



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias Económicas y
Empresariales**

Grado en Economía

**Los fondos cotizados: un nuevo
vehículo de inversión**

Presentado por:

Miguel Rivas Gómez

Valladolid, 4 de julio de 2016

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. LOS FONDOS COTIZADOS.....	5
2.1. Concepto, orígenes y evolución.....	5
2.2. Características.....	9
2.3. Tipología.....	11
2.4. Ventajas y riesgos.....	14
3. LOS FONDOS COTIZADOS EN ESPAÑA.....	17
3.1. Regulación.....	17
3.2. Funcionamiento del mercado.....	18
3.2. Intermediarios y productos.....	23
3.4. Costes de la operativa: comisiones y fiscalidad.....	26
3.5. Evolución.....	28
4. CONCLUSIONES.....	31
5. REFERENCIAS BIBLIORÁFICAS.....	33

ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico 2.1. Crecimiento del número de ETF's y del patrimonio gestionado.....	8
Gráfico 2.2. Crecimiento y volumen de activos por áreas.....	9
Figura 3.1. Funcionamiento del mercado de ETF's.....	19
Gráfico 3.1. Gestión de patrimonio por categoría.....	24
Tabla 3.1. Fondos cotizados por patrimonio gestionado.....	25
Gráfico 3.2. Contratación histórica de los fondos cotizados en España.....	28
Tabla 3.2. Evolución número de ETF's.....	29
Gráfico 3.3. Crecimiento anual de los diferentes segmentos del SIBE.....	30
Gráfico 3.4. Crecimiento acumulado de los diferentes segmentos del SIBE.....	31

RESUMEN

Son ya más de 20 años desde la aparición de los fondos cotizados, pero en la última década hemos asistido a su eclosión como producto financiero. En este trabajo se recoge esta magnífica evolución que ha provocado que esta forma de inversión sea la favorita de muchos operadores. A partir de una visión global y el análisis de sus características se intenta situar más tarde los ETF's dentro del contexto del mercado español, donde cada vez más inversores optan por incluirlos en sus carteras y donde estamos asistiendo debido a esta gran aceptación a un crecimiento exponencial de este mercado. Son muchas las posibilidades de inversión en este segmento de contratación, desde renta fija o variables a commodities o mercados emergentes. Se espera que los fondos cotizados sigan creciendo y cada vez tengan un peso mayor en el mercado.

Palabras clave: *fondos cotizados, ETFs, producto de inversión, mercados financieros*

Clasificación JEL: *D53, E44, G23*

ABSTRACT

They are already more than 20 years from the appearance of the ETF's, but in the last decade we have been present as they burst as a financial product. In this work there is reflected this magnificent evolution and what has provoked this form of investment as one of the favorites of many operators. From a global vision and the analysis of his characteristics it is tried to place later the ETF's inside the context of the Spanish market, where increasingly investors choose to include it in his portfolios and where we are attending due to this great acceptance to an exponential growth of this market. The possibilities of investment are great in this segment of investment, from fixed or variable revenue to commodities or emergent markets. It is expected that the quoted funds will continue growing and every time having a major weight on the market.

Keywords: *Exchange Traded Funds (ETFs), Investment Product, Financial Markets*

JEL Classification: *D53, E44, G23*

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es analizar, tanto en el contexto internacional como en España, la importancia y repercusión que hoy en día tienen las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), más en concreto, los Fondos Cotizados o ETF's (*exchange-traded funds*) en los mercados financieros. El continuo desarrollo y promoción de nuevos productos financieros hacen de éste un tema versátil y de actualidad. Existen múltiples formas de inversión en renta variable y los Fondos Cotizados son una novedad en continua expansión.

Numerosos inversores con especial predilección por la inversión pasiva, amantes de los bajos costes de operatividad y la amplia diversificación ven en los Fondos Cotizados su mejor baza. La posibilidad de hacer operaciones intradía a través una variada gama de ofertas especializadas, permite a traders y especuladores llevar a cabo estrategias de inversión que con otro tipo de activos supondrían un riesgo mucho más alto o sería imposible. Como recogió Phillips (2007, p. ix), exdirector general de Morningstar, *“El fenómeno de los ETF's es probablemente el más revolucionario desde la perspectiva del inversor individual. Nunca antes tantos inversores adoptaron tan rápidamente un concepto financiero y por tales razones como las que ofrecen los ETF's”*. Son productos híbridos que ponen en común las ventajas de los fondos de inversión, como la diversificación de la cartera de activos, y las ventajas operativas que ofrecen las acciones, permitiendo a sus poseedores operar con total agilidad en cualquier momento.

El trabajo está estructurado en dos partes; la primera aborda los aspectos más generales, desde el concepto, características y tipología de los fondos cotizados hasta sus ventajas y riesgos, pasando por la revisión de sus orígenes y evolución. En la segunda, se estudia el fenómeno de los fondos cotizados en España, cómo están regulados, cuál es la estructura organizativa y el funcionamiento del mercado donde se negocian, qué agentes participan y qué productos se comercializan y cómo ha evolucionado desde su creación. Finalmente se recogen las principales conclusiones obtenidas a lo largo del estudio.

2. LOS FONDOS COTIZADOS

En este apartado se pretende obtener una visión global de este tipo de productos financieros; para ello, inicialmente los definimos y enmarcamos dentro de las instituciones de inversión colectiva; a continuación, revisamos sus características y su tipología y, en último lugar, procedemos a evaluar las ventajas e inconvenientes de estos instrumentos de inversión.

2.1. CONCEPTO, ORÍGENES Y EVOLUCIÓN

Los fondos cotizados aparecen como consecuencia del desarrollo de las instituciones de inversión colectiva y de los procesos de innovación en la industria de la gestión de carteras.

Las instituciones de inversión colectiva (IIC), tal y como señala Martínez-Aldama (2009, p. 43) “tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos”. Son diversos los criterios para clasificar las instituciones de inversión colectiva (véase Mateu Gordon, 2008, pp. 4); ahora bien, si nos centramos en su política de inversiones podemos diferenciar las siguientes modalidades:

- IIC de carácter financiero: invierten en todo tipo de activos financieros y por su forma jurídica pueden configurarse como fondo (patrimonio conformado por las aportaciones de inversores o partícipes) o sociedad de inversión (sociedad anónima con capital materializado en acciones).
- IIC de carácter no financiero: invierten en instrumentos no financieros como activos inmobiliarios y también pueden adoptar la forma de fondo o sociedad de inversión.

Los fondos de inversión financieros, por su parte, pueden ser fondos ordinarios (cuando invierten mayoritariamente en renta fija, renta variable y/o productos derivados), fondos de fondos (cuando invierten en otros fondos de inversión), fondos subordinados (cuando invierten exclusivamente en un fondo de inversión), fondos índice (cuando su política de inversiones va encaminada a

replicar un determinado índice) y fondos cotizados (tipo de fondo índice con ciertas peculiaridades).

Los fondos cotizados o, en su terminología inglesa, EFT's (Exchange Traded Funds) son, como recogen Sánchez Quiñones *et al.* (2009, p. 146), "fondos de inversión de carácter financiero cuyas participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores". Podría decirse que son un producto financiero híbrido a medio camino entre los fondos de inversión y las acciones. Como fondos permiten una gran diversificación invirtiendo el patrimonio, configurado a partir de las aportaciones de los partícipes, en instrumentos financieros que replican un índice de renta fija, de renta variable, de materias primas o de divisas y que es representativo de uno o varios mercados. Como acciones permiten una gran flexibilidad puesto que las participaciones cotizan y se negocian durante toda la sesión en mercados secundarios de valores; en contraposición a los fondos de inversión tradicionales que únicamente permiten suscribir o reembolsar participaciones de acuerdo a su valor liquidativo tras el cierre de la sesión.

En menos de veinte años, los Exchange Traded Funds se han convertido en uno de los vehículos de inversión más atractivos tanto para inversores institucionales como para inversores individuales. A menudo son promovidos como más baratos y mejores que los tradicionales fondos de inversión puesto que los ETF's ofrecen opciones de diversificación, comercialización y arbitraje a un coste más reducido para los inversionistas.

Actualmente los fondos cotizados gestionan activos por valor de más de 100 billones de dólares y cada año se lanzan al mercado cientos nuevos replicando activos subyacentes cada vez más diversos. Son tan populares que algunos gestores ofrecen cada vez más ventajas a sus clientes para incluir estos productos en sus carteras.

¿Cómo surgieron los ETF's? La idea de invertir sobre índices se remonta a la década de los ochenta del pasado siglo donde fideicomisos y fondos de inversión se utilizaban para dar la posibilidad a inversores de invertir sobre una gran cantidad de activos de diversa naturaleza. Pero nada de esto se parece a lo que actualmente conocemos bajo el nombre de ETF's.

A través de un artículo de Simpson (2010), Gary Gastineau, uno de los más famosos autores de manuales de inversión en fondos cotizados, sitúa como el

primer instrumento financiero con unos objetivos similares al de un ETF las Index Participation Shares (participaciones indexadas) sobre el S&P 500 en 1989, que permite a los inversores comprar o vender una participación en un índice del mercado de acciones sin tener que negociar con acciones individuales. Se trataba de un valor híbrido que tiene algunas características con futuros y opciones porque cada posición larga sobre participaciones indexadas tiene su correspondiente posición corta. De esta forma, el operador que mantiene una posición larga obtiene beneficios a medida que aumenta el nivel del índice subyacente, mientras que el que mantiene una posición corta gana cuando el índice desciende. Debido a estas características, finalmente quedaron clasificados en el mercado de futuros por un juzgado de Chicago.

El siguiente intento de creación de un fondo cotizado fue llevado a cabo por la Bolsa de Valores de Toronto en 1990 y se denominó Toronto 35 Index Participation Units (TIPs 35). Era un instrumento basado en la réplica del índice de las blue chips que cotizan en el mercado bursátil canadiense (TSE-35 Index).

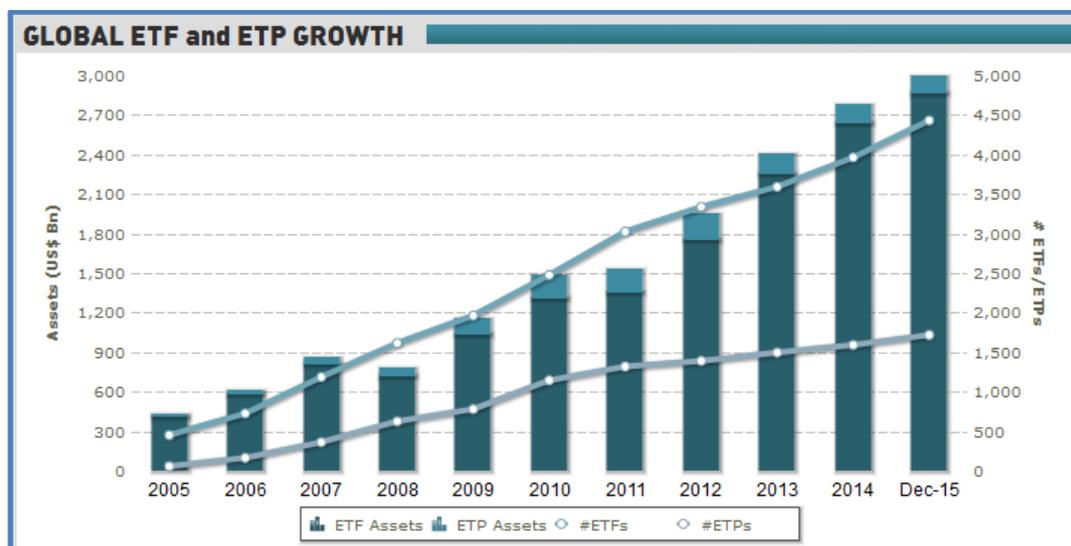
Tres años más tarde surgió el considerado como primer ETF de la historia. En enero de 1993, la American Stock Exchange (AMEX) lanzó el Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR), conocido también como el "spider". Este producto está gestionado por State Street Global Advisors y replica el índice americano S&P 500. Fue muy popular, y es todavía uno de los fondos cotizados con mayor volumen de negociación aunque tardó 15 años en conseguir una gestión activa en el mercado. Este fondo cuenta actualmente con más de 86 mil millones de dólares en activos bajo gestión y tiene un volumen de negociación diario de un cuarto de millón de acciones, convirtiéndose en uno de los principales ETF's en el mundo. Durante los siguientes años siguieron apareciendo en Estados Unidos fondos cotizados replicando otros índices bursátiles como, por ejemplo, el tecnológico Nasdaq.

En abril del año 2000 se introdujeron en Europa, más concretamente en Alemania, Reino Unido, Suiza y Suecia. No fue hasta julio de 2006 cuando aparecen en España con el Acción Ibex35 ETF del BBVA.

En el gráfico 2.1 se recoge la evolución del número de fondos cotizados y del patrimonio bajo su gestión. Como se observa, los ETF son el principal componente del total de productos cotizados o ETP (aquellos que basan su

rentabilidad en la evolución de una cesta de activos, ya sean índices, materias primas o divisas).

Gráfico 2.1. Crecimiento del número de ETF's y del patrimonio gestionado.

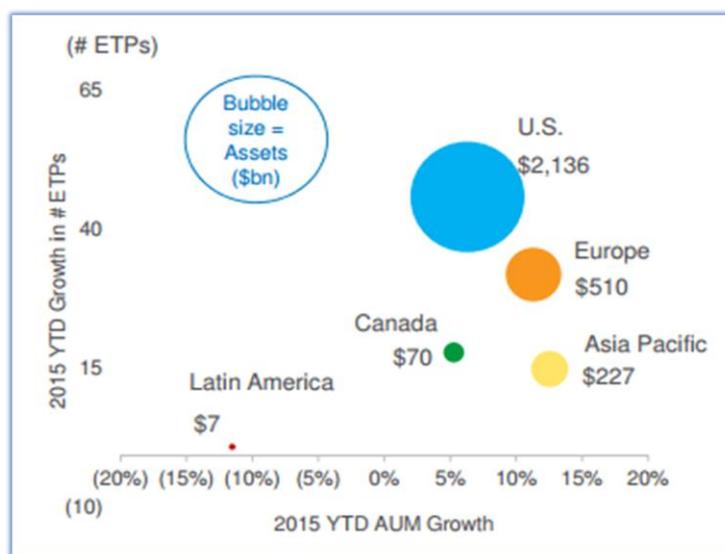


Fuente: www.etfgi.com

Su crecimiento ha sido espectacular; los activos administrados han aumentado más de un 25% al año durante la última década. Blackrock (2015), a través de su informe ETP Landscape, recoge que 42 mercados internacionales se reparten más de 5.000 tipos de ETF's y gestionan un patrimonio superior a los 3 billones de dólares en 2015. Además, según FundsPeople (2015a) y FundsSociety (2016), sólo en el último año, la industria en su conjunto creció por valor de 347.000 millones de dólares, un 58% más en Europa respecto a 2014 y solo en Estados Unidos se gestionan más de 2 billones de dólares, cifra que supone más del 50% del volumen negociado en el AMEX (American Stock Exchange). Cada vez son más los inversores que están optando por este tipo de inversión aprovechando el bajo coste de su operativa, la eficiencia fiscal, la transparencia de la cartera y la posibilidad de negociar intradía.

El gráfico 2.2 registra por grandes áreas geográficas el crecimiento durante los cuatro primeros meses de 2015. Aunque sigue siendo Estados Unidos el principal centro de contratación, a Europa le es atribuible el 60% del crecimiento de este mercado durante el año 2015, gestionándose en la zona más de 500.000 millones de dólares. El mercado asiático no es en absoluto despreciable presentando también buenos ritmos de crecimiento y en el resto de zonas todavía no tienen una presencia significativa.

Gráfico 2.2. Crecimiento y volumen de activos por áreas



Fuente: BlackRock (2016).

Los fondos cotizados han sido la primera opción para muchos inversores enfocados en la renta variable acaparando más del 50% del mercado, aunque cabe destacar que el peso de fondos cotizados de renta fija creció un 22% a nivel mundial. Por otra parte, la versatilidad de estos productos también ha permitido que se utilicen para acceder a los mercados de renta fija. Así mismo, las ventajas ofrecidas por los fondos cotizados han propiciado que muchos inversores los utilicen como sustitutos de los futuros o de los swaps.

Aunque algunos expertos aseguran que ETF's suponen un riesgo para la estabilidad financiera internacional, el análisis de informes de consultoras internacionales como PWC y algunos especialistas recogido por Expansión (2015a) indican que en el año 2020 los fondos cotizados gestionarán activos por valor de 7 billones de dólares, lo que implica un crecimiento de más del doble en menos de 5 años, superando incluso a los más conocidos hedge funds.

Lo que hace atractivo a estos instrumentos financieros y explican la continua expansión que están viviendo son sus especiales características que pasamos a explicar a continuación.

2.2. CARACTERÍSTICAS

Como acabamos de señalar, los fondos cotizados han sufrido una evolución sin precedentes en el mundo financiero, esto no parece haber sido fruto de la

casualidad ya que sus características los convierten en instrumentos de inversión ideales y eficientes para muchos y muy diversos agentes, desde inversores institucionales hasta inversores individuales. Según Sánchez (2008), son seis las principales características de los fondos cotizados:

- 1) La *liquidez* es probablemente la ventaja fundamental y una de las diferencias más destacadas respecto de los fondos de inversión tradicionales. Los fondos cotizados se negocian en mercados bursátiles como si de acciones se tratase replicando a un índice subyacente. Los inversores pueden realizar cualquier tipo de operación durante toda la sesión bursátil lo que asegura una liquidez diaria. Según Sánchez Quiñones *et al.* (2009, p. 148) “la estructura abierta hace a los ETF’s tan líquidos como sus subyacentes”.
- 2) Los *bajos costes* de los fondos cotizados son otra característica destacable. Son productos de gestión pasiva que se limitan a replicar el índice subyacente; esto hace que las comisiones de gestión sean muy reducidas. Según Megabolsa (2015), el Total Expense Ratio (TER), un indicador de los costes de gestión de los fondos, se sitúa alrededor del 0,1% anual, muy lejos del 1 o 2% que cobran los fondos de inversión tradicionales. Estos costes dependerán de la competencia que exista entre las gestoras a la hora de suscribir estos productos, cuanto más conocidos y más demandados sean menores serán las comisiones aplicadas. La estructura única de precios que siguen los fondos cotizados hace que los costes sean iguales tanto para inversores institucionales como para inversores individuales. La mayoría de los intermediarios no cobran por la entrada o salida de la negociación pero sí se aplican los costes de corretaje propios del mercado de acciones así como derechos de custodia. Llevar a cabo todas las operaciones para obtener una cartera similar a la de un ETF supondría incurrir en costes mucho más elevados tan solo por el número de operaciones a realizar.
- 3) Los ETF’s se caracterizan también por su *accesibilidad*; son productos para todo tipo de inversores puesto que el capital mínimo para entrar en el mercado suele ser una fracción del índice lo que hace que la inversión mínima requerida sea realmente baja. Además, hoy en día prácticamente cualquiera puede contratar fondos cotizados a través de su banco o a través

de numerosas plataformas en internet que permiten suscribir estos valores de formas sencilla e inmediata.

- 4) Los fondos cotizados son transparentes. Esta *transparencia* se debe a que los ETF's cotizan, y el valor liquidativo de las acciones se puede calcular sencillamente teniendo en cuenta los valores incluidos en nuestra cartera. Mediante una ponderación de éstos según su peso dentro del ETF se podrá calcular perfectamente el precio de compra o venta de las acciones teniendo en cuenta las variaciones en la cotización de cada uno de los índices. Esta característica es común a las acciones, en todo momento vamos a poder acceder a toda la información disponible con el fin de tomar las decisiones correctas. Además las diferentes instituciones aseguran que el proceso de formación de precios se desarrolle de forma adecuada.
- 5) Los fondos cotizados también son flexibles. Esta *flexibilidad* supone que pueden tomarse decisiones y ejecutarlas de forma rápida e inmediata durante toda la sesión del mercado bursátil. Un inversor va a poder realizar operaciones de compra y venta en cualquier momento antes de que la sesión cierre, no necesita esperar para conocer el valor liquidativo al que podrá negociar como ocurre con los fondos tradicionales. Esto va a permitir la adopción de diferentes estrategias de inversión, además de poder cursar órdenes conjuntas sobre diferentes índices o subyacentes a la vez, según la diversificación de la cartera.
- 6) Finalmente, indicar que son productos muy sencillos puesto que se limitan a replicar un índice. Esta *sencillez*, junto con las restantes características, ha provocado un boom en la adquisición de ETF's, unos fondos que cada vez ofrecen más y más activos subyacentes que replicar.

2.3. TIPOLOGÍA

La mayoría de los expertos utilizan dos criterios para clasificar los fondos cotizados, según el tipo de índice que replican y según la estrategia que cada producto sigue para replicar el índice.

Atendiendo al criterio del tipo de índice que replican, o dicho de otra forma, según la categoría en la que podría encuadrarse el activo subyacente, se distinguen las siguientes categorías de fondos cotizados:

- EFT's sobre materias primas o commodities. Estos fondos incluyen dentro de sus carteras un conjunto de materias primas o alguna materia prima en concreto a la que replican. Suponen una alternativa eficaz a los contratos de futuros. Incluimos aquí, por ejemplo, el STOXX® Europe 600 Oil & Gas ETF (SXEP).
- EFT's sobre divisas. Estos fondos cotizados pretenden obtener rendimientos de las fluctuaciones entre los tipos de cambio de diferentes divisas. Un ejemplo es el PowerShares US Dollar Index Bullish Fund (DOG), formado por contratos futuros con una posición larga en dólares americanos contra seis divisas diferentes.
- EFT's sobre renta variable. Son aquellos que replican los índices de las principales bolsas mundiales o empresas cotizadas en éstos. Según Mateu Gordon (2008), los ETF's pueden replicar índices de renta variable que sean ponderados por capitalización, por rentabilidad por dividendos, por rentabilidad de los recursos propios, por beneficios, por ratios bursátiles (PER), etc. A su vez, dentro de la renta variable se incluyen varias categorías:
 - Globales: permiten recoger dentro del accionariado una visión mundial de la actual situación económica con el fin de que diferentes sectores o regiones no afecten a la evolución del índice. Un ejemplo es el FTSE All World Ex US ETF (VEU).
 - Capitalización: estos fondos cotizados pretenden reflejar la evolución de empresas según su capitalización. Un ejemplo sería el iShares IPC MidCap Total Return TRAC (IMCTRAC).
 - Sectoriales: replican el accionariado de empresas que tengan que ver con diferentes sectores de la economía. Como ejemplo el iShares STOXX Europe 600 Technology UCITS ETF (DE).
 - Países: en ellos se invierte en los principales índices bursátiles de un país en concreto. Dentro de este grupo se podrían incluir los ETF's sobre países emergentes. Un ejemplo es el iShares S&P India Nifty 50 Index Fund (INDY).
 - Estrategia: bajo esta denominación se incluyen aquellos fondos cotizados que buscan replicar el comportamiento de empresas con alguna característica concreta en común como por ejemplo su

rentabilidad por dividendos o sus expectativas de crecimiento. Dentro de este tipo podemos incluir el SPDR S&P 500 Growth ETF (SPYG).

- Capital riesgo: centrados en valores de empresas de capital riesgo o private equity, que a su vez participan en empresas con alto potencial y con una corta existencia. Un ejemplo es el PowerShares Global Listed Private Equity Portfolio (PSP).
- EFT's sobre renta fija. A través de este tipo de fondos cotizados se replican índices de deuda de cualquier tipo, ya sea corporativa o pública. Según FundsSociety (2015) "se enfocan en una clase de activo específico dentro del mercado. La clasificación puede realizarse por sectores (bonos del tesoro, corporativos), por calificación crediticia (Aaa - A), o por rango de vencimiento (7-10 años)". Existen multitud de combinaciones entre estos tres elementos que vendrán determinadas en cada ETF. Estos ETF's pueden estar ligados a la inflación con el fin de cubrir a sus inversores de la depreciación de alguna moneda. Un ejemplo es el Vanguard Extended Duration Treasury ETF (EDV) sobre bonos del tesoro de los Estados Unidos a 30 años.

Atendiendo al tipo de estrategia para replicar los activos incluidos en sus carteras, se distinguen, siguiendo a Renta4 Banco (2016), las siguientes categorías de fondos cotizados:

- Tradicionales: son los más básicos y se encargan de replicar índices por medio de una cartera diversificada de activos que suelen ser los mismos que componen el índice, consiguiendo así una réplica lo más fiel posible, reduciendo el error de seguimiento.
- Inversos: estos productos replican de forma inversa un índice. El inversor obtendrá beneficios cuando la ponderación del conjunto de activos subyacentes tome un valor negativo. Este tipo de ETF's pueden servir para estrategias de cobertura o para obtener rendimientos en épocas de crisis.
- Apalancados: como bien indica su nombre, los fondos cotizados apalancados multiplican los beneficios y las pérdidas, por lo que es necesario tener un conocimiento mayor sobre estos productos. El índice que replican y los instrumentos utilizados por el ETF pueden ser swaps, futuros u otros instrumentos derivados.

- Ultrainversos o inversos apalancados: son una conjunción de las dos categorías anteriores.

Aunque las clasificaciones anteriores son las más utilizadas, existen *otras alternativas*; por ejemplo, García Zárate (2015) diferencia entre ETF's físicos y sintéticos:

- Físicos: Un ETF físico es “aquel que replica la rentabilidad del índice invirtiendo en la totalidad o en una parte de los constituyentes del índice” (García Zárate, 2015). Esto quiere decir que los gestores del fondo van a invertir directamente comprando los valores del activo subyacente, ya sean acciones, materias primas o cualquier otro activo.
- Sintéticos: aquellos que “replican la rentabilidad del índice usando contratos de swap. Esto significa que los ETF's sintéticos tienen una cesta de valores que puede no estar relacionada con el índice que siguen. Y lo que hacen es cambiar la rentabilidad de esta cesta por la rentabilidad del índice a través de un contrato swap con una contraparte, que en la mayoría de casos es un banco de inversión” (García Zárate, 2015).

Actualmente nos podemos encontrar en el mercado con ambos tipos de productos; no obstante, los productos de réplica física son algo más demandados. Hay que recordar que los fondos cotizados sintéticos utilizan los tan controvertidos productos derivados por lo que se ha llegado a cuestionar este tipo de ETF al suponer un riesgo para la economía.

2.4. VENTAJAS Y RIESGOS

En un apartado anterior se han revisado las características de los fondos cotizados; de dichas características se derivan toda una serie de ventajas que han provocado una revolución en la contratación de estos productos. Pero, igualmente, su contratación entraña una serie de riesgos. A continuación veremos la cara y la cruz de estos nuevos vehículos de inversión tal como recoge, entre otros, Sánchez (2008).

VENTAJAS:

- Cartera diversificada y gestión del riesgo: los inversores van a decidir la clase de activos en los que van a invertir y la exposición al riesgo que deseen. Es decir, pueden decidir el tipo de activo subyacente que va a

replicar el ETF y la diversificación deseada dentro de cada tipo. Si se deciden a invertir en países emergentes, cuanto mayor sea el número de países dentro de la cartera menor será la exposición al riesgo en cada uno de ellos. El objetivo es obtener una máxima rentabilidad con un mínimo riesgo.

- Sencillez y agilidad operativa a un bajo coste: los ETF's son muy fáciles de suscribir a través de cualquier plataforma o intermediarios bancarios. Se puede operar tanto en el mercado primario como secundario pudiéndose en éste abandonar y tomar posiciones durante toda la sesión bursátil y la liquidez que proporcionan estos productos hace que estas operaciones se realicen con prácticamente total seguridad.
- Implementación de diferentes estrategias: una de las características de estos productos es que actúan como si de acciones se tratase. Se pueden utilizar una gestión pasiva o una gestión activa de estos productos. Como recoge Mateu Gordon (2008), la gestión activa de los ETF implica el poder utilizar elementos fundamentales de análisis, a través del análisis fundamental, técnico o gráfico y el uso de diferentes ratios. Los inversores van a poder especular o tomar posiciones de cobertura a través de productos derivados.
- Dividendos: esta cuestión suele depender de las entidades gestoras de los fondos cotizados, pero la mayoría de dichas entidades suelen repartir dividendos con el fin de ajustarse lo máximo posible a los índices que replican.
- Replicación fiel del "Benchmark": los fondos cotizados son considerados hoy en día el mejor producto a la hora de replicar cualquier índice, el error de seguimiento o tracking error de estos activos es mínimo y resulta muy fiable para invertir en cualquier activo de nuestro gusto, pudiéndose calcular de forma aproximada el valor liquidativo.

RIESGOS:

- Alta volatilidad: los fondos cotizados se caracterizan por estar ampliamente diversificadas sus carteras, esto implica que la exposición a la volatilidad de los mercados de renta variable pueda ser muy elevada y suponer un riesgo.

- Riesgo de mercado: como cualquier otra inversión también están expuestos a las posibles pérdidas resultado de los malos resultados en el mercado, también se asumen riesgos derivados de la evolución de los tipos de interés o de la depreciación de las divisas.
- Tracking error: aunque los ETF's están creados para replicar multitud índices nunca vamos a obtener una réplica exacta de los activos subyacentes, por lo que no obtendremos un beneficio exacto. Reducir este error es una parte fundamental a la hora de seleccionar un gestor adecuado.
- Menor transparencia: aunque las principales instituciones tanto europeas como españolas han estado actualizando continuamente la regulación de estos productos sigue habiendo falta de información para los inversionistas. En nuestro país, la Comisión Nacional del Mercado de Valores en 2015, a través de su boletín internacional, propuso 15 principios que pudiesen ser adaptados a los diferentes marcos legales y estableciesen diferentes reglas para la difusión de información en distintos aspectos como transparencia sobre la cartera de un ETF u otras medidas apropiadas para facilitar las actividades de arbitraje en los ETF's de acciones.
- Duplicidad de gastos: hay que recordar que estos productos aúnan las características de las acciones como las de los fondos de inversión, por lo que los inversores incurrirán en gastos típicos de ambos productos aunque luego las comisiones sean menores.

Para finalizar con los riesgos, es importante mencionar, como caso específico, a los fondos cotizados sintéticos que, por sus características específica, conllevan más peligro. Según Rankia (2011): “Los sintéticos también invierten en acciones, pero para reducir el “tracking error” usan swaps y sólo mantienen (en el mejor de los casos) una pequeña muestra de las acciones del índice. El uso de derivados permite la reducción de costos, ya que es más barato comprar un swap que los cientos de acciones necesarias para imitar a un índice.” Esto quiere alertar del uso de los famosos productos estructurados que tuvieron un papel fundamental en la actual crisis. Es una forma de transferir y reducir el riesgo a través de estructuras complejas, por lo que suponen un riesgo a mayores para los ahora tan populares ETF's.

3. LOS FONDOS COTIZADOS EN ESPAÑA

En este apartado se profundiza en el mercado de los fondos cotizados en España tratando de dar respuesta a las siguientes preguntas: ¿cuándo surge este mercado y cómo está regulado?, ¿qué agentes participan y qué tipos de productos se comercializan?, ¿dónde y cómo se opera con ellos? y ¿cuál ha sido su evolución? De esta forma, analizaremos qué identifica a este sector en nuestro país, cuál es su normativa y funcionamiento, así como la evolución que ha tenido desde que se lanzase el primer ETF el 20 de julio de 2006. Para ello se ha consultado, entre otros, Sánchez (2008) así como datos e información pertenecientes a la página web de Bolsas y Mercados españoles en su segmento de fondos cotizados.

Desde el inicio estos productos tuvieron una enorme acogida tanto por inversores institucionales españoles como por inversores individuales, situándose estos primeros en tan sólo dos años, los cuartos por participación en la industria mundial. Bolsas y Mercados Españoles (BME) tenía especial interés en implantar estos productos en España; el desarrollo internacional los situaba con preferencia en la cartera de los inversores españoles.

3.1. REGULACIÓN

En 2005 a través del R.D. 1309/2005 se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, del 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC). Por primera vez apareció el concepto de fondo cotizado y su regulación en la legislación española. Son concretamente los artículos 38 y 49 los que recogen la política de funcionamiento de estos fondos que, textualmente, deben "reproducir o replicar un determinado índice que reúna las siguientes condiciones: tener una composición suficientemente diversificada, resultar de fácil reproducción, ser una referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión y tener una difusión pública adecuada". Así mismo un fondo cotizado tiene un límite del 35% sobre el patrimonio total del fondo para invertir en un mismo valor de cualquier entidad. La legislación española referenciaba en el Reglamento de febrero de 2001 los denominados "fondos índice" con un objetivo similar al de los ETF pero caracterizados por su gestión pasiva, es decir, no cotizados.

La condición de productos híbridos que cotizan en el mercado de valores hace que se rijan también por la normas de funcionamiento bursátil. En este ámbito se acogen a la Circular 1/2006 sobre las normas de funcionamiento del Segmento de Negociación de Fondos de Inversión Cotizados en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español). La Circular 1/2006 ha sufrido varias modificaciones en los años 2008, 2010 y 2011 ajustándose a los requerimientos del mercado; estos cambios hacen referencia a nuevos tipos de contrataciones, al tipo de órdenes o a la vigencia de éstas.

3.2. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

La estructura organizativa está basada en diferentes figuras que resultan fundamentales para el correcto desarrollo de la actividad en el mercado de fondos cotizados. Tres son las que se consideran claves, el Sistema de Interconexión Bursátil, el gestor del fondo y el especialista.

El *Sistema de Interconexión Bursátil Español* (SIBE) fija las normas de contratación, proporciona acceso al mercado y difunde la información relevante entre los diferentes agentes que toman parte en la negociación (valor liquidativo, volumen de negociación, precios, etc.). De igual forma, proporciona datos estadísticos del mercado de forma periódica. Los ETF's cotizan en el SIBE, en el segmento de Renta Variable.

El *gestor del fondo* tiene la función de promocionar el producto y difundir la información relativa a éste; calcula el valor liquidativo diario del fondo y ajusta la cartera a la composición del índice subyacente. Será el único capaz de emitir y reembolsar las participaciones que se negocian en el mercado, así como repartir los dividendos correspondientes. Actualmente existen tres en España: BBVA Asset Management, Deutsche Asset & Wealth Management y Lyxor Asset Management.

El *especialista* es la entidad que asume un papel similar al del creador de mercado. Aumentan las posibilidades de operar, garantizando la liquidez. El especialista es una figura fundamental para el segmento de negociación de los ETF's. Según la Circular 1/2006 de Bolsas y Mercados Españoles podrán considerarse especialistas aquellos que establezcan acuerdos con entidades gestoras o entidades designadas por estas, asumiendo así las obligaciones

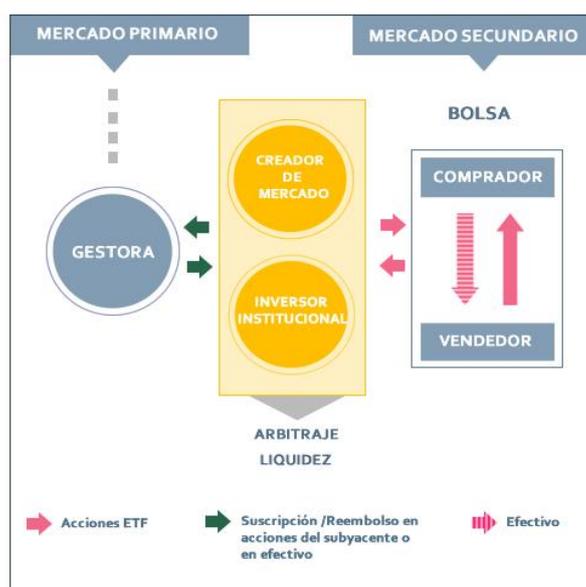
pertinentes. Cada valor negociado deberá tener como mínimo un especialista. Según Sánchez (2008), tres son las principales funciones de los especialistas:

- Horquilla: Los especialistas deben introducir posiciones con una horquilla máxima entre la mejor posición de compra y la de venta en el mercado.
- Importe efectivo mínimo: El especialista tiene la obligación de introducir en el mercado posiciones con la horquilla anterior para que se pueda comprar o vender el valor en cuestión por un importe efectivo mínimo.
- Tiempo de reacción: El especialista deberá desarrollar las actuaciones indicadas en los epígrafes anteriores dentro de un plazo razonable desde el instante en que se produzca la situación que justifique su intervención.

La Comisión de Contratación y Supervisión será la encargada de controlar el comportamiento de los especialistas y establecer sus límites. Los especialistas podrán suspender sus funciones con la aprobación de la Comisión y bajo causa justificada. Será también ésta la encargada de establecer los valores de la horquilla, importe mínimo efectivo y tiempo de reacción de acuerdo con las características de cada producto.

Estas tres figuras participan en los dos mercados disponibles para subscribir participaciones en fondos cotizados, el mercado primario y el secundario. Sus interrelaciones pueden apreciarse en la figura 3.1.

Figura 3.1. Funcionamiento del mercado de ETF's



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

En el mercado primario intervienen inversores institucionales y especialistas para adquirir participaciones a un precio y condiciones determinados por la entidad gestora. El número de participaciones mínimas para subscribir se denomina Unidad Básica de Cesta. El precio vendrá fijado por el valor liquidativo que se establezca durante la sesión bursátil del día en el que se curse la operación.

¿Qué requisitos deben cumplir los fondos cotizados para que sean admitidos a negociación? Primeramente se necesita que la gestora obtenga una autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ésta tendrá un plazo de tres meses para resolver la solicitud. La CNMV analiza entre otras cosas la correcta diversificación de la cartera, que sea de fácil replicación y que los activos subyacentes hayan sido aceptados de acuerdo a las normas de la Instituciones de Inversión Colectiva como activos aptos para la negociación. La sociedad gestora también deberá establecer un especialista que tome posiciones vendedoras y compradoras con el fin de ayudar a establecer el valor liquidativo en cada sesión. No se necesita un mínimo de participes para admitirlo a negociación como puede ocurrir con otros fondos de inversión. Finalmente el fondo cotizado debe inscribirse en el registro pertinente de la CNMV para empezar su actividad.

En el *mercado secundario* participan todos los agentes, incluidos los pequeños inversores. Funciona de forma parecida al mercado continuo español para subscribir acciones, el precio del ETF's va a venir marcado durante la sesión bursátil atendiendo a las fluctuaciones que se den en el activo subyacente y ese precio viene determinado aproximadamente por una fracción de éste.

Una vez conocidas las partes intervinientes y los mercados, vamos a revisar el *funcionamiento del mercado*; siguiendo el modelo definido por la Sociedad de Bolsas (2011) se distinguen las siguientes fases y segmentos del mercado:

1. Subasta de apertura

Este periodo comienza a las 8:30 horas y finaliza a las 9:00 horas con un cierre aleatorio de 30 segundos. Durante la subasta de apertura se pueden introducir operaciones de compra y venta, así como cancelarlas o modificarlas, pero en ningún caso se cruzan operaciones. En este proceso se ofrece en tiempo real el precio de equilibrio al que se ejecutarían las órdenes de abrirse el mercado

en ese momento. Una vez concluida se asignan las operaciones susceptibles de ser ejecutadas. El precio fijado durante la subasta será el precio de apertura de la sesión bursátil.

2. Mercado abierto

Esta fase tiene lugar desde las 9:00 hasta las 17:35 con un cierre aleatorio de 30 segundos. Al igual que la subasta de apertura se pueden introducir, cancelar o modificar operaciones con la diferencia de que éstas se negociaran si se cumplen las condiciones necesarias teniendo en cuenta la prioridad de precio y tiempo en ese orden y se ejecutarán de acuerdo al mejor precio del lado contrario. Una vez finalizada la sesión se establece un precio de cierre que será el valor medio de las mejores posiciones de compra y de venta, redondeado al alza. En el mercado de los ETF's no se realiza subasta de cierre como ocurre con la acciones.

El modelo de mercado también regula las variaciones mínimas de precios o ticks y las máximas mediante el establecimiento de dos rangos propios para cada valor en función de su volatilidad histórica. Estos rangos son el estático (variación máxima permitida respecto al precio estático, el de la última subasta) y el dinámico (variación máxima permitida respecto al precio dinámico, el de la última negociación). Cuando se sobrepasa cualquiera de estos dos rangos se lleva a cabo una nueva subasta que se denomina subasta de volatilidad, con una duración de 5 minutos y con un cierre aleatorio de 30 segundos. También se puede producir cuando se considere necesario si la diferencia entre el precio y el valor liquidativo es demasiado alta con el fin de ajustar ambos valores.

Dada las particularidades de los fondos cotizados como producto financiero, puede ocurrir que la cotización de los ETF's se suspenda de forma temporal durante el periodo de mercado abierto. Las causas que pueden motivar la suspensión de la negociación son las siguientes: cuando es imposible determinar el índice del activo subyacente del ETF, cuando no es posible establecer el valor liquidativo o cuando falta comunicación en la forma y plazos establecidos de la cartera de valores del fondo, el precio y el valor liquidativo.

3. Mercado de bloques

Esta modalidad permite a los agentes llevar a cabo ordenes de sentido contrario o concluir operaciones siempre con volúmenes de negociación alto y a un precio establecido. Las operaciones se pueden introducir de 9:00 horas

hasta las 17:35. Existen dos modalidades, bloques convenidos y bloques parametrizados.

En bloques convenidos, el precio puede variar un +/-1% sobre el punto medio de la horquilla de la mejor posición de compra y venta de la contratación general. El volumen de títulos que se negocie va a depender del volumen medio de negociación diario del último año. En bloques parametrizados, el volumen efectivo de la negociación debe ser mayor de 500.000€ y representar por lo menos el 5% del volumen medio de contratación diaria del valor. La variación máxima permitida va a ser del 15% respecto del precio estático.

4. Mercado de operaciones especiales

El horario de este mercado tiene lugar desde el final de la sesión hasta las 20:00 horas. Durante este periodo tiene lugar negociaciones de bloques de acciones con una contrapartida fijada de antemano a un precio determinado. Deben cumplir unos requisitos de precio y volumen para poder ser negociadas durante este periodo. Pueden ser comunicadas o autorizadas de acuerdo con el volumen negociado.

Para completar el análisis del funcionamiento del mercado es necesario revisar la *tipología de órdenes* que se contempla. Durante la sesión bursátil los inversores pueden cursar un número indefinido de operaciones de compra y venta. En ellas se debe indicar el tipo de orden, si es de compra (bid) o venta (ask), el valor a suscribir, el número de participaciones o importe, la forma y el plazo de vigencia que puede variar de uno a 90 días. Existen tres tipos de órdenes:

- Órdenes limitadas: se establece un límite de precio que no se puede superar en el caso de órdenes de compra; en el caso de una orden de venta el límite indicara el importe mínimo que el inversor está dispuesto a aceptar por sus participaciones. Cuando no exista una contraparte, las órdenes quedarán en espera durante el plazo de vigencia hasta que se encuentre.
- Ordenes por lo mejor: las órdenes se cursarán al mejor precio del lado contrario. Si no hay un volumen suficiente para ejecutar la orden al mejor precio de forma completa, la parte restante de la orden quedará como una orden limitada a ese precio.

- Órdenes de mercado: este tipo de órdenes no están sujetas a ninguna condición, se negociarán partiendo del mejor precio hasta que todas las órdenes hayan sido ejecutadas.

La Circular 1/2010 estableció la orden limitada como la única posible para el mercado de los ETF's aunque la circular 1/2011 eliminó esta medida y estableció los tres tipos como válidas para emitir ordenes en el mercado de los fondos cotizados.

Estas órdenes pueden emitirse estableciendo alguna de las siguientes condiciones:

- Volumen mínimo: se establece un volumen mínimo de participaciones que de no ser ejecutadas la orden será rechazada.
- Todo o nada: la orden se tiene que ejecutar de forma completa sino es rechazada por el sistema.
- Ejecutar o anular: se ejecutan las órdenes que sean posibles atendiendo al volumen de mercado y el resto se rechazan.
- Con volumen oculto: se muestra solo una parte de las participaciones a negociar, un mínimo de 250. Según se va ejecutando parte de la orden el resto de participaciones salen a negociación con prioridad de precio pero no de tiempo. Es útil para ejecutar órdenes de gran volumen.

3.3. INTERMEDIARIOS Y PRODUCTOS

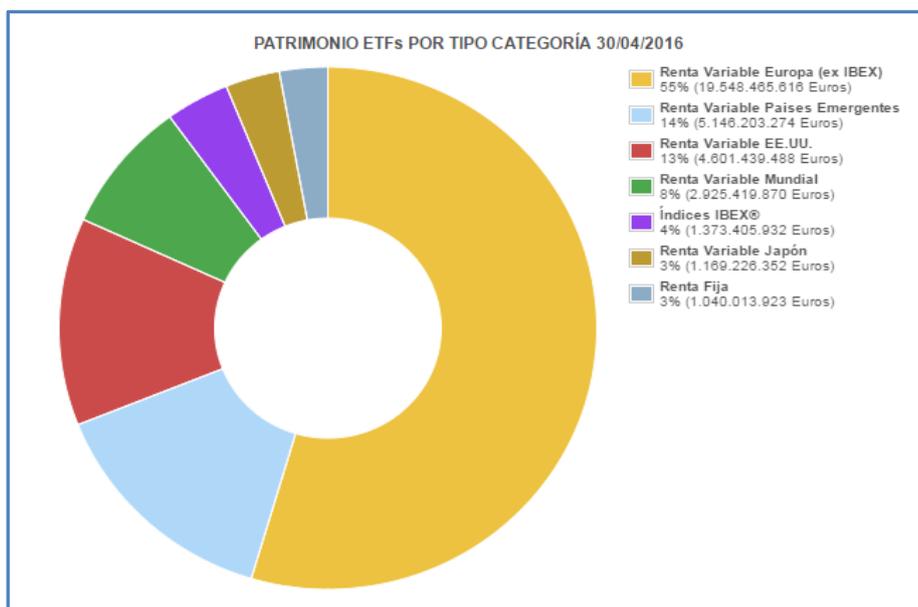
¿Quiénes son y que función cumplen los intermediarios financieros que operan en el mercado de fondos cotizados? Como ya comentamos en el apartado anterior los especialistas y gestores de fondos son los dos pilares sobre los que se apoya el mercado de los ETF's. Los participantes en los mercados de valores son las denominadas empresas de servicios de inversión (ESI) y su función es prestar servicios profesionales y asesorar a aquellos inversores que quieran participar en los mercados financieros, difundiendo información sobre los productos disponibles y pudiendo cursar operaciones en cualquiera de dichos mercados. Para poder invertir en fondos cotizados el inversor deberá acudir a cualquiera de las tres entidades que veremos a continuación:

- Sociedades de Valores: poseen pleno poder de actuación en los mercados. Pueden cursar órdenes referidas a cualquier clase de valor tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.
- Agencias de Valores: a diferencia de las Sociedades de Valores no pueden realizar operaciones por cuenta propia solo atender a las carteras de sus clientes. Así mismo, no pueden asegurar emisiones ni conceder créditos para suscribir valores.
- Entidades de crédito: desde el año 2000 pasan a formar parte de los agentes del mercado permitiéndolas realizar operaciones en los mercados de valores. Prestan servicios a las Empresas de Servicios de Inversión.

Según BME (2016), existen hasta doce intermediarios financieros en el mercado español que controlan la mayor parte de la actividad en el sector de los fondos cotizados, entre ellos se encuentran bancos y sociedades de valores como Bankinter, OpenBank, ING Direct, SelfBank, Inversis Banco o GVC Gaesco, entre otros.

¿Cuántos productos están presentes en el mercado de los ETF's en España? Actualmente, según BME (2016) en el mercado de fondos cotizados español cotizan 46 productos, 17 están gestionados por Lyxor Asset Management, 2 por BBVA Asset Management y 27 por DB X-Trackers. Todos ellos se pueden agrupar en siete categorías, tal y como se recoge en el gráfico 3.1.

Gráfico 3.1. Gestión de patrimonio por categoría



Fuente: BME.

Como se aprecia, los inversores prefieren tomar posiciones sobre productos que repliquen índices de renta variable ya que éstos suponen el 97% del total del patrimonio gestionado. Son los mercados europeos los más atractivos para los inversores, acaparando un 55% del total.

En la tabla 3.1 se observa que los cuatro primeros fondos por patrimonio gestionado replican índices europeos, siendo el Euro Stoxx 50 el más presente en las carteras de inversión, reflejando la evolución de las 50 blue chips de mayor capitalización y liquidez de la eurozona. En concreto, el ETF que gestiona un mayor patrimonio es el LYXOR UCITS EURO STOXX 50.

La volatilidad actual de los mercado de renta fija está provocando un crecimiento de la inversión en ETF's en este segmento; como recoge Luque (2015), el patrimonio gestionado a nivel mundial por esta categoría de ETF's apenas alcanza un 16% del total, pero los inversores españoles están optando por incluir estos productos en sus carteras. El más importante en el segmento español de este mercado es el DB x-trackers II iBoxx Sovereigns Eurozone Yield Plus UCITS ETF 1C replicando aquellos bonos europeos de deuda soberana con mayor rendimiento. Países emergentes y EE.UU. se sitúan también como parte importante en el mercado

Tabla 3.1. Fondos cotizados por patrimonio gestionado

Nombre	ISIN	Ticker	Patrimonio (euros)		
			30/04/2016	31/03/2016	30/04/2015
LYXOR UCITS ETF EURO STOXX 50 - D-EUR	FR0007054358	MSE	7.237.761.297	7.280.879.473	6.935.242.885
DB X-TRACKERS DAX UCITS ETF (DR)	LU0274211480	DXDAX	4.238.960.885	4.552.389.028	4.073.679.464
DB X-TRACKERS EURO STOXX 50 UCITS 1C DR	LU0380865021	DXESC	2.737.414.868	2.849.235.745	1.846.930.435
DB X-TRACKERS EURO STOXX 50 UCITS 1D DR	LU0274211217	DXESX	2.330.267.503	2.392.608.257	2.265.871.125
DB X-TRACKERS S&P 500 UCITS ETF	LU0490618542	DXSPX	2.169.407.500	1.948.702.746	1.474.196.728
DB X-TRACKERS MSCI WORLD UCITS ETF	LU0274208692	DXMWO	1.764.058.844	1.717.464.198	1.960.517.786
LYXOR UCITS ETF S&P 500	LU0496786574	SP5	1.454.400.255	1.419.575.511	738.540.035
DB X-TRACKERS MSCI EMERGING MKTS UCITS	LU0292107645	DXMEM	1.409.001.752	1.341.805.957	2.168.385.683
LYXOR UCITS ETF MSCI EMERGING MARKETS	FR0010429068	LEM	1.175.992.320	1.046.475.422	1.235.042.195
DB X-TRACKERS MSCI JAPAN UCITS ETF (DR)	LU0274209740	DXMJP	1.169.226.352	1.063.522.326	1.054.323.160

Fuente: BME.

En definitiva, la gama de productos ofrecida en el mercado español de fondos cotizados es amplia por lo que permite tanto a inversores institucionales como a particulares tomar posiciones sobre un rango variado de subyacentes y mercados. Todos los analistas, además, consideran que este segmento seguirá experimentando un fuerte crecimiento en los próximos años.

3.4. COSTE DE LA OPERATIVA: COMISIONES Y FISCALIDAD

Una de las características más importantes de los fondos cotizados son las reducidas comisiones que los inversores deben soportar para operar en el mercado de los ETF's. Aun así, los potenciales inversores deben tener en cuenta las comisiones aplicadas puesto que suponen una reducción de su rentabilidad. A diferencia de otros fondos de inversión, no existen comisiones de suscripción ni de reembolso, esto se debe a que son fondos que cotizan y permiten tomar y abandonar posiciones en una misma sesión bursátil. Sin embargo, sí están sometidos a las siguientes:

- **Comisión de gestión:** es la que la entidad gestora aplica por su intermediación y vendrá determinada por el patrimonio gestionado por el fondo y por los rendimientos generados. Recordemos que los ETF's son fondos de gestión pasiva por lo que la comisión de gestión, a pesar de ser la más importante, va a ser mucho menor que en los fondos de inversión tradicionales. Las comisiones de gestión (TER) se aplican anualmente y se reflejan directamente sobre el valor liquidativo. Podemos comprobar la comisión aplicada por cada ETF en el folleto informativo de cada uno de ellos; folleto que podemos encontrar en la web de Bolsas y Mercados Españoles. Actualmente en España la comisión de gestión media es del 0,45 %.
- **Comisión de corretaje:** es aquella aplicada por los intermediarios, es decir sociedades y agencias de valores, y entidades de crédito dependientes de las anteriores. En 1992 se liberalizaron las comisiones aplicadas a las operaciones bursátiles, por lo que las comisiones dependerán del criterio de cada intermediario. Este tipo de comisión se aplica sobre el efectivo de cada transacción, de este modo la comisión aplicable va a depender del volumen invertido. Los intermediarios están obligados a informar de manera pública y a la CNMV de las comisiones aplicadas y sus variaciones, de forma que el cliente tendrá la posibilidad de abandonar posiciones ante cualquier cambio sobre el contrato inicial sin penalización. Las comisiones dependen mucho de la cantidad invertida por cada cliente; aquellos con mayor actividad negocian porcentajes mucho más reducidos que un inversor particular que participa en el mercado de forma esporádica, esta diferencia puede ser de

hasta un 50%. Los bróker on-line suelen ofrecer las mejores condiciones estableciendo una tarifa común generalmente baja. Según Sánchez (2008), la comisiones de corretaje varían entre un 0,15 y un 0'25 % del montante de la operación.

- Comisión de administración: es aplicada por los intermediarios con el fin de grabar los servicios prestados al inversor como la información diaria, plataformas virtuales, etc. Por ley esta comisión no puede ser mayor del 0,20% del volumen invertido. Al igual que la comisión de gestión viene implícita, se cobra directamente sobre el rendimiento y de forma periódica, normalmente cada trimestre. El valor aplicado así como cualquier variación debe ser comunicado a la CNMV y a los clientes.

Estas van a ser la principales comisiones a tener en cuenta cuando se invierte en ETF's. Además, la Bolsa donde se negocien las participaciones e Iberclear cobra su correspondiente canon sobre el volumen invertido.

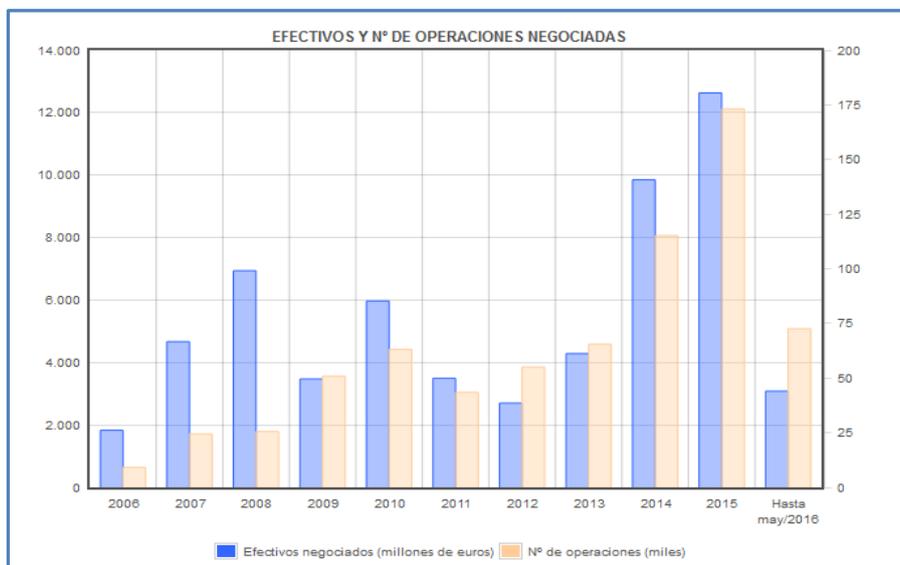
Los fondos cotizados no están exentos de tributación ya que supone un aumento o disminución en la renta en el caso de las personas y beneficios o pérdidas para los diferentes inversores institucionales por lo que deben recogerse en la correspondiente declaración de impuestos. Las ganancias y pérdidas derivadas de la inversión en ETF's no están sometidas a retención como ocurre con los fondos tradicionales. El 1 de enero de 2015, y en aplicación de la Ley 26/2014, de 27 de noviembre, supuso un cambio en la fiscalidad, antes se tributaba a un tipo único de un 18%, actualmente no hay distinción por antigüedad y se establecen tres tipos de gravamen progresivo para la transmisión entre fondos y venta de ETF's. Del 20% para los primeros 6.000 euros, del 22% para la ganancia adicional hasta los 50.000 euros y del 24% para el importe que supere los 50.000 euros.

Los dividendos tendrán el mismo tipo de gravamen que el de transmisión y venta pero con la diferencia de que se aplicará una retención del 20%. En definitiva, desde el punto de vista fiscal, este tipo de producto financiero también resulta atractivo, sobre todo en comparación con los fondos convencionales. Como indica Sánchez (2008) las comisiones son mucho menores, situándose la comisión de gestión de los ETF's entre un 0,05% y un 1,91% y en los fondos de inversión tradicionales entre un 0,39% y un 1,91%.

3.5. EVOLUCIÓN

Los ETF's en España comenzaron a comercializarse en el año 2006. El primer fondo cotizado fue el BBVA Acción Ibex 35 ETF y replicaba el índice español Ibex 35. Había grandes expectativas con la entrada de estos nuevos productos en nuestro país. En Europa habían cosechado un gran éxito y su crecimiento era exponencial. Según Sánchez (2008), por aquel entonces se gestionaban aproximadamente 450.000 millones de dólares en todo el mundo con la participación de 52 gestoras comercializando unos 500 productos en 33 bolsas diferentes. En el gráfico 3.2 observamos el rápido crecimiento vivido por los fondos cotizados en la bolsa española tanto en efectivo negociado como en número de operaciones. Durante los dos primeros años se triplicó el volumen de negociación alcanzando los 7.000 millones de euros en 2008. Fue entonces cuando la crisis financiera repercutió con fuerza sobre este mercado. A partir de 2012 la contratación empezó a aumentar alcanzando máximos históricos en el año 2014, donde se alcanzó un volumen de negociación de 9.849,9 millones de euros, lo que supuso un 130% más que el año anterior y 115.000 operaciones realizadas por los inversores.

Gráfico 3.2 Contratación histórica de los fondos cotizados en España



Fuente: BME.

En el año 2015 la tendencia se mantuvo aunque el incremento fue menor. Se estableció un nuevo record de volumen negociado, con 12.633,7 millones de

euros, y de operaciones realizadas, con más de 170.000. Los datos registrados hasta mayo de 2016 parecen indicar un cambio de tendencia y es posible que por primera vez en cuatro años se reduzca la actividad en el mercado de los ETF's.

Respecto a la evolución de los productos ofrecidos por las gestoras, vemos en la tabla 3.2 que, tras el inicio de su comercialización y en tan sólo cuatro años, el número de fondos disponibles para los inversores se incrementó en sesenta. En 2011 alcanzó el nivel máximo, con 75 fondos cotizados negociados en el SIBE. A partir de este año, la cifra ha ido disminuyendo hasta el día de hoy en el que, según Bolsa y Mercados Españoles, cotizan en el segmento de ETF's 46 productos.

Tabla 3.2. Evolución número de ETF's

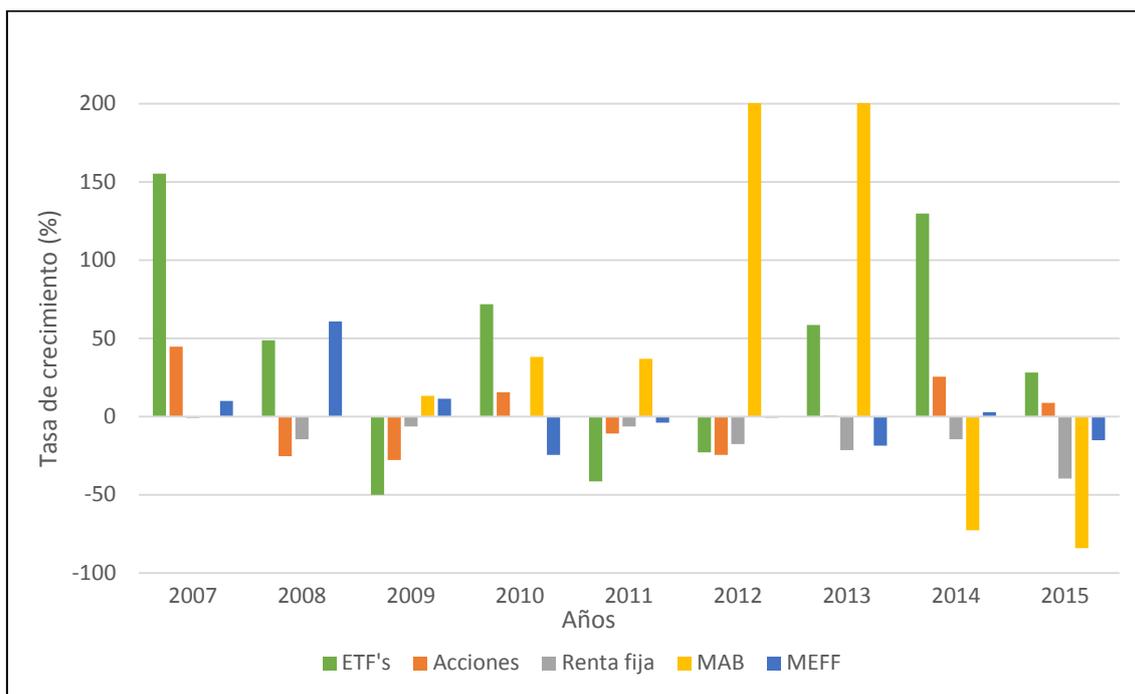
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FONDOS ETF EN ESPAÑA 2006-2015										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Junio 2015
Nº	5	21	30	32	65	75	73	68	-	70

Fuente: Alda García et al. (2015).

La mayoría de los fondos cotizados del mercado español replican índices de renta variable, sobre todo de acciones cotizadas en las bolsas europeas. Los principales analistas consideran que esta situación se igualará en un futuro y los inversores se inclinarán de igual forma por ETF's sobre renta fija para completar sus carteras de valores, debido a la actual situación de incertidumbre en los mercados financieros y a la existencia de una gama cada vez más amplia de subyacentes disponibles. Así mismo, las estrategias predominantes son aquellas que implican una gestión pasiva en vez de estrategias de seguimiento inverso o de mayor complejidad.

Al realizar una comparación de los fondos cotizados con los otros segmentos del SIBE, observamos que los primeros han evolucionado de forma exponencial en comparación con los demás mercados. Los gráficos 3.3 y 3.4 recogen la evolución del volumen negociado en los cinco segmentos más importantes del mercado bursátil español durante los últimos nueve años.

Gráfico 3.3 Crecimiento anual de los diferentes segmentos del SIBE

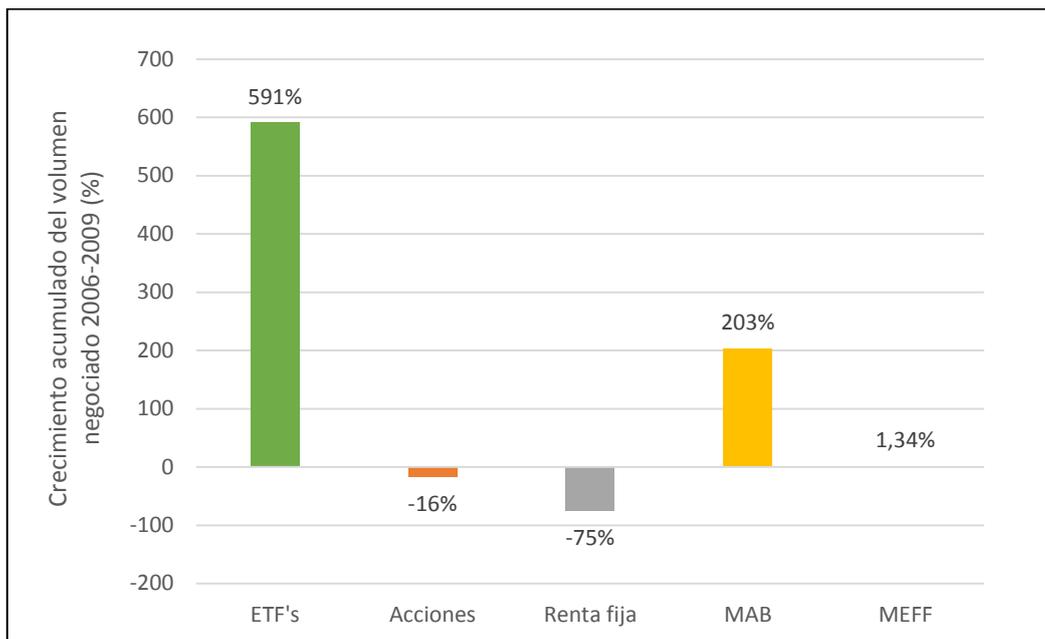


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Globalmente, se aprecia un comportamiento más positivo del mercado de ETF's que del resto de segmentos, incluso teniendo en cuenta el descenso del volumen negociado que experimentó en tres años ya que éste se ve sobradamente compensado con el fuerte crecimiento en el resto de los años analizados.

La renta fija no está resultando atractiva debido al escepticismo presente entre los operadores en relación al riesgo de este tipo de inversiones como consecuencia de la fuerte crisis que han vivido los mercados de deuda corporativa y soberana. El segmento de acciones ha tenido un crecimiento desigual como consecuencia también de la incertidumbre y continua volatilidad en los mercados. Tan sólo el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) ha provocado un interés importante entre los inversores; la posibilidad de invertir en categorías tan populares hoy en día como son las empresas en expansión, las SICAVS (Sociedades de inversión de capital variable) o las SOCIMIS (Sociedades de Inversión en el mercado inmobiliario) ha mantenido este segmento en alza, aunque tras dos años en negativo parece que este 2016 recuperará la atención de los inversores con la entrada a cotización de nuevas empresas.

Gráfico 3.4 Crecimiento acumulado de los diferentes segmentos del SIBE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Este gráfico nos presenta, al igual que el anterior, la progresión de las cinco categorías del SIBE pero de forma acumulada de 2006 a 2015. Como se observa el mercado de los ETF's ha quintuplicado su volumen negociado en tan corto espacio de tiempo, algo que no había ocurrido nunca con ningún tipo de producto financiero tras su lanzamiento. Mientras que mercados tradicionales como el de acciones o renta fija se han desplomado durante estos años, los inversores han optado por tomar posiciones en mercados jóvenes como el MAB o el de ETF's donde la rentabilidades alcanzan valores muy atractivos. Estos datos no hacen más que confirmar un futuro prometedor que siga una estela de continuo desarrollo para los fondos cotizados.

4. CONCLUSIONES

Los fondos cotizados siguen siendo un vehículo de inversión relativamente nuevo. A través de este trabajo se ha ofrecido una visión general de lo que los fondos cotizados son hoy en día y el funcionamiento del mercado de estos productos.

Después de analizar minuciosamente las características de los ETF's y su evolución en el mercado se puede afirmar que estos instrumentos financieros tienen buenas perspectivas de futuro. Si se consolida la recuperación

económica y los inversores recuperan la confianza, el crecimiento para estos mercados es más que previsible puesto que no sólo dará cabida mayoritariamente a inversores institucionales, como hasta ahora, sino que además los clientes minoristas también los tendrán en mente en sus decisiones de inversión. Prueba de ello es que en EE.UU. ambos tipos de inversores ya se reparten la participación en el mercado. Quizá nuestro futuro pueda ser un reflejo de lo que actualmente el mercado de los ETF's en Estados Unidos supone, donde las commodities y los mercados emergentes están ganando participación sobre los principales ETF's que replican índices internacionales. Con el incremento de la oferta y la demanda también crecerá el número de gestoras e intermediarios, lo que implicará que continúe una tendencia de reducción de las comisiones, ya de por sí bajas.

Hemos podido comprobar las ventajas que los fondos cotizados ofrecen, son productos híbridos con unas características realmente interesantes para los inversores individuales que tan sólo necesitan de un capital mínimo relativamente bajo para poder acceder a la negociación. Es papel fundamental de las autoridades proteger al pequeño inversor, ante el incremento de estructuras más complejas para replicar el subyacente. El creciente uso de derivados en los fondos cotizados hace cada vez mayor el riesgo al que se enfrenta el inversor, los derivados permiten llevar a cabo estrategias de cobertura o meramente especular con el precio de cualquier tipo de producto sin tener una conexión real con el mismo. Es necesario un control mayor sobre los productos ofertados, asegurar que las estructuras que siguen los ETF's tengan un correcto diseño y llevar a cabo una inspección continua sobre la comercialización de estos, con el fin de tener un mayor conocimiento de la oferta publicitada y sus características. Así mismo es necesario incrementar la información accesible para el inversor con el propósito de que conozca el producto que se le ofrece y concienciar del riesgo al que se expone.

Estos riesgos no son algo característico de los fondos cotizados, están presentes en muchas otras formas de inversión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tiene la responsabilidad de controlar el mercado financiero y mantener la estabilidad, para ello es necesario establecer un control sobre los ETF's cada vez más ilíquidos que puedan ser ofrecidos a los inversores y aumentar las garantías de éstos sobre las instituciones financieras.

Los fondos cotizados a diferencia de sus principales competidores, los fondos de inversión tradicionales, tienen la ventaja de que apenas se ha explotado su potencial. Como ya hemos señalado van a suponer una oportunidad para cualquier tipo de inversor a la hora de poder implementar cualquier tipo de estrategia combinando una gestión activa a través de operaciones intradía o una gestión pasiva como si de un fondo de inversión de tratase. El mismísimo Warren Buffet, el conocido empresario estadounidense, aconsejó a su mujer invertir el 90% de dinero que heredase en un ETF que replicase el índice S&P 500. Parece indicativo del potencial de este mercado el hecho de que uno de los más grandes inversores a nivel mundial apueste por estos productos. Las rentabilidades que son capaces de generar, acompañadas de unos mínimos gastos de gestión, hacen de los ETF's un instrumento de inversión colectiva revolucionario y con un futuro más que interesante. Los fondos cotizados por lo tanto deben ser una forma de inversión más que a tener en cuenta por cualquier inversor en un futuro para incluir en su cartera de valores.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alda García, M., García Taboada, A. y Marco Sanjuán I. (2015): "Aparición y crecimiento de los ETF en España", *Boletín Económico de ICE*, nº 3069, del 1 al 30 de noviembre.

Aparicio Roqueiro, C. y González Pueyo, F. (2012): "Fondos cotizados: características y desarrollos recientes", *Documento de Trabajo*, nº 55, Comisión Nacional del Mercado de Valores.

BlackRock (2015): *BlackRock ETP Global Landscape*. Abril. Disponible en: <http://www.fundspeople.com/system/media/8535/original/Informe.pdf?1431515044>

Bolsas y Mercados Españoles (2013): "Estructura, organización y funcionamiento del Mercado de Valores Español", *Publicaciones*, Diciembre, pp. 15-18.

Bolsas y Mercado Españoles. (2016): ETFs. Recuperado el 1 de Junio de 2016, de: <http://www.bmerv.es/esp/asp/ETFs/Portada/Portada.aspx>

Calicchio, S. (2013): *Los Exchange Traded Funds de una forma sencilla: La guía de introducción a los ETFs y a las relativas estrategias de trading e inversión*, Editorial Calmail, Italia.

Cinco Días (2015): "Fondos cotizados: una industria en pleno boom". Disponible en: http://cincodias.com/cincodias/2015/02/25/mercados/1424878111_641763.html
[Consulta: 13/06/2016]

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014): *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación*.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2016): Boletín Internacional. Mayo. Disponible en: http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=&jera_id=&cont_id=173 [Consulta: 13/06/2016]

Dirigentes Digital (2015): “Más institucionales y apoyo regulatorio: el futuro de los ETFs”. Disponible en: <http://www.dirigentesdigital.com/articulo/gestiona-tu-dinero/fondos/223072/regulacion/factores/externos:/sera/futuro/etfs.html> [Consulta: 13/06/2016]

ETFGI (2016): Index. Recuperado el 1 de Marzo de 2016, de: <http://www.etfqi.com/index/home>

Expansión (2015a): “Fondos cotizados: a por los siete billones de dólares para 2020”. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2015/05/20/555cdaf846163f8b388b459e.html> [Consulta: 23/06/2016]

Expansión (2015b): “Los fondos cotizados se disparan en España de la mano de las gestoras extranjeras”. Disponible en: <http://www.expansion.com/mercados/fondos/2015/06/08/5575e61246163f063c8b4594.html> [Consulta: 13/06/2016]

Ferruz Agudo, L. y Vargas Magallón, M. (2008): “Fondos de Inversión Españoles: Crecimiento y análisis de eficiencia”. *Publicaciones, Bolsas y Mercados Españoles*, pp. 56-60.

FundsPeople (2015a): “Datos sobre la evolución que están registrando los ETF: ¿en qué punto estamos?”. Disponible en: <http://es.fundspeople.com/news/datos-sobre-la-evolucion-que-estan-registrando-los-etf-en-que-punto-estamos> [Consulta: 23/06/2016]

FundsPeople (2015b): “Entender la liquidez de los ETF”. Disponible en: <http://es.fundspeople.com/news/entender-la-liquidez-de-los-etf> [Consulta: 13/06/2016]

FundsSociety (2015): “¿Cuáles son los tres elementos clave de un ETF de renta fija?”. Disponible en: <http://www.fundssociety.com/es/noticias/etf/cuales-son-los-tres-elementos-clave-de-un-etf-de-renta-fija> [Consulta: 13/06/2016]

FundsSociety (2016): “iShares lideró la industria de ETFs en 2015 con entradas netas por valor de 130.000 millones de dólares”. Disponible en: <http://www.fundssociety.com/es/noticias/etf/ishares-lidero-la-industria-de-etfs-en-2015-con-entradas-netas-por-valor-de-130000> [Consulta: 23/06/2016]

García Zárate, J. (2015): «Diferencia entre un ETF físico y sintético». *Morningstar*. Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/142201/diferencia-entre-un-etf-f%C3%ADsico-y-sint%C3%A9tico.aspx> [Consulta: 23/06/2016]

Luque, F. (2015): “¿En qué ETFs invierten los fondos de renta fija?”. *Morningstar*. Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/135894/%C2%BFen-qu%C3%A9-etfs-invierten-los-fondos-de-renta-fija.aspx>

Martínez-Aldama, A. (2009): “Características generales y regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva en España”, *Situación actual y perspectiva de las Instituciones de Inversión colectiva*, Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación, nº 30, pp. 43.

Mateu Gordon, J. (2008): *Guía de los Fondos Cotizados o ETFs*. Disponible en: https://www.inversis.com/pagEstaticas/Guias/Etfs/fondos_cotizados.pdf [Consulta: 13/06/2016]

Megabolsa (2015): “*Ventajas y desventajas de los fondos cotizados ETFs*”. Disponible en: <http://www.megabolsa.com/2015/07/25/ventajas-y-desventajas-de-los-fondos-cotizados-etfs/> [Consulta: 23/06/2016]

Patrón, G., Trujeque, S., Morillas, F. y Prast, G. (2012): “ETF’s: Exchange Traded Funds” [Tesis Doctoral], Universidad Pompeu Fabra. Recuperado el 20 de Septiembre de 2015 de: <http://www.barcelonaschoolofmanagement.upf.edu/documents/Tesina-ETF.pdf>

Phillips, D. (2007): *The ETF Book*. Editorial Wiley, Nueva Jersey.

Rankia (2011): “*ETFs ¿Cómo una buena idea puede convertirse en Desastre?*”. Disponible en: <http://www.rankia.com/blog/etfs-pm/863851-etfs-como-buena-idea-puede-convertirse-desastre> [Consulta: 13/06/2016]

Renta4 Banco (2016): “*Gama de ETFs nacionales e internacionales*”. Disponible en: <http://www.r4.com/productos/etfs/gama> [Consulta: 13/06/2016]

Sánchez, I. (2008): *Manual de inversión en ETF's*. Editorial Inversor Ediciones, Madrid.

Sánchez Quiñones, J. y Mardomingo, J. (2009): “Nuevas formas de inversión colectiva. Los fondos cotizados (ETF). La gestión alternativa. Los fondos de capital riesgo o capital privado”, *Situación actual y perspectiva de la Instituciones de Inversión colectiva*, Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la Fundación, nº 30, pp. 145-156.

SelfBank (2012): *Guía para operar con ETF's*. Disponible en: https://docs.selfbank.es/generes/marketing/201210_GUIAETFSCURSO.pdf [Consulta: 13/06/2016]

Simpson, S. (2010): “A Brief History of Exchange-Traded Funds”, *Investopedia*. Disponible en: <http://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp> [Consulta: 23/06/2016]

Sociedad de Bolsas (2006a): “Normas de funcionamiento del segmento de negociación de fondos de inversión cotizados en el sistema de interconexión bursátil”, *Circular nº 1/2006*, Bolsas y Mercados Españoles, Mayo, pp. 1-2.

Sociedad de Bolsas (2006b): “Normas de funcionamiento del segmento de negociación de participaciones de fondos de inversión cotizados en el sistema de interconexión bursátil” *Circular nº 1/2010*, Bolsas y Mercados Españoles, Enero, pp. 1-2.

Sociedad de Bolsas (2006c): “Normas de funcionamiento del segmento de negociación de fondos de inversión cotizados en el sistema de interconexión bursátil”. *Circular nº 1/2011*, Bolsas y Mercados Españoles, Noviembre, pp. 1-2.

Sociedad de Bolsas (2011): *Fondos Cotizados (ETF's): Descripción del Modelo de Mercado*, Bolsas y Mercado Españoles, Noviembre.

Societe Generale (2012): *Manual Lyxor ETF*. Disponible en: https://docs.bankinter.com/stf/plataformas/broker/etf/informacion_etfs/emisores/manual_etfs_lyxor.pdf [Consulta: 13/06/2016]

Temas de Actualidad (2000): “*Exchange Traded Funds (ETF)*” nº 93, Noviembre.