en Europa.

**Estructura de capital:** balance y potencial económico de una entidad cualquiera.

**Fondo:** estructura financiera donde se almacena patrimonio y fondos de inversores.

**Gestor:** persona física que gestiona los fondos de un particular, empresa o gestora.

**Gestora:** entidad encargada de la gestión de diversos fondos.

**Hipotecas *subprime*:** hipotecas de baja calidad crediticia que se vendían a los clientes de los grandes bancos de inversión como productos financieros de gran seguridad y retorno.

**Inversor institucional:** cualquier tipo de organización que invierte grandes cantidades de dinero en productos financieros. Algunos ejemplos incluyen: bancos con carteras industriales, fondos de pensiones, fondos largo plazistas, hedge funds y fondos de infraestructura.

**Inversores:** cualquier persona física o jurídica que decide invertir sus fondos o patrimonio para obtener una rentabilidad.

**Mejor ejecución:** la actividad de una empresa por ofrecer los mejores servicios de ejecución a sus clientes.

**Mifid II:** regulación financiera que entrará en vigor en 2018. Sus siglas significan “Markets for financial industries Directive”, en español, directriz para regular los mercados financieros para buscar transparencia, una mayor protección del inversor y eliminar la corrupción de los mercados.

***Private equity*:** tipo de actividad financiera donde un fondo adquiere la totalidad o parcialidad de la estructura de una empresa. Se suele buscar el crecimiento de la empresa para que el fondo genere rentabilidad.

**Puntos básicos:** medida de la comisión pagada por la ejecución de una orden

**Rentabilidad:** medida de obtención o pérdida de dinero al gestionar unos fondos determinados.

**Servicios de ejecución:** área de negocio que ejecuta las órdenes de compra o venta de activos financieros en el mercado.

**Small cap:** compañía que cotiza en una muy pequeña proporción el mercado, ya que el valor de su activo, pasivo y patrimonio neto es muy pequeño.

**Un-bundling:** separación ala que obliga Mifid II entre las comisiones de ejecución y las comisiones de análisis y asesoramiento.

**Valoración:** técnica financiera para estimar a futuro los estados financieros de una compañía cotizada.

## Bibliografía

Allenoverly.com. (2018). MiFID II: questions remain - Allen & Overy. [online] Disponible en: <http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/Mifid-II-Questions-remain.aspx> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Aba.com. (2018). ABA - Home. [online] Disponible en: <https://www.aba.com/Pages/default.aspx> [Acceso en Enero, Febrero y Marzo 2018].

AURIGA MIFID. (2018). MiFID II: regreso de los analistas estrella y recortes en el research - AURIGA MIFID. [online] Disponible en: <http://aurigamifid.com/mifid-ii-regreso-los-analistas-estrella-recortes-research/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Autobahn.db.com. (2018). [online] Disponible en: [https://autobahn.db.com/microSite/docs/GMS\\_MiFID2Examined\\_5\\_ResearchUnbundling.pdf](https://autobahn.db.com/microSite/docs/GMS_MiFID2Examined_5_ResearchUnbundling.pdf) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Bancosantander.es. (2018). Información en español - Banco Santander. [online] Disponible en: <https://www.bancosantander.es/es/espacio-mifid/informacion-en-espanol> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Bakermckenzie.com. (2018). MiFID II and APAC: ¿How far does the Legislation Reach. | Insight | Baker McKenzie. [online] Disponible en: <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2017/10/mifid-ii-apac/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Bank of America Merrill Lynch. (2018). MiFID II Regulation Summary & Requirements. Disponible en: <https://www.bofaml.com/en-us/content/mifid-ii-regulation-summary-requirements.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

BBVA NOTICIAS. (2018). MiFID II entra en acción | BBVA. [online] Disponible en: <https://www.bbva.com/es/mifid-ii-entra-accion/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Blog.bankinter.com. (2018). Llega MiFID II: ¿qué es y cómo me afecta? [online] Disponible en: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2014/06/04/nueva-normativa-financiara.aspx> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Bloomberg Professional Services. (2018). MiFID II | Bloomberg Professional Services. [online] Disponible en: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/regulation/mifid-ii/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Bloomberg Professional Services. (2018). The future of investment research post-MiFID II | Bloomberg Professional Services. [online] Disponible en: <https://www.bloomberg.com/professional/blog/future-investment-research-post-mifid-ii/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Business.nasdaq.com. (2018). MiFID II Trading & Clearing - Nasdaq. [online] Disponible en: <http://business.nasdaq.com/trade/rules-and-regulations/mifid-II/trading-and-clearing/index.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Business.nasdaq.com. (2018). Order Record Keeping - MiFID II - NASDAQ. [online] Disponible en: <http://business.nasdaq.com/trade/rules-and-regulations/mifid-II/order-record-keeping/index.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

BUSCH, D (2017) Agency and prime dealing under Mifid, Bajo FERRARINI, G, Mifid II to be a global norm, ED. Oxorf law review, Oxford, Inglaterra.

CaixaBank. (2018). Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). [online] Disponible en: [https://www.caixabank.es/particular/general/mifid\\_es.html](https://www.caixabank.es/particular/general/mifid_es.html) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

CASTRO, E (2010), Estudio del método del caso, Revista Nacional de Administración, México, México.

Castillo, R. (2018). Nueva normativa MIFID II: Europa estrecha el cerco sobre los brokers tramposos. [online] La vida en un Pip. Disponible en: <http://abcblogs.abc.es/vida-pip/2017/12/16/nueva-normativa-mifid-ii-europa-estrecha-el-cerco-sobre-los-brokers-tramposos-pero-la-city-puede-ser-su-tabla-de-salvacion-por-el-brexit/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Casal Ribeiro, F. (24/07/2017) Socio ejecución-Fidentiis Equities (J.Giacopazzi, entrevistador)

Citibank.com. (2018). Markets and Securities Services - Markets in Financial Instrument Directive II (MIFID II). Disponible en: <https://www.citibank.com/mss/dcc/mifid.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Cnmv.es. (2018). CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/home.aspx> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Cnmv.es. (2018). CNMV - MiFID II - MiFIR. Disponible en: [http://www.cnmv.es/portal/MiFIDII\\_MiFIR/MapaMiFID.aspx](http://www.cnmv.es/portal/MiFIDII_MiFIR/MapaMiFID.aspx) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Credit Suisse. (2018). Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II. Disponible en: <https://www.credit-suisse.com/sites/financial-regulations/en/mifid-ii.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

CRABB, J (2017) Mifid II to be a global norm, IFLR.com (Disponible en <http://www.iflr.com/Article/3733231/Mifid-II-research-ubundling-to-be-global-norm.html>) (Acceso Enero, Febrero y Marzo 2018)

Deloitte Spain. (2018). MiFID II and the new trading landscape | Deloitte España | Servicios Financieros | Publicaciones. Disponible en: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/financial-services/articles/mifid-II-and-new-trading-landscape.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Deutsche-bank.es. (2018). Deutsche Bank - MiFID II. Disponible en: <https://www.deutsche-bank.es/pbc/data/es/mifid-inversiones.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Esma.europa.eu. (2018). ESMA. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Esma.europa.eu. (2018). MiFID II. Disponible en: <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Estrategiasdeinversion.com. (2018). Análisis de Mifid 2 en brokers | Estrategias de Inversión. [online] Disponible en: <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/mifid-ii-permite-al-inversor-operar-en-un-mercado-n-392469> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Expansión. (2018). Mifid II y el asesoramiento financiero. [online] Disponible en: <http://www.expansion.com/blogs/el-inversor-consciente/2017/11/23/mifid-ii-y-el-asesoramiento-financiero.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Federalreserve.gov. (2018). The Fed - Home. [online] Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

FERRARINI,G; RECINE, F (2006) The MIFID and Internationalization, Ed. Oxford law review, Oxford, Inglaterra.

FERRARINI,G; BUSCH, D (2017) Regulation of the EU markets, Ed.Oxford Law Review, Oxford, Inglaterra.

Fidentiis.com. (2018). Fidentiis. [online] Disponible en: <http://www.fidentiis.com/es/index.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Financialmarketstoolkit.cliffordchance.com. (2018). Financial Markets Toolkit | MiFID2 and MiFIR. [online] Disponible en: <https://financialmarketstoolkit.cliffordchance.com/en/topic-guides/mifid2-and-mifir.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Forbes.com. (2018). Forbes Welcome. [online] Disponible en: <https://www.forbes.com/sites/gauravsharma/2018/01/15/mifid-ii-will-put-pressure-asset-managers-fees-and-increase-competition/#3d5d60ad7ab0> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Funds People. (2018). MiFID II: las gestoras se posicionan con respecto a qué hacer con los costes de research. [online] Disponible en: <https://es.fundspeople.com/news/mifid-ii-las-gestoras-se-posicionan-con-respecto-a-que-hacer-con-los-costes-de-research> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ft.com. (2018). Deutsche Bank bonuses, Mifid II and wealth management for women. [online] Disponible en: <https://www.ft.com/content/8e37331f-3f2e-4c94-9e44-341d104420de> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ft.com. (2018). Mifid II is just a part of the shift in asset management. [online] Disponible en: <https://www.ft.com/content/4f48e9e2-ebe4-11e7-bd17-521324c81e23> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ft.com. (2018). Big asset managers set to benefit from Mifid II legislation. [online] Disponible en: <https://www.ft.com/content/e177aef0-d057-11e7-b781-794ce08b24dc> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ft.com. (2018). BlackRock to foot bill for external research under Mifid II. [online] Disponible en: <https://www.ft.com/content/fb9e2552-9939-11e7-a652-cde3f882dd7b> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ft.com. (2018). Fidelity to pass \$42m research costs on to clients. [online] Disponible en: <https://www.ft.com/content/f38fae64-d50a-11e7-8c9a-d9c0a5c8d5c9> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Garrigues.com. (2018). España - MIFID II, la cuenta atrás | Garrigues. [online] Disponible en: [http://www.garrigues.com/es\\_ES/noticia/espana-mifid-ii-la-cuenta-atras](http://www.garrigues.com/es_ES/noticia/espana-mifid-ii-la-cuenta-atras) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Gbm.hsbc.com. (2018). MiFID II | Market structure. [online] Disponible en: <http://www.gbm.hsbc.com/financiar-regulation/market-structure/mifid> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Goldman Sachs. (2018). Goldman Sachs. Disponible en: <http://www.goldmansachs.com/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Gov.uk. (2018). Get information about a company - GOV.UK. [online] Disponible en: <https://www.gov.uk/get-information-about-a-company> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Gómez Abajo, C. (2018). El discreto ‘Mister Mifid’ siempre abre el camino. [online] Cinco Días. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/12/mercados/1515773441\\_261602.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/12/mercados/1515773441_261602.html) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Hogan Lovells(2018). Achieving best execution under MiFID II. [online] Disponible en: <https://www.hoganlovells.com/en/blogs/fision/achieving-best-execution-under-mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Hogan Lovells(2018). MiFID II. [online] Disponible en: <http://www.hoganlovells.com/en/knowledge/topic-centers/mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Hub.ipe.com. (2018). IPE Reference Hub | Expert research and asset manager news. [online] Disponible en: <https://hub.ipe.com/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Image-src.bcg.com. (2018). [online] Disponible en: [http://image-src.bcg.com/Images/MiFIDPreparationWithoutDelay\\_tcm9-37033.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/MiFIDPreparationWithoutDelay_tcm9-37033.pdf) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Institutional Investor. (2018). How to Make Money Selling Equity Research. [online] Disponible en: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1505qfk6g1657/how-to-make-money-selling-equity-research> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

InvertirEnBolsaWeb.net. (2018). La directiva MiFID y los brokers regulados - InvertirEnBolsaWeb.net. [online] Disponible en: <https://www.invertirenblogsaweb.net/la-directiva-mifid-y-los-brokers-regulados/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

InvescoPerpetual.co.uk. (2018). - Invesco. [online] Disponible en: <https://www.invescoPerpetual.co.uk/uk/resources/frequently-asked-questions-mifid-11> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Jones, M. (2018). BlackRock to Absorb Cost of Analyst Research Under MiFID II. [online] Bloomberg.com. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-09-14/blackrock-will-absorb-cost-of-analyst-research-under-mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Jpmorgan.com. (2018). MiFID II is coming – Top ten client questions and how we can help | J.P. Morgan. Disponible en: <https://www.jpmorgan.com/country/MX/ES/research/top-ten-client-questions-on-MiFID> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Lexology.com. (2018). MiFID II Unbundling Rules: Implications for Asset Managers and Broker-Dealers in the United States | Lexology. [online] Disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=4f755b98-7550-4515-86c7-20d13fab9e83> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Linklaters.com. (2018). MiFID II and MiFIR status - Level 2 | Insights | Linklaters. [online] Disponible en: <https://www.linklaters.com/es-es/insights/publications/mifidii/mifid-ii/mifid-ii-and-mifir-status---level-2> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Lw.com. (2018). Latham & Watkins LLP - MiFID II Product Governance. [online] Disponible en: <https://www.lw.com/LondonFinancialRegulatory/MiFIDIIProductGovernance> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Martínez, P. (25/07/2017) Socio-Fiduciarias Equities (J.Giacopazzi, entrevistador)

McKinsey & Company. (2018). Reinventing equity research as a profit-making business. [online] Disponible en: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/reinventing-equity-research-as-a-profit-making-business> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Mendieta, M. (2018). Las gestoras españolas pagarán más de 100 millones por análisis de inversiones. [online] Cinco Días. Disponible en:

Morgan Stanley. (2018). Disclosures Related to MiFID II. Disponible en: <https://www.morganstanley.com/disclosures/disclosures-related-to-mifid-ii> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

MOLONEY, N (2017) Reshaping order execution, Ed. Oxford law review, Oxford, Inglaterra

Morris, M. (2018). Banks to Cut \$1.2 Billion in Research Spending, McKinsey Says. [online] Bloomberg.com. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-06-21/banks-to-cut-1-2-billion-in-research-spending-mckinsey-says> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].



Mulholland, N. (2018). MiFID II. [online] KPMG. Disponible en <https://home.kpmg.com/ie/en/home/insights/2016/02/mifid-ii.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Nomura.com. (2018). Nomura: Preparing for MifID II. Disponible en: <http://www.nomura.com/Markets-in-Financial-Instruments-Directive-II/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Numiscorp.com. (2018). MIFID II. [online] Disponible en: <https://www.numiscorp.com/x/mifid2.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Oliver Wyman (2018). MiFID II: Assessing the Impact Of Research Unbundling. [online] Oliverwyman.com. Disponible en: <http://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2017/sep/mifid-ii-research-unbundling.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Oliver wyman (2018). [online] Disponible en: [http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2017/sep/Oliver\\_Wyman\\_Unbundling\\_Research\\_POV.PDF](http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2017/sep/Oliver_Wyman_Unbundling_Research_POV.PDF) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Oliver Wyman (2018). CNBC: Oliver Wyman on MiFID Regulation. [online] Oliverwyman.com. Available at: <http://www.oliverwyman.com/media-center/2017/dec/cnbc--oliver-wyman-on-mifid-regulation-.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Ogg, J. (2018). CDOs and the Mortgage Market. [online] Investopedia. Disponible en: <https://www.investopedia.com/articles/07/cdo-mortgages.asp> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Paine, V. (01/12/2017) Manager –Numis Securities (J.Giacopazzi, entrevistador)

Pérez-Pla, E. (20/07/2017) Presidente-Fidentiis Equities (J.Giacopazzi, entrevistador)

PwC. (2018). MiFID 2 – Are you ready for the new regime? [online] Disponible en: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/financial-services-risk-and-regulation/mifid.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

ProPublica. (2018). Home — ProPublica. [online] Disponible en: <https://www.propublica.org/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018]

POULTER,G (2014) Is the UK stock broking a dying industry , trabajo de fin de Master, Cass Business School, City University London, Londres, Inglaterra

Rbccm.com. (2018). Disponible en: <https://www.rbccm.com/assets/rbccm/docs/news/2017/mifid-1of4.pdf> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Reeve, N. (2018). MiFID II: Asset managers to rely less on third-party research [updated]. [online] IPE. Disponible en: <https://www.ipe.com/news/regulation/mifid-ii-asset-managers-to-rely-less-on-third-party-research-updated/10021836.article> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Rebny.com. (2018). Visit REBNY. [online] Disponible en: <https://www.rebny.com/content/rebny/en.html/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Reid, D. (2018). Europe's financial sector is getting tougher rules and it will affect the whole world. CNBC. Disponible en: <https://www.cnbc.com/2017/12/15/mifid-2-all-you-need-to-know.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Roa, P. and S.L., U. (2018). Fondos: qué cambia con MIFID II?. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2018/01/03/5a4bdb45e2704ee3028b45c7.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

ROBLES, B (2011) La entrevista en profundidad: una técnica útil dentro del campo antropofísico, Ed. Cuicuilco, México, México.

R., P. and S.L., U. (2018). Así ha sido el arranque de MIFID II. [online] Expansión.com. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/2018/01/04/5a4d385cca47410a298b46bc.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

S.A., B. (2018). MiFID - Bankia. [online] Bankia. Disponible en: <http://www.bankia.com/es/mifid/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Sabi.bvdinfo.com. (2018). Sabi - Acceso. [online] Disponible en: <https://sabi.bvdinfo.com/version-201832/home.serv?product=SabiNeo> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Schroders.com. (2018). Schroders update on payments for external research - Media Relations - Schroders. [online] Disponible en: [http://www.schroders.com/en/media-relations/newsroom/all\\_news\\_releases/schroders-update-on-payments-for-external-research/](http://www.schroders.com/en/media-relations/newsroom/all_news_releases/schroders-update-on-payments-for-external-research/) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Securities.bnpparibas.com. (2018). MiFID II investment research: freedom under constraint. [online] Disponible en: <http://securities.bnpparibas.com/insights/mifid-ii-investment-research.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Simón, P. (2018). Los empleados de banca se quedarán sin bonus por vender productos 'a granel'. [online] Cinco Días. Disponible en:

Simón, P. (2018). Moody's prevé consolidación en las gestoras de fondos y caída de ingresos. [online] Cinco Días. Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/15/mercados/1516037112\\_261987.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/01/15/mercados/1516037112_261987.html) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018]

Smartinvestor.barclays.co.uk. (2018). MiFID II is here | Barclays Smart Investor. Disponible en: <https://www.smartinvestor.barclays.co.uk/important-information/mifid-ii.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Tabbforum.com. (2018). 2017 TOP STORIES: Understanding MiFID II Unbundling: Research Pricing, Valuation and Entitlements: TabbFORUM - Where Capital Markets Speak. [online] Disponible en: <http://tabbforum.com/opinions/understanding-mifid-ii-unbundling-research-pricing-valuation-and-entitlements> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Therealizationgroup.com. (2018). MiFID II creates cross-asset revolution across buy & sell side | therealizationgroup.com. [online] Disponible en: <https://www.therealizationgroup.com/portfolio/mifid-ii-creates-cross-asset-revolution-across-buy-sell-side/> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Thomson Reuters. (2018). MiFID II. [online] Disponible en: <https://mifidii.thomsonreuters.com/en.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Thomson Reuters. (2018). Research, Permissioning and Unbundling. [online] Disponible en: <https://mifidii.thomsonreuters.com/en/mifid-ii-solutions-and-services/mifid-ii-research-permissioning-and-unbundling.html> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Trendshare: find the right price for stocks. (2018). How Do Stock Brokers Make Money? [online] Disponible en: <https://trendshare.org/how-to-invest/how-do-stock-brokers-make-money> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Uria.com. (2018). [online] Disponible en: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4366/documento/fe01.pdf?id=5578> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

U.S. (2018). Bankers to burn midnight oil ahead of 'MiFID' dawn. [online] Disponible en: <https://www.reuters.com/article/us-eu-markets-regulations/bankers-to-burn-midnight-oil-ahead-of-mifid-dawn-idUSKBN1ER16Q> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Wall Street Oasis. (2018). Here is How Equity Research Works - 4 Steps. [online] Disponible en: <https://www.wallstreeoasis.com/forums/here-is-how-equity-research-works-4-steps> [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].

Yin (1994) El caso como metodología de investigación, Ed. Yacuzzi, Tokyo, Japón.

2, M. (2018). MIFID 2 | Freshfields knowledge. [online] Knowledge.freshfields.com. Disponible en: [http://knowledge.freshfields.com/h/Global/r/998/mifid\\_2](http://knowledge.freshfields.com/h/Global/r/998/mifid_2) [Acceso en enero, febrero y marzo 2018].