



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

### **Trabajo de Fin de Grado**

#### **Grado en Economía**

### **Fondos cotizados**

Presentado por:

***David de la Fuente Fernández***

Tutelado por:

***Dolores Soto Torres***

Valladolid, 10 de Julio de 2017

## INDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>2</b>
<b>2. METODOLOGÍA .....</b>	<b>3</b>
<b>3. FONDOS COTIZADOS. ....</b>	<b>4</b>
3.1. Características de los ETFs .....	7
3.2. Tipos de fondos cotizados.....	9
3.3. Riesgos de los fondos cotizados.....	14
3.4. Rentabilidad .....	15
<b>4. FONDOS COTIZADOS EN ESPAÑA. ....</b>	<b>16</b>
4.1. Funcionamiento del mercado e intermediarios .....	19
4.2. Cómo invertir en ETFs , comisiones y fiscalidad.....	23
4.3. Comparación de los Fondos cotizados con otros productos financieros .....	25
<b>5. CONCLUSIONES .....</b>	<b>28</b>
<b>6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>29</b>

## INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Gráfico 3.1 Crecimiento del número de ETFs y del patrimonio que gestionan .....	5
Tabla 3.1 Proveedores de ETFs en Europa.....	6
Gráfico 3.2 Inversión de fondos españoles según el tipo de ETF.....	13
Tabla 3.2 Rentabilidad acumulada (%) del fondo cotizado “Acción IBEX 35 ETF FI Cotizado Armonizado” .....	16
Gráfico 4.1 Evolución del efectivo negociado (en millones de euros) en ETFs.....	18
Tabla 4.1 Precios de la sesión del mercado de ETFs .....	19
Tabla 4.2 Horquilla emitida por un especialista .....	20
Gráfico 5.1 Variación porcentual del volumen negociado en 2016 en ETFs, Acciones, Fondos de Inversión y MEFF.....	27

## **RESUMEN**

Los fondos cotizados son un producto financiero híbrido ya que como las acciones, cotizan en el mercado bursátil pero como los fondos de inversión, canalizan la inversión conjunta de particulares. Una particularidad que justifica su crecimiento es que puede ser considerado como un producto low cost, ya que para participar en ellos no se requieren recursos monetarios excesivos. El análisis de los fondos cotizados es el objetivo de este trabajo. En primer lugar, se analizará su evolución, sus características, los distintos tipos de ETFs que existen en el mercado, el riesgo que se asume al invertir en este producto financiero y por último se finalizará este apartado mediante un análisis de la rentabilidad. Un segundo apartado estudiará el papel que desempeñan los fondos cotizados en el mercado financiero español, se examinará su regulación, el funcionamiento del mercado en el que cotizan, cómo operar en él y los costes que resultan de la operativa. Asimismo, se realizará una comparativa con los fondos de inversión, las acciones y los futuros. Por último, se concluirá el trabajo destacando los aspectos más relevantes analizados.

Palabras clave: fondos cotizados, mercado financiero, sociedades de inversión colectiva, fondos de inversión y acciones.

Clasificación JEL: E44, D52, G23

### **1. INTRODUCCIÓN**

El desarrollo de las instituciones de inversión colectiva ha promovido que los fondos cotizados sean uno de los productos financieros que más crecimiento ha tenido en los últimos años. Las cifras avalan esta afirmación, en el mundo existen actualmente cerca de 5.000 ETFs que mueven 4.000 billones de dólares, gran parte de ellos en Estados Unidos según datos facilitados por ETFGI (ver [seekingalpha.com](http://seekingalpha.com)), una compañía independiente que analiza las tendencias en el mercado ETF/ETP.

El hecho de ser un producto de gestión pasiva que replica un índice o un indicador asociado a un activo subyacente, permite al inversor realizar una inversión diversificada, presumiblemente con un coste y un riesgo menor que si

tuviese que formar y mantener su propia cartera de activos; además de, posiblemente lograr una mayor rentabilidad. No obstante, es un producto de inversión y por ello, para su utilización es necesario conocer todas sus características y sus peculiaridades en relación a productos competitivos. La inversión en el producto, por tanto, no está justificada si un inversor no conoce los aspectos que se pueden derivar del producto.

El trabajo está dividido en secciones. En la segunda sección se proporciona información sobre los recursos metodológicos utilizados en el desarrollo del trabajo. En la tercera sección se desarrolla las implicaciones del concepto fondos cotizados. Se repasará su evolución, los aspectos que los caracterizan en la actualidad, los diferentes tipos de ETFs que pueden encontrarse en el mercado, los riesgos que supone invertir en este tipo de activo financiero, y por último se dedicará un apartado en esta sección a la rentabilidad, un aspecto de gran importancia desde el punto de vista financiero. En la cuarta, el estudio se centra en España, se repasa su regulación, las implicaciones de ser un producto cotizado y se compara finalmente con otros productos financieros. En las conclusiones se resaltan las aportaciones del trabajo en aras de una mayor educación financiera.

## **2. METODOLOGÍA**

Para la realización del trabajo, en primer lugar se ha revisado la legislación de los fondos cotizados en España; se ha buscado información, sobre todo utilizando Internet, sobre los fondos cotizados que actualmente se comercializan en el mundo y en España, en particular. Se ha repasado, definiciones, especificaciones y características de distintos manuales y obras especializadas para complementar aspectos que iban surgiendo en el análisis. Asimismo, el contenido facilitado por la página web de la Bolsa de Madrid y la página de Bolsas y Mercado Españoles (BME) ha facilitado la formación de la estructura del trabajo. Los datos facilitados tanto por la Bolsa de Madrid como CNMV han permitido poder explicar de forma gráfica algunos aspectos importantes de los fondos cotizados.

### **3. FONDOS COTIZADOS.**

Los fondos cotizados o ETF como se les conoce por su denominación en inglés “Exchange Traded Funds”, son un tipo de fondo de inversión cuya gestión es pasiva. Luego, su forma de invertir consiste en replicar la composición de un índice de referencia, ya sea de renta fija, materias primas, renta variable o divisas. La particularidad de este fondo de inversión frente al resto es el hecho de que sus participaciones se negocian en el mercado de valores igual que las acciones. En realidad, son una mezcla entre los fondos de inversión y las acciones ya que contiene características de ambos productos financieros.

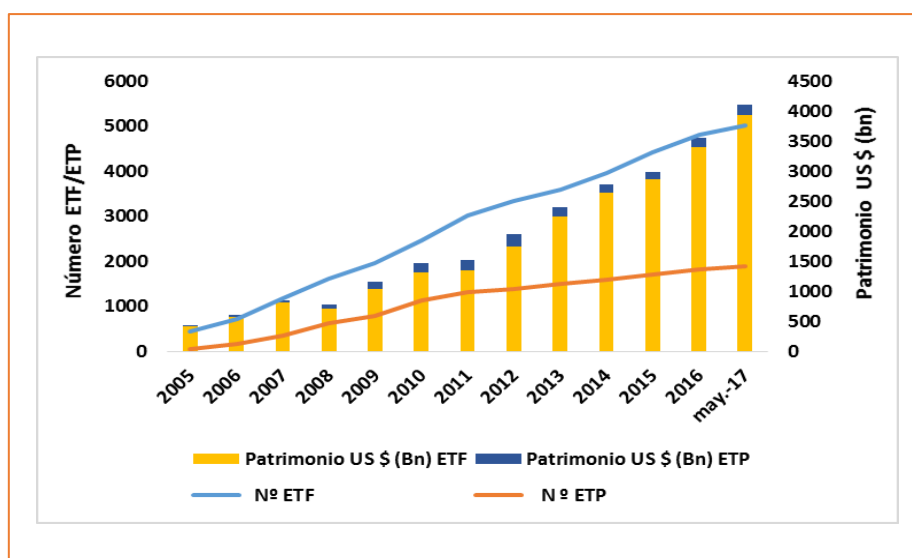
Los ETFs tienen su origen en Estados Unidos. Al principio no se denominaban fondos cotizados y lo que se hacía era negociar productos financieros sobre cestas de acciones denominados Index Participation Shares. Estos productos comenzaron a cotizar, aunque durante poco tiempo, en AMEX (American Stock Exchange) en 1987. En 1989, se lanzó un nuevo producto denominado TIPS (acrónimo de Toronto Index Participation Shares) que cotizaba en la bolsa de Toronto que puede considerarse como el primer antecesor de los fondos cotizados.

El lanzamiento del primer producto financiero considerado como ETF, se produjo en 1993, con los Standard & Poors, también conocidos como Spiders, cuyo valor es aproximadamente una décima parte del valor del índice Standard & Poor's 500, índice que engloba las 500 empresas más importantes de la bolsa neoyorquina. Desde ese momento, los fondos cotizados se han desarrollado de forma progresiva. A finales de 1990 se lanzó el ETF QQQ, sobre el índice tecnológico Nasdaq y se crearon los primeros ETF en Canadá y en Hong Kong. En Europa, los primeros fondos cotizados surgen en Alemania, Suecia, Reino Unido y Suiza en el año 2000. En el caso concreto de España, no será hasta 2006 cuando empiezan a cotizar los ETFs en el mercado; el primero fue puesto en circulación por BBVA sobre el Ibex35.

El desarrollo de los ETF ha sido mucho mayor que el resto de productos cotizados que engloba el ETP, que es un instrumento de inversión que permite llevar a cabo un seguimiento de una selección de activos relacionados, ya sean

divisas, materias primas o índices. En el gráfico 3.1 elaborado a partir de los datos publicados por la compañía británica ETFGI, se muestra la evolución del número de ETF y del patrimonio que gestionan a nivel mundial en los últimos años. El crecimiento a nivel global de este tipo de producto ha sido casi exponencial en la última década. De acuerdo con los datos que nos facilita ETFGI, Estados Unidos actualmente cuenta con 1.756 ETFs que gestionan cifras cercanas a los 3.000 billones de dólares. Es más, según un informe de febrero de 2017, de la agencia de calificación crediticia Moody's Investors Service (moody's.com), se cree que la gestión pasiva supere a la activa en los próximos años en ese país.

*Gráfico 3.1 Crecimiento del número de ETFs y del patrimonio que gestionan.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ETFGI*

En particular, en Europa, este tipo de activos se han duplicado en los últimos cinco años, según datos de El Economista (febrero, 2017), se ha llegado a cerca de 550.000 millones de euros a finales de 2016. Según la edición 2017 del A Guided Tour of European ETF Marketplace por el equipo europeo de Análisis de Fondos pasivos de Morningstar, se cree que en Europa se podrían llegar a adquirir fondos cotizados por valor de un billón de euros en 2020. El informe justifica este hecho basándose en los cambios regulatorios, la innovación y la mayor preferencia por inversiones de bajo coste.

Los principales proveedores de ETFs en Europa, ordenados por participación en el mercado, son mostrados en la tabla siguiente:

*Tabla 3.1 Proveedores de ETFs en Europa.*

<b>Proveedores</b>	<b>AUM (EUR Billion)</b>	<b>Market Share (%)</b>
iShares	253	46,4
db X-trackers	53,4	9,8
Lyxor	51	9,3
UBS ETFs	30,1	5,5
Amundi ETF	25,2	4,6
Vanguard	23,9	4,4
Source	19,9	3,6
SPDR ETFs	17,6	3,2
ETF securities*	16,4	3
Deka ETFs	8,3	1,5
Comstage	7,4	1,4
Swisscanto*	6,6	1,2
BNP Paribas Easy	6	1,1
HSBC	4,9	0,9
Deutsche Borse*	4,2	0,8
db-X ETC*	2,5	0,5
XACT	2,4	0,4
Powershares	2,3	0,4
GAM*	1,9	0,4
Ossiam	1,9	0,3
Think ETFs	1,7	0,3
SG Issuer	1,7	0,3
BoostETP	0,6	0,1
Morgan Stanley	0,4	0,1
WisdomTree	0,4	0,1
Others	2,2	0,4
<b>Total</b>	<b>545,7</b>	<b>100</b>

*\*Emisores especializados en la emisión de ETCs*

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Morningstar a 31/12/16.*

Como se puede apreciar, de acuerdo con los datos facilitados por Morningstar, iShares es con diferencia, el proveedor que mayor peso tiene en el mercado de ETFs en Europa, con una cuota de mercado del 46,4%. Dicho proveedor es administrado por la gestora estadounidense Blackrock, la que es considerada la empresa de gestión de inversiones globales más grande de mundo. Según su página oficial ([www.blackrock.com](http://www.blackrock.com)), iShares es líder en el mercado de ETFs desde 1997 y ofrece una gama de más de 300 fondos cotizados.

### 3.1. Características de los ETFs.

Siguiendo un informe de la CNMV de noviembre de 2015, recogido en la página web de la Bolsa de Madrid ([www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)), el éxito de estos productos se debe a una serie de factores entre los que destacan:

1. *Accesibilidad* ya que la compra se realiza a través de intermediarios financieros, como si se comprasen acciones. El importe mínimo para poder invertir en este tipo de producto es reducido, lo que hace que cualquier pequeño inversor pueda acceder a él. No obstante, siguiendo un estudio publicado por finanzas.com en junio de 2017, en España los inversores en este producto son mayoritariamente instituciones.
2. *Diversificación* debido a que, los fondos cotizados intentan replicar un índice de referencia, bien sea de renta fija, renta variable, materias primas o divisas. Esto permite diversificar y reducir el riesgo global que tienen otro tipo de inversiones más concentradas como las acciones, que suponen la inversión sobre una sola empresa. Esta diversificación hace que el inversor pueda beneficiarse de la evolución de los principales mercados sin invertir en todos los valores que forman los índices de referencia.
3. *Liquidez*, característica particularmente importante en cualquier producto financiero y hace referencia a la posibilidad de convertir el activo en dinero líquido a bajo coste y en poco tiempo. Los inversores en este producto pueden adquirir y vender el producto cuando quieran durante el horario de negociación bursátil, incluso más de una vez, en un proceso idéntico a las acciones. La operativa para comprar o vender participaciones es muy parecida a las acciones que se negocian en bolsa. La liquidez está asegurada ya que el mercado cuenta con proveedores de liquidez, obligados a comprar la oferta y saldar la demanda de ETFs; la oferta y la demanda permiten que haya precios de compra y venta durante toda la sesión bursátil. No obstante, hay determinados casos en los que el creador de mercado no actuará, son los supuestos denominados límites de actuación generalmente provocadas por una elevada volatilidad. Parece importante destacar que se puede interrumpir la contratación del índice debido a que no se comunica la cartera,



la cesta o el valor liquidativo en la forma y plazo establecido o bien porque sea imposible calcular el índice o el valor liquidativo.

4. *Inmediatez y transparencia* justificada pues durante la sesión bursátil, el usuario puede saber cómo evoluciona su inversión. Esto es posible a que la Bolsa calcula y pone a su disposición un valor liquidativo estimado durante las horas de negociación. Las operaciones se llevarán a cabo en función de los precios de compra y de venta que establezcan las contrapartidas en cada momento. Las inversiones y desinversiones se llevarán a cabo con mayor certeza, ya que los precios serán parecidos al último valor liquidativo que se haya establecido antes de la orden. La liquidación de las ventas se producirán en los mismos plazos que las acciones.
5. *Dividendos*. Los inversores cuentan con la posibilidad de recibir dividendos de forma periódica. Los fondos cotizados podrán retribuir a los partícipes con los dividendos que distribuyen las sociedades que forman el índice de referencia, sobre todo los ETFs de renta variable. El importe total será la diferencia entre el valor liquidativo del fondo y el valor del índice de referencia. Cada gestora tiene su propia política respecto al reparto de dividendos y cabe la posibilidad de que el intermediario cobre una comisión por la operativa. Otro punto a tener en cuenta es que el pago de dividendo da lugar a una disminución del valor liquidativo, como ocurre con las acciones. Tendrán derecho a dividendos todos aquellos que tengan un capital invertido en la fecha de registro de asignación de derechos. Esta quinta característica de los fondos cotizados es bastante importante, ya que los fondos de inversión convencionales no ofrecen esta posibilidad.
6. *Actuación de las entidades gestoras*. La gestión realizada por la entidad gestora es pasiva, es decir, no se sobrepondrá ni infrapondrá los valores que componen la cartera, sino que replica los porcentajes de todos los componentes del índice subyacente. Las comisiones de gestión que se aplican son menores que las aplicadas en los fondos de gestión activa.

Otras características de este producto respecto a la inversión propiamente dicha serían:

7. *Rentabilidad*: Los inversores de este tipo de producto pueden obtener la misma rentabilidad que genera el mercado sin necesidad de estar operando continuamente.
8. *Inversión global*: Gracias a los fondos cotizados, los inversores pueden invertir en los mercados internacionales sin necesidad de tener un amplio conocimiento sobre las empresas que cotizan en ellos. Simplemente tienen que depositar su dinero en un ETF que replique el mercado en el que quieren invertir.
9. *Gestión activa y pasiva* : Mediante este tipo de fondos, el inversor puede realizar operaciones de trading a corto, medio y largo plazo, es decir, realizar una gestión activa, por otra parte, y también puede obtener la rentabilidad que aporte el índice bursátil que se replica, es decir una gestión pasiva.
10. *Riesgo*: Aquellos inversores que realicen una gestión pasiva, podrán minimizar el riesgo gracias a la diversificación que se consigue invirtiendo en este producto ya que la diversificación minimiza el riesgo de una inversión.

### **3.2 Tipos de fondos cotizados**

Puede afirmarse que los ETFs pueden clasificarse desde distintos puntos de vista. Siguiendo un informe realizado por Roqueiro y Pueyo (2011), se puede diferenciar entre dos tipos muy generales: ETFs físicos y ETFs sintéticos.

- **ETFs físicos**: Son aquellos en los que se replica un índice mediante la compra de activos, en la misma proporción que el índice de referencia. Se consideran fondos cotizados físicos porque las acciones se encuentran custodiadas por una entidad que actúa de depositaria en una cuenta de terceros a nombre del fondo. La compra de todos los activos suponía un elevado coste, por lo que en algunos casos se optó por utilizar métodos estadísticos y de esta forma, se selecciona una serie de activos con los que se consigue mantener una correlación con el índice a la vez que se reducen los costes.
- **ETFs sintéticos**: Los fondos sintéticos son fondos cotizados en los que las gestoras obtienen una cierta rentabilidad del índice de referencia mediante

la utilización de contratos swaps. La operativa consiste en invertir en un conjunto de activos y cambiar los rendimientos de dichos activos por la rentabilidad del índice a través de un contrato swap (Contrato por el cual dos partes se comprometen a un intercambio de bienes o servicios en fechas futuras), la gestión se suele realizar con un banco de inversión.

Según Mateu Gordon (2008) los fondos cotizados también se pueden clasificar en función del índice que replican o de la estrategia que desarrollan al intentar replicar el índice:

- ETFs sobre índices bursátiles. En este caso, se pretende replicar el comportamiento de un índice bursátil. En el mercado se puede encontrar fondos cotizados que replican los principales índices mundiales, tales como el IBEX 35, el principal índice de referencia de la Bolsa Española, el DAX 30, el principal índice de referencia de la Bolsa de Fráncfort, el CAC 40 el índice de la Bolsa de París, el S&P 500 que es el acrónimo de Standard & Poor's 500, etc. De acuerdo con un informe realizado por Inversis banco, Gordon (2008), los fondos cotizados pueden replicar índices de renta variable que sean ponderados por ratios bursátiles, por beneficios, por rentabilidad de los recursos propios, etc. Este tipo de fondos cotizados junto con los de renta fija son los más populares entre los inversores.
- ETFs sobre índices de renta fija: En este caso se pretende replicar índices de activos financieros de renta fija. Existen fondos cotizados de deuda pública que replican la deuda de Estados Unidos o de países de la eurozona, y también existen ETFs que reflejan la deuda privada emitida por las empresas más importantes de todo el mundo. Estos ETFs pueden clasificarse atendiendo a la calificación crediticia del activo o por rango de vencimiento. En el pasado año, las revistas financieras señalan que un 54% de los 42.000 millones de euros que atrajeron los ETFs europeos se destinaron a renta fija. Dentro de este tipo podemos encontrar fondos cotizados como el AFI Bonos Medio Plazo ETF, el cual reproduce la evolución del índice AFI Bonos que representa el comportamiento de las emisiones de bonos liquidados a su vencimiento que suele estar entre dos y cuatro años que realizan los países de la zona euro.

- ETFs sobre materias primas: El activo subyacente que se replica en este tipo de fondo cotizado es el índice de una materia prima en concreto o un conjunto de ellas. El primer ETF de esta clase que se lanzó replicaba el oro, pero pueden replicar una materia prima en concreto como maíz, café, trigo, petróleo o plata ó también pueden tener como activo subyacente un índice que englobe varias de esas materias primas. Por ejemplo, el fondo cotizado Deutsche Bank Liquid Commodities Indices Optimum Yield replica el comportamiento de una cesta de 24 materias primas que van desde la energía, metales preciosos, industria metalúrgica, agricultura y el sector ganadero, dándolas a cada una de ellas una ponderación determinada.
- ETFs sobre divisas: En este caso se replica un activo subyacente en el que se compara la evolución de una divisa en concreto con otras divisas. Como novedad, cabe destacar por anecdótico que en julio de 2016, la compañía SolidX quiso crear un ETF sobre la divisa virtual Bitcoin. Sin embargo, a finales de marzo de este año la propuesta fue rechazada por la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC) debido a la falta de regulaciones nacionales que permitan un funcionamiento legal y transparente de la moneda. Debido al aumento de la volatilidad de las divisas en los últimos años por acontecimientos como el Brexit, se espera que este tipo de fondo tenga éxito entre los inversores durante el siguiente bienio.
- ETFs sectoriales: Son aquellos que replican índices sectoriales, o bien que únicamente invierten en determinados sectores como materias primas, sector bancario, telecomunicaciones, etc. Lyxor ETF S&P 500 Capped Utilit Sct C-EUR es un ejemplo de ETF sectorial, en este caso sólo tiene en cuenta el sector de la electricidad del índice S&P 500.
- ETFs monetarios: Representan activos de deuda estatal que tiene una alta calidad crediticia.

También puede hacerse una clasificación dependiendo de la zona geográfica donde operan. Se distinguen entre globales, nacionales y regionales.

- ETFs sobre índices globales: En este caso se replican índices tanto de renta fija como de renta variable que recogen valores de diferentes países del mundo con mercados organizados. El fondo cotizado S&P Global 100 por

ejemplo es un índice bursátil de valores globales de la agencia de calificación de riesgo Standard & Poors; mide las rentabilidades de 100 compañías multinacionales de negocios incluidas en el S&P Global 1200.

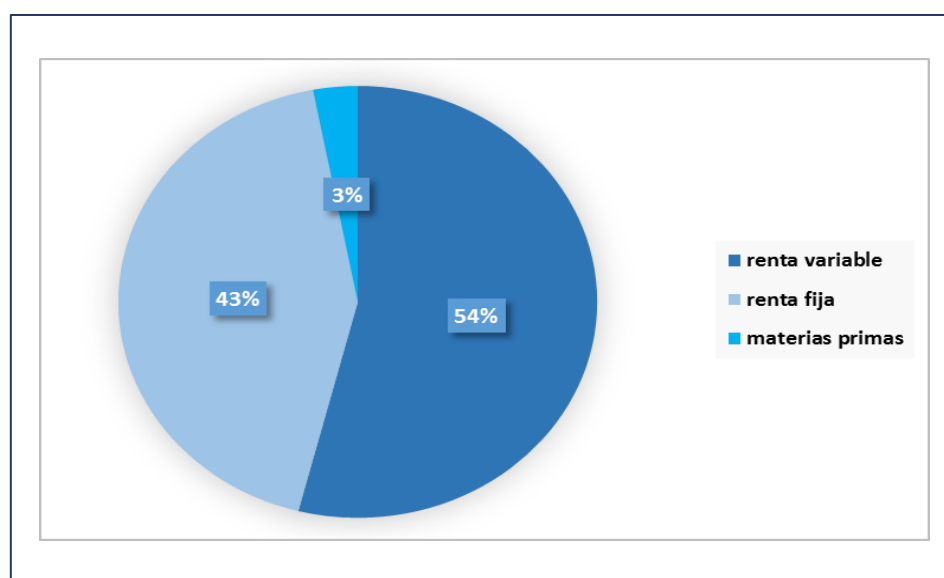
- ETFs sobre índices nacionales: Replican aquellos índices que representan a los mercados nacionales, ya sean de renta variable o renta fija tales como el IBEX-35 o el FTSE 100, el índice Bursátil más importante de Reino Unido.
- ETFs sobre índices regionales: Se trata de aquellos índices de renta fija o de renta variable en los que se encuentran empresas que pertenecen a determinadas regiones de un país, continente o grupo económico. Un tipo de fondo cotizado que se asimila a estas características es el Euro Stoxx 50. Este índice representa el rendimiento de las cincuenta empresas más grandes, en relación a su capitalización bursátil, de once países de la eurozona.
- ETFs sobre índices según capitalización: Los índices no representan a los mercados nacionales o globales sino que representan a conjuntos de valores según tengan alta, media o baja capitalización bursátil. En España podemos encontrar el IBEX-35, de alta capitalización y el IBEX-35 small caps, de baja capitalización, que es un índice bursátil elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) que agrupa a las empresas cotizadas de pequeña capitalización.

Atendiendo a la estrategia de inversión que siguen los gestores, se puede considerar otra clasificación:

- ETFs inversos: Este fondo cotizado replica de forma inversa un índice. El usuario de este activo financiero tendrá beneficios en caso de que la ponderación del conjunto de activos subyacentes tome un valor negativo. Este producto puede resultar interesante para operaciones de cobertura o en épocas de crisis financiera. Dentro de este tipo se encuentra el conocido como INVEX, que replica el IBEX-35 de forma inversa.
- ETFs apalancados: Este es un producto bastante arriesgado ya que es un tipo de fondo cotizado en el que los beneficios y las pérdidas se multiplican. El ETF puede utilizar herramientas como los swaps, los futuros u otros instrumentos derivados.

- ETFs apalancados inversos o ultrainversos: Es un tipo de fondo cotizado que funciona igual que los ETFs inversos. La particularidad de este tipo de fondos se encuentra en que en estos ETFs las ganancias o las pérdidas se multiplican en función del grado de apalancamiento.
- ETFs que replican carteras formadas por empresas con distintos estilos de gestión: Dentro de este apartado se encuentran dos tipos, los que replican carteras de filosofía value, es decir, aquellas formadas por empresas de calidad y que están asentadas en el mercado; o por otra parte, carteras de filosofía de crecimiento, en las que podemos encontrar empresas con mayor volatilidad pero con mayores expectativas de crecimiento a largo plazo. A continuación se puede ver en el gráfico 3.2 cuales son los tipos de fondos cotizados en los que invierten los fondos españoles.

*Gráfico 3.2 Inversión de fondos españoles según el tipo de ETF*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Morningstar*

Como se puede apreciar, los ETFs que mayoritariamente se comercializan en España son los de renta variable y los de renta fija. No obstante, aunque también se invierte en otros fondos, su peso es poco significativo. Cabe destacar, que según un artículo de Fernando Luque en Morningstar (Febrero 2017), dentro de los fondos cotizados de renta variable, mayoritariamente se invierte en renta variable estadounidense de gran capitalización y estilo mixto (Fondos cotizados referenciados al Dow Jones o al S&P 500).

Respecto a las inversiones en renta fija, tiene un papel importante la renta fija corporativa de la Zona Euro.

### **3.3 Riesgos de los fondos cotizados**

Como con cualquier producto de inversión financiero, el inversor de un fondo cotizado debe tener en consideración que está expuesto a una serie de riesgos.

El riesgo de un ETF está ligado al riesgo del bien subyacente. Si el ETF está ligado a un índice de renta variable, los ETFs tienen el riesgo propio del mercado que no es posible eliminar, además del riesgo propio de cada empresa que es posible disminuir mediante la diversificación, aunque no eliminar.

Un ejemplo de riesgo de mercado sería un atentado terrorista o un incendio que destruya alguna gran ciudad y un riesgo de una empresa sería la caída de la demanda de cereales como consecuencia de la disminución del consumo de leche fresca.

De acuerdo con Mateu Gordon (2008), la renta fija no está exenta de riesgos y un ETF ligado a un índice de renta fija se verá afectado por las variaciones de los tipos de interés y por la variación de la calificación crediticia de las empresas integradas en la cesta. Para luchar contra variaciones de los tipos de interés se pueden utilizar productos financieros como swaps vanilla, collars, fracs, futuros, etc.; la diversificación es una alternativa en la lucha contra las disminuciones de la calificación crediticia que mide el riesgo de insolvencia del emisor.

Además de los riesgos asociados a los productos que son subyacentes de los fondos cotizados, también está el riesgo de liquidez, que siempre existe. Los ETFs que disponen de mayor liquidez son los que operan con divisas.

Otro riesgo que se debe valorar son las fluctuaciones en los tipos de cambio, el inversor debe saber que se puede dar el caso, por ejemplo, de que el fondo cotice en euros y el índice de referencia cotice en libras. Esta diferencia puede suponer beneficios o pérdidas si se aprecia o deprecia una divisa respecto a la otra. Los swaps de divisas son productos que pueden aminorar el impacto de variaciones sobre monedas.

Un riesgo propio de los fondos cotizados es la posibilidad de que aparezca el error de seguimiento, conocido también como tracking error. Se trata de una medida que permite saber lo bien o lo mal que el fondo cotizado replica a su índice de referencia. El error de seguimiento varía en función del tipo de ETF. En aquellos que sean de gestión pasiva el tracking error será más pequeño que en los de gestión activa ya que la gestión pasiva busca replicar la rentabilidad el índice de referencia y la gestión activa busca superar el índice.

### **3.4 Rentabilidad**

En este apartado se analizarán los aspectos más importantes de la rentabilidad de los fondos cotizados. Dado que mediante la inversión en ETFs se está invirtiendo de forma diversificada, la rentabilidad no dependerá de un único activo, sino de la rentabilidad del conjunto de activos que formen el índice que replica el fondo cotizado.

A la hora de calcular la rentabilidad de un ETF, lo primero que se debe conocer es el valor liquidativo, es decir, el valor de cotización de las participaciones del fondo cotizado. Este valor se haya dividiendo el patrimonio neto del fondo, (formado por el valor de cartera y el rendimiento neto del fondo) entre el número de participaciones del ETF. Cabe señalar que el fondo no cotiza al valor liquidativo sino en una proporción de este, conocido como valor liquidativo indicativo.

Una vez se sepa el valor liquidativo, de acuerdo con el informe de Gordon (2008) la rentabilidad neta del fondo se obtendrá mediante la siguiente fórmula expresada en tanto por ciento:

$$\frac{\text{VALOR LIQUIDATIVO al final del periodo} - \text{VALOR LIQUIDATIVO al inicio del periodo} + \text{DIVIDENDOS}^*}{\text{VALOR LIQUIDATIVO al inicio del periodo}}$$

\* Los dividendos se sumaran únicamente en el caso de que el ETF los reparta.

Dado que los inversores pueden tomar posiciones de forma trimestral, semestral, anual...etc. Se utilizará la Tasa Anual Equivalente, conocida como TAE, de esta forma se puede comparar en términos de interés anual, rentabilidades obtenidas en diferentes periodos de tiempo.



En este caso la formula será:  $TAE = (1 + r)^{365/t} - 1$ . Donde “r” es la rentabilidad obtenida en un periodo inferior a un año y “t” el número de días en los que se ha generado la rentabilidad.

En la tabla 3.1 se puede ver un ejemplo de la rentabilidad acumulada de un fondo cotizado en diferentes periodos de tiempo. En este caso es un ETF de acciones sobre el IBEX 35. Según la información facilitada por Morningstar, pertenece a la categoría Renta Variable España y el índice de referencia es MSCI Spain NR EUR. Dicho índice está diseñado para medir la actuación de los grandes y medianos segmentos del mercado español, y cubre el 85% de la renta variable de nuestro país. Así viene recogido en un informe de MSCI, un ponderador estadounidense de deuda, índices de mercados de valores y otros productos financieros.

*Tabla 3.2 Rentabilidad acumulada (%) del fondo cotizado “Acción IBEX 35 ETF FI Cotizado Armonizado”*

Periodo de tiempo	Rentabilidad	comparación categoría	comparación índice
1 día	0,6	0,79	1,03
1 semana	-0,14	0,69	0,78
1 mes	-1,32	-1,21	0,02
3 meses	4,24	-3,11	-0,39
6 meses	16,46	1,86	0,09
año	16,34	2,05	-0,25
1 año	41,14	5,79	-5,78
3 años anualizado	3,1	-1,54	0,84
5 años anualizado	14,56	-0,56	0,78

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Morningstar a 28/6/2017.*

#### **4. FONDOS COTIZADOS EN ESPAÑA.**

El progresivo desarrollo de las instituciones de inversión colectiva, de ahora en adelante denotadas por IIC, ha potenciado la evolución de los fondos cotizados en España. Las instituciones de inversión colectiva captan públicamente fondos, bienes o derechos con el objetivo de invertirlos y gestionarlos de forma conjunta en activos financieros o no financieros. En función del destino de la inversión se pueden distinguir entre las IIC no financieras, en las que se enmarcan las IIC

no financieras tipificadas y las IIC inmobiliarias, que invierten en bienes inmuebles urbanos para su arrendamiento y las IIC financieras.

Las IIC financieras invierten en activos o instrumentos financieros como pueden ser acciones, participaciones en otras IIC, valores no cotizados o instrumentos derivados. Este tipo de instituciones financieras sólo pueden configurarse como sociedad de inversión de capital variable, lo que se conoce como SICAV o como fondo de inversión que no tienen personalidad jurídica propia.

Los fondos de inversión son patrimonios que son gestionados por una entidad gestora. De acuerdo a los datos mostrados por la Bolsa de Madrid ([www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)) en España sólo operan tres gestoras y especialistas: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Deutsche Asset & Wealth management y Lyxor del Grupo Societe Generale.

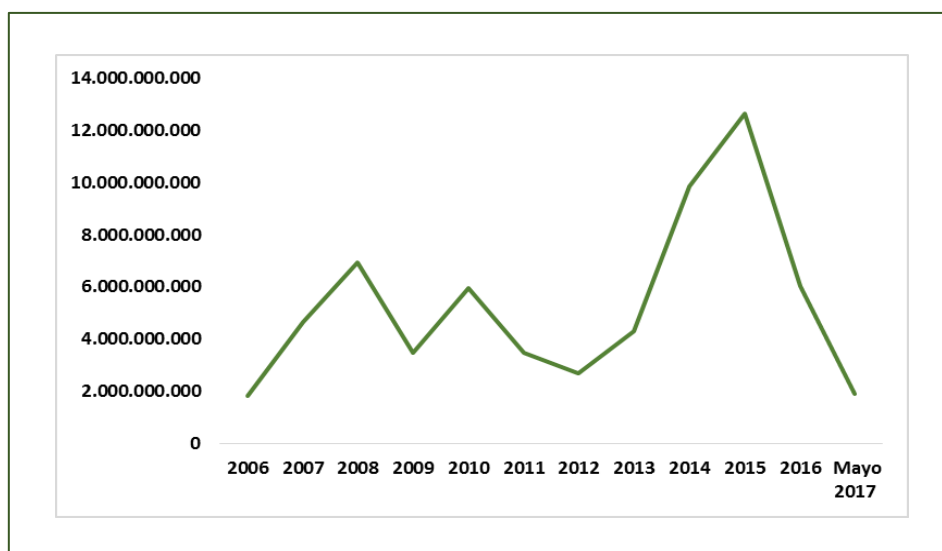
Los fondos pertenecen a multitud de inversores particulares y otras instituciones de inversión colectiva. Dentro de los fondos de inversión podemos encontrar multitud de tipos según su política de inversión. En España, de acuerdo con la ley 35/2003, se pueden distinguir entre: los fondos de fondos, los fondos de inversión libre, los fondos por compartimentos y los fondos cotizados. Los primeros invierten en participaciones de otros fondos de inversión. Los fondos de inversión libre, conocidos también como fondos alternativos de alto riesgo pueden invertir en cualquier tipo de activo e instrumento financiero. Los fondos por compartimentos, son fondos formados por otros fondos que invierten en distintos activos y mercados financieros tanto nacionales como internacionales y por último, los fondos cotizados, que son el objeto de estudio de este trabajo.

Los ETFs se encuentran regulados en España por el Real Decreto 1309/2005 en el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y se adapta su régimen tributario. Dentro de este Real Decreto, el artículo 49 se ocupa específicamente de los fondos cotizados.

La evolución de los ETFs en España no ha seguido el ritmo de otros países europeos. De acuerdo con los datos proporcionados por la Bolsa de Madrid en su página en el apartado dedicado a los ETFs se ha elaborado el siguiente

gráfico de contratación histórica que muestra los millones de euros negociados en fondos cotizados desde su aparición en nuestro país hasta mayo de 2017.

*Gráfico 4.1 Evolución del efectivo negociado (en millones de euros) en ETFs.*



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Madrid.*

La tendencia de los fondos cotizados desde su aparición en España a mediados de 2006, hasta la crisis económica y financiera de 2008 fue alcista, llegando a casi los 7.000 millones de euros negociados en dicho año según BME. Debido a que los fondos cotizados relacionados con la renta variable son los que más peso tienen dentro de los ETFs, hay una clara relación entre ésta y el mercado de fondos cotizados. Por ello, desde el inicio de la crisis económica hasta 2012, la tendencia de la renta variable en España y por lo tanto, la de los ETFs, ha sido bajista aunque con repuntes destacables como el de 2010, donde la negociación de los fondos cotizados subió un 72% respecto al año anterior. A partir de 2012, ha habido un cambio de tendencia bastante destacado, pasando de 2.699 millones de euros negociados, a 12.633 millones de euros en 2015. Sin embargo durante 2016 y hasta mayo de este año, los millones negociados de este producto financiero han disminuido de manera considerable, llegando prácticamente a los niveles obtenidos en 2006.

#### 4.1 Funcionamiento del mercado e intermediarios.

Debido a que los ETFs cotizan en el mercado de valores, se encuentran sometidos a la Circular 1/2006 del 3 de Mayo sobre las normas de Funcionamiento del Segmento de Negociación de Fondos de Inversión Cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, conocido como SIBE. La adaptación de dicha circular a los cambios en el mercado ha dado lugar a diferentes modificaciones, la última de ellas en 2011.

Los ETFs se emiten en el mercado primario, donde son los inversores institucionales quienes se encargan de suscribir y reembolsar las participaciones de los fondos según las exigencias de la sociedad gestora. Su negociación se lleva a cabo en el mercado secundario, donde acuden inversores institucionales pero también gestores o inversores particulares para comprar o vender participaciones. Las cuatro bolsas españolas utilizan el Sistema de Interconexión Bursátil SIBE desde 1995. Este sistema electrónico proporciona acceso a la contratación de fondos cotizados y difunde información importante para los usuarios: precios y volúmenes en tiempo real, valor liquidativo indicativo del fondo en tiempo real, composición de la cesta y valor liquidativo diario. En la tabla 4.1 se muestra un ejemplo de la situación en la Bolsa de Madrid de junio de 2017 donde se ve toda la información descrita anteriormente.

*Tabla 4.1 Precios de la sesión del mercado de ETFs*

Nombre	Últ.	%Dif.	Máx.	Mín.	Volumen	Efectivo (€)	Fecha	Hora	Últ. Valor Liquidativo
ACCIÓN EUROTOXX 50 ETF, FI COTIZADO ARM	36,2550	-0,21	36,2550	36,1450	2.363	85598,13	27/06/2017	12:41	36,162049
ACCIÓN IBEX 35 ETF, FI COTIZADO ARM	10,8000	0,00	10,8050	10,76	20.412	220.083,56	27/06/2017	13:01	10,734132
DB X- TRACKERS SPANISH E.U ETF (DR) 1C	24,5300	-0,16	24,5300	24,53	1.500	36.795	27/06/2017	9:30	24,403000
DB X- TRACKERS SPANISH E.U ETF (DR) 1D	23,6000	-0,59	23,6000	23,6	378	8.920,80	27/06/2017	9:08	23,551100
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 (DR)	106,5600	-0,08	16,8700	106,87	9.778	1.042.344,27	27/06/2017	12:59	15,996700
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 DOBLE INV DIARIO	3,6700	0,27	3,6900	3,69	212.038	778.390,17	27/06/2017	12:34	3,711500
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 (DR) DOBLE APALANCADO	22,1000	0,23	22,1200	22,12	38.875	854.751,10	27/06/2017	12:22	21,774600
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 (DR) INVERSO DIARIO	24,2800	0,04	24,3400	24,34	650	15.791	27/06/2017	10:50	24,428100
LYXOR UCITS ETF IBEX 35 MID D-EUR	110,4800	-	-	-	-	-	26/06/2017	cierre	110,148700

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Madrid.*

En el mercado secundario destacan dos figuras importantes, el gestor del fondo y los especialistas. El primero, se encarga de la gestión del ETF calculando el valor liquidativo y ajustando la cartera del fondo con objeto de mantener una composición apropiada en referencia al índice que replica. El gestor es el único que está capacitado para emitir y reembolsar las participaciones que se negocian en el mercado, aunque también se encarga de promover y difundir toda la información que sea necesaria del fondo que está gestionando.

Los especialistas tienen como objetivo principal fomentar la liquidez de los fondos cotizados. Su función principal consiste en introducir posiciones con una horquilla entre el mejor precio de venta y de compra en el mercado, de esta forma, se puede comprar o vender el valor por un mínimo efectivo. En el mercado primario, los especialistas, facilitan que el número de participaciones disponibles del fondo cotizado que están en el mercado sea el correcto. La Comisión de Contratación y Supervisión dependiendo de Bolsas y Mercados Españoles será la encargada de controlar la actuación de los especialistas. En la figura siguiente se puede ver la horquilla emitida por BBVA en una fecha de junio de 2017. Por un lado, BME informa sobre el ETF que se emite, en este caso son ETFs sobre acciones de EUROSTOXX 50 y sobre acciones del IBEX 35. Muestra también el ticker, que es el símbolo que se utiliza por parte de los inversores para referirse a una acción en concreto, el especialista, que en este caso como ya sea dicho, es el BBVA, la horquilla máxima entre el precio de compra y de venta (0,25%) y por último el mínimo efectivo para comprar o vender participaciones de los ETFs emitidos en este caso concreto.

*Tabla 4.2 Horquilla emitida por un especialista*

Emisión	Ticker	Especialista	Horquilla Máxima	Efectivo C/V
Acción EUROSTOXX 50 ETF, FI COTIZADO ARM	BBVAE	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A	0,25%	500.000 €
Acción IBEX 35 ETF, FI COTIZADO ARM	BBVAI	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA S.A	0,25%	1.000.000 €

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.*

El segmento o mercado específico de los fondos cotizados tiene un horario como el mercado de acciones. La sesión comienza con la subasta de apertura, se trata de un periodo de ajuste que se produce entre las 8:30 y las 9:00 de la mañana. En este intervalo de tiempo se introducen, modifican o cancelan órdenes de compra y de venta de ETFs, pero no se negocian. Al finalizar este intervalo, se asignan las participaciones de los fondos cotizados que pueden ser ejecutados al precio que se ha establecido en la subasta.

Tras la subasta de apertura, comienza el mercado abierto, entre las 9 y las 17:35 horas se negocian los ETFs de forma continua. En este intervalo de tiempo se introducen, modifican, cancelan y negocian órdenes de compra y de venta. No obstante, estas negociaciones pueden ser interrumpidas por suspensiones declaradas por la CNMV o por subastas de volatilidad. Por ejemplo, puede darse el caso de que ocurra un acontecimiento importante que pueda afectar a la cotización. En ese caso, se suspende las negociaciones hasta ver el alcance de la noticia. Una vez se normalice la situación, se realiza una subasta para retomar la negociación. Si dicha noticia se produce cerca del final de la sesión, se puede ampliar el periodo de negociación.

La variación mínima de los precios de los ETFs dependerá de la cuantía del precio. Si el precio es menor de cincuenta euros, la variación mínima es de un céntimo, por el contrario, si el precio es mayor de cincuenta euros, la variación mínima es de cinco céntimos. No obstante, de acuerdo con Gordon (2008), las variaciones dependen de los límites de fluctuación que vienen determinados por rangos especificados por su volatilidad histórica. Los rangos pueden ser estáticos o dinámicos. Los estáticos establecen la variación máxima respecto a un precio estático, es decir, respecto al precio de la última subasta. Los rangos dinámicos establecen la fluctuación máxima en función del precio dinámico, o dicho de otra forma, del precio de la última negociación, el cual puede ser el de subasta (precio estático) o el de una negociación hecha en el periodo de mercado abierto.

Cuando se intenta negociar un fondo cotizado por encima de los rangos anteriores, se establece lo que se denomina una subasta de volatilidad. En este caso se suspende la negociación durante cinco minutos y se modifican,

introducen o cancelan órdenes pero no se cruza ninguna. Este procedimiento finaliza con un cierre aleatorio que dura unos treinta segundos y con el que se asignan aquellos fondos cotizados que puedan ser ejecutados al precio de equilibrio.

A priori, existen fluctuaciones ilimitadas de los ETFs aunque estas puedan ser interrumpidas momentáneamente por las subastas de volatilidad. La negociación de los fondos cotizados se puede interrumpir de forma cautelar en caso de que no sea posible calcular el índice subyacente y/o el valor liquidativo indicativo del fondo cotizado, o bien, ante la ausencia de comunicación en el modo y plazos establecidos de la cartera de valores y la cantidad susceptible de ser intercambiada por participaciones y el valor liquidativo indicativo. Se retomará la negociación en caso de que se resuelva el problema que dio lugar a la suspensión de la negociación.

Al margen de la subasta de apertura y el mercado abierto, se encuentra el mercado de bloques. Este mercado está destinado para operaciones de gran volumen, es decir, a aquellas que por sus características no son fáciles de realizar en la contratación principal. Existen dos modalidades dentro del mercado de bloques, los bloques convenidos, que es una modalidad que se utiliza para bloques de acciones previamente casados y los bloques parametrizados por precios, que es la modalidad que se utiliza en los fondos cotizados. En esta modalidad, el volumen de participaciones de ETFs debe ser superior a 1.200.000 euros y al 5% de la media contratada en el mercado principal durante el último trimestre, por último, la variación máxima del precio no puede superar el 15% con respecto al precio estático. En cuanto al horario del mercado de bloques, es el mismo que el del mercado abierto (Pérez-Soba et al. (2015)).

A las 17:35 horas llega el cierre de la sesión, con una variación máxima de treinta segundos. Una particularidad de los fondos cotizados y que les diferencia de las acciones, es que no hay subasta de cierre. Para establecer el precio de cierre, se redondeará al alza el punto medio de la mejor posición de compra y la mejor posición de venta. Si no existen esas posiciones, el precio de cierre será el de la última negociación, o bien, el que se hubiera tenido de referencia para la sesión.

Por último, se encuentra el Mercado de operaciones especiales, el cual comienza a estar operativo una vez que termina la sesión bursátil del mercado abierto. Entre las 17:40 y las 20:00 horas se negocian mediante un acuerdo previo, bloques de valores cotizados. Para que se autoricen este tipo de operaciones, es necesario que las operaciones se realicen al valor liquidativo y al precio de cierre de la sesión en la que se comuniquen la operación, la cual debe ser obligatoriamente sobre un ETF que replique el índice IBEX 35 y que corresponda a los valores que forman la cesta subyacente en el SIBE. No obstante, se requiere un volumen para que puedan ser negociadas.

Respecto a los intermediarios que se pueden encontrar en el mercado de fondos cotizados, de acuerdo con la Ley 37/1998 del mercado de valores, las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) son las entidades que están autorizadas para realizar actividades relacionadas con los mercados de valores. En la Bolsa de Madrid se consideran los siguientes intermediarios: Ahorro Corporación, Bankinter, Bekafinance, BNP PARIBAS personal investors, Caixa Bank, GVC Gaesco, ING Direct, Inversis Banco, Openbank, Renta 4 banco, Self Bank y Uno e.

#### **4.2 Cómo invertir en ETFs, comisiones y fiscalidad.**

Para invertir en un fondo cotizado, hay que tener abierta una cuenta de valores en alguno de los intermediarios financieros para que estos ejecuten las órdenes de compra o de venta.

Una orden debe ser precisa. Se debe señalar si es de compra o de venta, el ETF sobre el que se quiere operar, el número de participaciones o importe que se quiere comprar o vender, la forma de ejecutar la orden y el plazo de validez.

En la Guía de órdenes, publicada por la CNMV en Mayo de 2011, se señala que un inversor puede realizar tres tipos de órdenes: limitadas, por lo mejor y de mercado. En las órdenes limitadas, el inversor fija el precio máximo al que quiere negociar la operación en caso de compra y el mínimo precio en el caso de venta. La orden se puede ejecutar parcialmente. En una orden por lo mejor, se opta al mejor precio que ofrezca el mercado en ese momento. En el caso de que no haya suficientes participaciones a ese precio, no se ejecutará a otros precios



sino que se quedará como orden limitada y en caso de que no haya una contrapartida, no se llegará a ejecutar la orden. Por último, en una orden de mercado, el inversor no establece ningún precio y las órdenes se negocian al precio que se vaya estableciendo según las contrapartidas existentes.

Además de existir distintos tipos de órdenes, se pueden establecer una serie de condiciones para ejecutarlas, que de acuerdo a la CNMV (Mayo 2011) son:

- Volumen mínimo: cuando se indica el número mínimo de participaciones que se quiere ejecutar, si no se alcanza esa cantidad, el sistema la rechaza.
- Con volumen oculto: este tipo de orden solo muestra una parte del volumen total a negociar, a medida que se ejecuta la parte visible, aparece otro número de participaciones. Puede resultar útil para inversores que quieran realizar órdenes de gran tamaño.
- Ejecutar o anular: la orden se ejecuta por la cantidad de participaciones que haya disponibles en el mercado en ese momento, el resto se rechaza.
- Todo o nada: solo se ejecutará la orden si engloba todas las participaciones, en caso contrario no se ejecuta.

Las ordenes tienen prioridad y las que se hagan con un precio más alto en el caso de compra y con un precio más bajo en el caso de venta son prioritarias. Si hay igualdad de precios, se ejecutarán las que se hayan introducido primero.

De acuerdo con el informe realizado por Gordon (2008), las comisiones asociadas a una inversión en ETFs son:

- Comisión de suscripción y comisión de reembolso: En este caso, el inversor las paga a la hora de comprar o vender participaciones respectivamente.
- Comisión de corretaje: Esta comisión la cobran los intermediarios que son miembros del mercado y pueden realizar directamente estas operaciones, es decir, las sociedades y agencias de valores. Desde 1992, este tipo de comisiones son libres y negociables, no obstante, los intermediarios están obligados a hacer públicas sus tarifas y a remitirlas a la CNMV. En el caso de que el intermediario no sea miembro del mercado, el inversor tendrá que pagar una comisión adicional.

- Comisión de gestión: Asociada a la gestora por su intermediación. La cuantía dependerá del patrimonio del fondo y/o de sus rendimientos.
- Comisión de custodia de valores: Se aplica de forma semestral como pago de la gestión de las participaciones que se tienen en la cuenta de valores.

Además de las comisiones, el inversor debe hacer frente al canon de bolsa, que varía en función de la cantidad de la operación, y al canon de Iberclear, que se cobra por la compensación y liquidación de participaciones y que al igual que el de bolsa, depende del efectivo de la operación.

Además de los costes derivados de las comisiones y los cánones, el inversor debe tener en cuenta también el pago de impuestos. Dado que los ETFs son productos cotizados, están sujetos a la misma fiscalidad que las acciones. El inversor tributará una vez haya vendido o transmitido las participaciones del ETF en función de la plusvalía obtenida, y la ganancia no estará sometida a retenciones como ocurre con los fondos tradicionales.

Según un artículo de Ana Pérez Sánchez (Junio 2017), desde 2015, existen tres tipos de gravamen progresivo: El 19% para los primeros 6.000 euros, el 21% para las ganancias que se encuentren entre los 6.001 euros y los 50.000 y por último, un gravamen del 23% para las cantidades superiores a 50.000 euros.

En el caso de los dividendos, el gravamen que se aplica es el mismo que en el caso de venta o transmisión y tendrán una retención del 19%. Cabe destacar que la tributación de algunos de estos activos financieros va a sufrir cambios a partir de 2018, ya que el Ministerio de Hacienda y Funciones Públicas ha permitido que los fondos cotizados internacionales tributen igual que los fondos de inversión convencionales. En este caso, el inversor podrá no declarar las plusvalías en caso de que haya una adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva. Para verse beneficiado fiscalmente, el inversor debe realizar un operativa que conste o bien de 500 acciones del ETF, o bien, que no sea participe de más del 5%.

### **4.3 Comparación de los Fondos cotizados con otros productos financieros.**

Esta sección realiza una comparativa entre los ETFs y otros productos de inversión que se pueden encontrar en el mercado bursátil español.

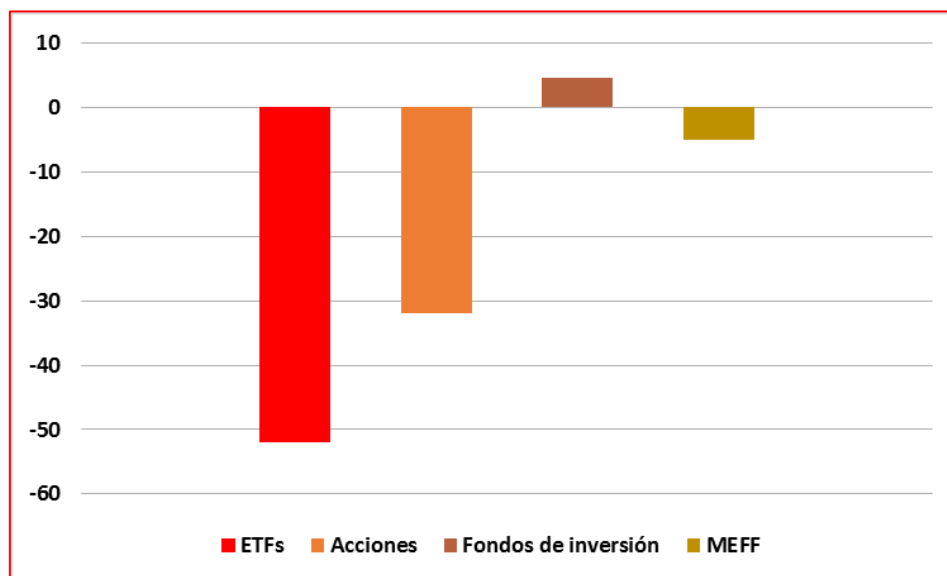
En comparación con los fondos de inversión, la principal diferencia con un ETF se encuentra en la estrategia de inversión. Los fondos cotizados intentan igualar la rentabilidad del índice de referencia; por el contrario, los fondos de inversión buscan superar la rentabilidad del índice. Para obtener la rentabilidad, los gestores de los fondos de inversión tienen más flexibilidad que los administradores de los fondos cotizados, en este caso el resultado de la inversión dependerá del gestor y no del inversor. Otro aspecto que requiere interés es que la transparencia es mayor en los fondos cotizados, ya que se pueden conocer las empresas en las que se está invirtiendo de forma diaria en vez de trimestralmente como en los fondos de inversión. Se trata de un producto financiero en el que se invierte de cara al medio y largo plazo en lugar del corto plazo como las acciones o los ETFs.

En cuanto a su comparativa con la inversión en acciones, la principal diferencia con los fondos cotizados se encuentra en que el inversor realizará una gestión activa y la rentabilidad dependerá de las empresas en las que invierta en lugar de la rentabilidad del índice. En este caso no tendrá una diversificación total como con los fondos cotizados sino que dependerá de la cartera que forme el inversor. El perfil de este puede ser muy dispar, tanto conservador invirtiendo en empresas consolidadas a largo plazo, como agresivo, asumiendo un mayor riesgo a cambio de obtener una mayor rentabilidad a corto plazo.

Respecto a la comparativa con los futuros, una primera diferencia clara entre los fondos cotizados y este producto es el vencimiento, al contrario que los ETFs, los futuros tienen fecha de vencimiento trimestral o incluso mensual. Otro punto importante es el desembolso inicial que en el caso de los fondos cotizados es el 100% de lo que se quiera invertir, y en el caso de los futuros basta con desembolsar las garantías y ajustar el saldo en función de la liquidación diaria. Por último, en el caso de los fondos cotizados existe una amplia gama de tipos donde elegir, sin embargo, en el caso de los futuros, las opciones son más reducidas.

A continuación se va a analizar mediante el gráfico 5.1 cómo ha variado en el pasado año el volumen negociado de los productos financieros anteriores en nuestro país.

Gráfico 5.1 Variación porcentual del volumen negociado en 2016 en ETFs, Acciones, Fondos de Inversión y MEFF.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BME.

Como se puede apreciar en el gráfico, el volumen negociado en fondos cotizados en España ha disminuido de manera considerable el año anterior. Según el informe de mercado de 2016 realizado por BME, se ha pasado de 12.633 millones en 2015, dato más alto hasta la fecha, a 6.040 millones en 2016, uno de los principales motivos de este descenso ha sido la incertidumbre política que se ha vivido como consecuencia de acontecimientos como el Brexit o las elecciones americanas con la victoria final de Donald Trump. Esto ha provocado que el importe negociado en productos cotizados tanto de renta variable con acciones como subyacente, como de renta fija haya disminuido de manera significativa. Prueba de ello es la disminución del 32% en la negociación de acciones, una tendencia que también se ha vivido en otras bolsas del mundo y que demuestra la internacionalización de las carteras de los grandes inversores de todo el mundo.

El patrimonio de los fondos de inversión ha aumentado un 4,5% en 2016 según los datos facilitados por BME, manteniendo de esta forma la tendencia de los últimos cuatro años. Por último, el mercado de futuros y opciones, MEFF, ha registrado una disminución del 5% en el número de contratos negociados según Bolsas y Mercados Españoles. Esto se debe a la disminución de las

transacciones en los mercados internacionales de productos derivados sobre renta variable.

## **5. CONCLUSIONES**

Este trabajo ha analizado un producto bastante reciente en el mercado financiero que ha evolucionado muy positivamente. Tras ver sus características y los tipos de ETFs que hay en el mercado en España, se puede comprobar que los fondos cotizados son atractivos para cualquier tipo de inversor, aunque actualmente el protagonismo lo tengan sobre todo inversores institucionales. Prueba de ello es que debido a las dificultades actuales que tiene la gestión activa para conseguir una rentabilidad superior al índice, muchos gestores han pasado a realizar una gestión pasiva y han optado por este tipo de producto financiero. Además, debido a la coyuntura económica actual en la que los tipos de interés están a unos niveles bajos, muchos inversores tanto particulares como institucionales han elegido los fondos cotizados para conseguir aumentar la rentabilidad de sus carteras. No hay que olvidar por otra parte los riesgos que se han visto en este análisis, ya que aunque sea un producto diversificado y se elimine con ello el riesgo propio de algunos activos, los ETFs cotizan en el mercado bursátil y dependiendo del tipo de fondo cotizado en el que se realice la inversión, puede que el resultado de esta no sea el que se esperaba.

En cuanto al análisis de los fondos cotizados en nuestro país, se ha podido ver que a pesar de ser un producto que lleva en España tan solo once años, su crecimiento en todo este tiempo ha sido impresionante. A pesar de la crisis económica, tanto el volumen negociado como el número de productos que hay en el mercado han ido aumentando con el paso del tiempo. No hay que olvidar tampoco que tienen que competir con los fondos de inversión tradicionales, un tipo de producto mucho más asentado en el mercado, cuyo volumen de negociación sigue siendo bastante alcista y con un sistema de fiscalidad en España que hasta el día de hoy ha sido bastante más atractivo para el inversor.

No obstante, como se ha podido ver, los fondos cotizados en nuestro país sufrieron el año pasado un cambio de tendencia a la baja bastante significativo, por lo que aspectos como las nuevas medidas fiscales o la evolución de la renta

variable española pueden ser determinantes para el futuro de este producto en España.

## 6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Perez Sanchez.J (2013) “Inversión colectiva. Definición y características.” Disponible en: <http://fondoscotizados.com/inversion-colectiva-definicion-y-caracteristicas/> [Consulta 21/3/2017]

Expansión (2017) “Fondos cotizados que se disparan más de un 50% este año” <http://www.expansion.com/mercados/2017/02/21/58ab69b2e5fdea877e8b462a.html> [Consulta 21/3/2017]

Reuters Lipper.T (2017) “La industria europea de ETFs alcanza un punto de inflexión en el comportamiento del inversor con respecto a los instrumentos de gestión pasiva en 2016”. Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/noticias/etf/la-industria-europea-de-etfs-alcanza-un-punto-de-inflexion-en-el-comportamiento-del> [Consulta 21/3/2017]

Etgi (2017) “Global ETF and ETP growth”. Disponible en: <http://www.etfgi.com/index/cookie> [Consulta 24/3/2017]

Moody´s (2017) “En los próximos cuatro a siete años la inversión pasiva superará a la activa en Estados Unidos”. Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/noticias/etf/en-los-proximos-cuatro-a-siete-anos-la-inversion-pasiva-superara-a-la-activa-en-estados> [Consulta 24/3/2017]

Funds People (2017) “Esto es lo que está pasando con los ETFs en Europa” <http://es.fundspeople.com/news/esto-es-lo-que-esta-pasando-en-la-industria-de-etf-en-europa> [Consulta 25/3/2017]

Gimenez.O (2017). “La discriminación fiscal a los ETF españoles amenaza su supervivencia” Disponible en <http://www.bolsamania.com/noticias/fondos/la-discriminacion-fiscal-a-los-etf-espanoles-amenaza-su-supervivencia--2474004.html> [Consulta 25/3/2017]

Funds Society (2017) “Los ETFs se abren hueco en las carteras internacionales, y va a más” Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/noticias/etf/los-etfs-se-abren-hueco-en-las-carteras-institucionales-y-va-a-mas> [Consulta 28/3/2017]

Funds Society (2017) “iShares, DB X-Trackers y Lyxor fueron los proveedores de ETFs que más dinero captaron en 2016 entre los inversores europeos”. Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/noticias/etf/ishares-db-x-trackers-y-lyxor-fueron-los-proveedores-de-etfs-que-mas-dinero-captaron-en> [Consulta 28/3/2017]

Funds Society (2017) “La búsqueda de rendimiento impulsó en 2016 la asignación a ETFs europeos de renta fija”. Disponible en: <http://www.fundsociety.com/es/noticias/etf/amundi-la-busqueda-de>

rendimiento-impulso-en-2016-la-asignacion-de-los-inversores-en-etfs [Consulta 28/3/2017]

Funds Society (2017) “¿Será 2017 el año de los ETFs de renta fija? Disponible en: <http://www.fundssociety.com/es/noticias/etf/sera-2017-el-ano-de-los-etfs-de-renta-fija> [Consulta 29/3/2017]

García Zarate. J (2015) “Diferencia entre un ETF físico y un ETF sintético”. Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/142201/diferencia-entre-un-etf-f%C3%ADsico-y-sint%C3%A9tico.aspx> [Consulta 19/4/2017]

García Zarate. J (2016) ¿Qué es el tracking error? Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/155050/etfs-%C2%BFqu%C3%A9-es-el-tracking-error.aspx> [Consulta 21/4/2017]

Blackrock (2017) “Comparación ETF y fondos de inversión”. Disponible en: <https://www.blackrock.com/es/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/diferencias-estructurales-de-los-etfs> [Consulta 23/4/2017]

ING Direct (2015) “Quiero invertir en bolsa: ¿mejor comprar acciones, elegir un fondo de inversión o un ETF?” <http://www.ennaranja.com/economia-facil/como-invertir-en-bolsa/> [Consulta 23/4/2017]

Prieto. C (2014) “¿ETF o futuros? Diferencias, ventajas e inconvenientes” <http://es.fundspeople.com/news/etf-o-futuros-diferencias-ventajas-e-inconvenientes> [Consulta 23/4/2017]

CNMV (2006) “Las empresas de servicio de inversión [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia\\_empresasinversion.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_empresasinversion.pdf) [Consulta 23/4/2017]

BME (2017) “Funcionamiento del mercado de ETFs”. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/ETFs/InformacionGeneral/FuncionamientoMercadoETF.aspx> [Consulta 29/4/2017]

PBI Gestion (2017). “¿Y si resulta que los ETFs son traspasables igual que los fondos de inversión?”. Disponible en: <http://www.pbigestion.es/2017/01/25/etfs-traspasables-igual-los-fondos-inversion/> [Consulta 8/5/2017]

BME (2017) “Costes de la inversión”. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/Formacion/Invertir/CostesInversion.aspx> [Consulta 8/5/2017]

Luque.F (2017) “¿En qué ETFs invierten los fondos españoles?” Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/156348/%C2%BFen-qu%C3%A9-etfs-invierten-los-fondos-espa%C3%B1oles.aspx> [Consulta 8/6/2017]

BME (2017) “Informe de mercado 2016.Resumen del año”. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2016> [Consulta 8/6/2017]

Baselli. V (2015) “ETF: Diferencia entre valor liquidativo y cotización”. Disponible en:<http://www.morningstar.es/es/news/137158/etf-diferencia-entre-valor-liquidativo-y-cotizaci%C3%B3n.aspx> [Consulta 10/6/2017]

BME (2011) “Descripción del modelo de mercado” pp 5-10. [Consulta 10/4/2017]

CNMV (2015) “Los fondos cotizados” [Consulta 10/4/2017]

Mateu Gordon. J.L (2008) “Guía de los fondos cotizados o ETFs” [Consulta 21/3/2017]

Aparicio Roqueiro. C y Gonzalez Pueyo. F (2011) “Fondos cotizados: características y desarrollos recientes” CNMV. Documento de Trabajo 55. Edición electrónica.

Sanchez Quiñones J. y Mardomingo. J (2008) “nuevas formas de inversión colectiva. Los fondos cotizados (etf). La gestión alternativa. Los fondos de capital riesgo o capital privado” pp 145-156 [Consulta 25/3/2017]