



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES  
(ICAIDE)

## **Los Fondos Cotizados, una verdadera opción de inversión**

Autora: Laura García Ramos

Director: Juan Rodríguez Calvo

Madrid

Junio 2018



# **Los Fondos Cotizados, una verdadera opción de inversión**

Laura  
García  
Ramos

Esta página ha sido intencionalmente dejada en blanco

## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>6</b>
<b>1.1. JUSTIFICACIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA .....</b>	<b>6</b>
<b>1.2. ESTADO DE LA CUESTIÓN .....</b>	<b>8</b>
<b>1.2. OBJETIVOS.....</b>	<b>8</b>
<b>1.3. METODOLOGÍA .....</b>	<b>9</b>
<b>1.4. ESTRUCTURA .....</b>	<b>9</b>
<b>2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA .....</b>	<b>11</b>
<b>2.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN .....</b>	<b>11</b>
<b>2.2. CONCEPTO .....</b>	<b>13</b>
<b>3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN COTIZADOS .....</b>	<b>17</b>
<b>3.1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>17</b>
<b>3.2. ORIGEN Y EVOLUCIÓN .....</b>	<b>18</b>
<b>3.3. REGULACIÓN .....</b>	<b>20</b>
<b>3.4. EL MERCADO DE ETFs.....</b>	<b>22</b>
<b>3.4.1. SUJETOS.....</b>	<b>22</b>
<b>3.4.2. EL PROCESO DE CREACIÓN Y AMORTIZACIÓN DE PARTICIPACIONES.....</b>	<b>25</b>
<b>3.4.3. FASES DEL MERCADO Y HORARIOS .....</b>	<b>27</b>
<b>3.4.4. GASTOS Y COMISIONES DE LOS ETFs.....</b>	<b>31</b>
<b>3.5. TIPOS.....</b>	<b>33</b>
<b>3.6. CARACTERÍSTICAS .....</b>	<b>42</b>
<b>3.7. VENTAJAS Y RIESGOS.....</b>	<b>45</b>
<b>3.8. FISCALIDAD DE LOS ETFs .....</b>	<b>50</b>
<b>4. EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y PERSPECTIVAS DE FUTURO .....</b>	<b>55</b>
<b>4.1. MERCADO AMERICANO .....</b>	<b>55</b>
<b>4.2. MERCADO ESPAÑOL.....</b>	<b>58</b>
<b>5. CONCLUSIONES .....</b>	<b>63</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>65</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>GRÁFICO 1:</b> EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LOS ETFs .....	20
<b>GRÁFICO 2:</b> ESQUEMA DEL MERCADO DE LOS FONDOS COTIZADOS .....	27
<b>GRÁFICO 3:</b> UNFUNDED-SWAP MODEL .....	37
<b>GRÁFICO 4:</b> FUNDED-SWAP MODEL .....	38
<b>GRÁFICO 5:</b> MERCADO EUROPEO DE ETFs POR TIPO DE ACTIVO .....	42
<b>GRÁFICO 6:</b> EXPENSE RATIO MEDIO POR TIPO DE ACTIVOS .....	43
<b>GRÁFICO 7:</b> PORCENTAJE DE ACTIVOS NETOS POR REGIONES (DICIEMBRE 2017).....	55
<b>GRÁFICO 8:</b> ACTIVOS DE LOS ETFS POR CATEGORÍA.....	56
<b>GRÁFICO 9:</b> NÚMERO DE ETFS POR CATEGORÍA.....	57
<b>GRÁFICO 10:</b> EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE ETFS ESPAÑOL .....	58
<b>GRÁFICO 11:</b> PATRIMONIO ETFS POR TIPO CATEGORÍA (30/04/2016) .....	60
<b>GRÁFICO 12:</b> PATRIMONIO ETFS POR TIPO CATEGORÍA (31/05/2018) .....	61

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>TABLA 1:</b> DIFERENCIAS ENTRE FONDOS COTIZADOS FÍSICOS Y SINTÉTICOS .....	36
<b>TABLA 2:</b> COMPARATIVA ENTRE LOS DOS PRINCIPALES MODELOS DE RÉPLICA SINTÉTICA DE ETF .....	39
<b>TABLA 3:</b> FISCALIDAD DE LOS FONDOS COTIZADOS .....	51
<b>TABLA 4:</b> AUMENTO DEL NÚMERO DE ETFS .....	57
<b>TABLA 5:</b> ETFS REGISTRADOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA .....	62

## **LISTADO DE ABREVIATURAS**

- AP: *Authorized Participant*
- CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
- DGT: Dirección General de Tributos
- ETF: *Exchange-Traded Fund* (Fondo Cotizado)
- FOGAIN: Fondo de Garantía de Inversiones
- IIC: Institución de Inversión Colectiva
- IRPF: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas
- LIIC: Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
- LIRPF: Ley del Impuesto de la Renta sobre las Personas Físicas
- NAV: *Net Asset Value* (valor liquidativo)
- OPV: Oferta Pública de Venta
- OTC: *Over the Counter*
- RIIC: Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva
- RIRPF: Reglamento del Impuesto de la Renta sobre las Personas Físicas
- SIBE: Sistema de Interconexión Bursátil
- TFG: Trabajo de Fin de Grado

## RESUMEN

Hace ya más de dos décadas desde que apareciesen los fondos cotizados o Exchange-Traded Funds (o simplemente ETFs), si bien su verdadera expansión como producto financiero consolidado se ha producido en los últimos diez años.

Los ETFs son un producto financiero de naturaleza híbrida; actúan como los fondos de inversión tradicionales canalizando la inversión de los particulares a la vez que cotizan en el mercado bursátil en un modo similar al que lo hacen las acciones.

A pesar de su relativamente reciente aparición en el mercado ha terminado por convertirse en una de las formas de inversión predilectas para muchos operadores, especialmente porque permite la entrada de pequeños inversores, ya que participar de ellos no requiere de grandes desembolsos de dinero como si suelen requerir los fondos de inversión más tradicionales.

En este trabajo se estudiará el origen y evolución de estos fondos y del mercado (con atención a su funcionamiento y a los costes de operar en dicho mercado), la regulación que los ampara, así como su realidad actual, poniendo el foco tanto en sus características más destacadas como en los riesgos que corren quienes deciden invertir en ellos, destacando de igual forma los beneficios más relevantes de estas inversiones.

**Palabras clave:** fondos cotizados, ETFs, producto de inversión, mercado, inversores, cotización.

## **ABSTRACT**

It has been more than two decades since the Exchange-Traded Funds (or simply ETFs) appeared, although their real expansion as a consolidated financial product has taken place in the last ten years.

ETFs are hybrid financial products; they act like traditional investment funds channeling the investment of investors while they are quoted on the stock market in a similar way to what the shares do.

Although their relatively recent appearance in the market, they are right now one of the preferred investment instruments for many operators, especially because they allow the entrance of small investors, since participating in them does not require large outlays of money as most traditional investment funds usually require.

This paper will study the origin and evolution of these funds and the market (paying special attention to the way to conduct operations and the costs of operating in that market), the regulation that covers them, as well as their current reality, focusing both on their more prominent characteristics and in the risks that those who decide to invest in them can suffer, highlighting also the most relevant benefits of these investments.

**Keywords:** Exchange-Traded Funds, ETFs, investment product, market, investors, quotation



## **1. INTRODUCCIÓN**

Este Trabajo Fin de Grado (en adelante, TFG) tiene dos objetivos principales; por un lado, otorgar una explicación completa de los fondos cotizados o *Exchange Traded Funds* (en adelante ETFs) y, por otro, analizar si son una buena opción de inversión.

### **1.1. JUSTIFICACIÓN Y CONTEXTUALIZACIÓN DEL TEMA**

Las Instituciones de Inversión Colectiva son instrumentos de ahorro y de inversión que “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, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos” (art. 1.1 Ley 35/2003<sup>1</sup>). Dentro de esta categoría encontramos los Fondos de Inversión y las Sociedades de Inversión.

Los Fondos de Inversión, por su parte, son entidades sin personalidad jurídica que actúan en el mercado como un patrimonio único cuya gestión y representación está a cargo de una entidad gestora con el concurso de un depositario. Los inversores, denominados partícipes, a través de la compra de participaciones disfrutarán de las ganancias obtenidas de forma conjunta por la entidad en función de su cuota de liquidación.

Los Fondos Cotizados o *Exchange-Traded Funds*, presentan un carácter híbrido entre los fondos de inversión tradicionales y las acciones, pues mientras que su estructura coincide con la de los fondos de inversión tradicionales se negocian en el mercado continuo, condiciones únicas que han hecho que se conviertan en un activo atractivo para los inversores.

---

<sup>1</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva

Desde que surgieron en Canadá en 1990 han experimentado un crecimiento sin precedentes en el mundo financiero, con una tasa promedio del 40% anual hasta 2012 (BlackRock, 2012) gestionando actualmente activos por valor de más de 4.700 billones de dólares americanos.

Además del aumento en el volumen de activos gestionados se ha producido una expansión en cuanto a su variedad; mientras que en un principio se dedicaban de forma casi exclusiva a la réplica de los principales índices bursátiles actualmente siguen índices de materias primas, de renta fija, de inversiones alternativas, etc.; además de existir algunos que se especializan en un sector o área geográfica concreta.

El hecho de ser un instrumento de gestión pasiva, basado en la réplica de un índice o un indicador asociado a unos activos subyacentes, ofrece un alto grado de diversificación con unos costes relativamente bajos y una rentabilidad muy similar a la de mercado. Esto lo convierte en un producto muy a tener en cuenta por aquellos inversores que apuestan por la gestión pasiva, al entender que no se puede batir al mercado, pero también por aquellos que siguen estrategias de gestión activa, pues permite al inversor exponerse de forma sencilla a un mercado o sector, resultando de mayor utilidad cuando menor es la liquidez del mismo.

El interés personal por este tema surge como consecuencia del debate constante entre las técnicas de gestión pasiva y las de gestión activa. Es decir, en si realmente el uso de un gestor profesional proporciona mejores rendimientos o si, por el contrario, como indica la teoría de los mercados eficientes, no es posible batir al mercado de forma continua. Leyendo sobre la materia llegué a los ETFs, sobre los cuales apenas conocía la terminología desconociendo los pormenores de su funcionamiento. Percibiendo que podían ser un tema de gran interés, me decidí por proceder a su estudio.

## **1.2 ESTADO DE LA CUESTIÓN**

A pesar de que su aparición en España se produjo en 2006, la información disponible en español si bien puede parecer abundante no es muy completa. Es cierto que podemos encontrar tanto en la Comisión Nacional del Mercado de Valores como en Bolsas y Mercados Españoles guías del inversor en las que se expone el mercado de los fondos cotizados, sin embargo, las explicaciones que encontramos son muy superficiales, lo que no nos permite comprender verdaderamente este instrumento financiero.

Además, al igual que sucede con la información, los estudios sobre la evolución y los rendimientos de los ETFs se centran en Estados Unidos. Si bien los mismos son importantes y proporcionan datos válidos sobre los resultados de estos instrumentos, la distinta regulación entre este mercado y el europeo y la no identidad entre perfiles de inversión hacen que no sea posible la extrapolación de estos datos. Por tanto, el análisis de este instrumento en el mercado español resulta una cuestión novedosa y aún por desarrollar.

## **1.2. OBJETIVOS**

Como se ha señalado, este TFG tiene dos objetivos fundamentales. En primer lugar, ofrecer una guía completa de los ETFs; incluyendo sus características, el funcionamiento del mercado, la regulación, sus riesgos y ventajas y el régimen fiscal al que los mismos se ven sujetos. Se trata de una primera parte expositiva que a la vez que proporciona una buena base teórica para la comprensión de este tipo de fondos de inversión, sirve de punto de partida para el posterior análisis de los mismos en el mercado español.

El segundo objetivo es determinar si los ETFs son un buen instrumento de gestión pasiva y que, como tal, debe ser tenido en cuenta a la hora de seleccionar los productos en los que colocar los activos tanto por inversores institucionales como individuales.

A su vez, se expondrán las diferencias y posibles ventajas o desventajas entre los mismos y otros productos bien de características similares bien que nos ofrezcan las mismas posibilidades.

### **1.3. METODOLOGÍA**

La primera parte del trabajo consistente en la exposición de los fondos cotizados, se basa en una revisión de la literatura. Para ello se han utilizado tanto recursos en español, principalmente obtenidos de la CNMV y de la guía de los fondos cotizados publicada por Inversis, como, y especialmente, recursos en inglés que proporcionan un mayor nivel de detalle en la materia. Mediante el método exploratorio se pretenden identificar las principales cualidades de este vehículo de inversión que permitan comprender su funcionamiento y los distintos usos que puede tener en el mercado.

Para la segunda parte, al tratarse de un análisis del mercado español y de la rentabilidad de estos fondos respecto de otro tipo de activos, se ha realizado un estudio cuantitativo a partir de los datos publicados por Bolsas y Mercados Españoles sobre la evolución del mercado, que se ha complementado con los escasos estudios previos publicados.

### **1.4. ESTRUCTURA**

El presente trabajo se encuentra dividido en cuatro puntos distintos, sin embargo, por los objetivos que persigue, se divide en dos partes claramente diferenciadas.

La primera parte comprende los puntos 2 y 3; y se trata del marco teórico y la descripción de los fondos cotizados. El punto segundo es una breve descripción de las Instituciones de Inversión Colectiva a las cuales pertenecen los fondos cotizados con el objetivo de ofrecer un panorama en el que situar este vehículo.

El punto tercero, por su parte, contiene toda la información relativa a los ETFs y se divide, a su vez, en siete puntos dedicados cada uno a alguno de los aspectos que hacen a este vehículo único.

Así, se analizará su origen, evolución y legislación; su funcionamiento en el mercado; los tipos existentes; sus características; sus riesgos y ventajas y, por último, su régimen fiscal.

En la segunda parte, integrada por el punto cuarto, se procede al análisis del mercado de los fondos cotizados, la comparación entre sus rendimientos y los de otros activos similares, su evolución a lo largo de los años y las perspectivas futuras de los mismos.

Por último, en el punto quinto se recogerán las conclusiones para responder al segundo objetivo, es decir, si este tipo de fondos de inversión es una buena opción para inversores institucionales e individuales.

## **2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA**

### **2.1. ORIGEN Y EVOLUCIÓN**

Los inicios en España de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC) se remontan a los años cincuenta, concretamente fue en 1952 cuando por primera vez se regularon mediante la Ley sobre el Régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria. Esta primera norma, que se centraba en las Sociedades de Inversión mobiliaria de capital fijo, basaba su regulación en los *Investment trust* de otros países europeos en los que las inversiones industriales ya eran populares. Su carácter limitado y restrictivo dio lugar a que tan solo seis años después se produjese la primera reforma legislativa, a través de la Ley de 26 de diciembre de 1958<sup>2</sup> supuso una flexibilización del régimen, al permitir a las ICC invertir en valores no cotizados y ampliar el límite máximo en valores de una misma empresa

Posteriormente, el Decreto-Ley 7/64, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio, autorizó la creación de sociedades de capital variable y con ello surgieron los fondos de inversión<sup>3</sup>. Esta norma también tenía como novedad la creación de las sociedades gestoras, responsables de la gestión del patrimonio, y las entidades depositarias, al frente de la custodia de los valores.

A pesar de estas modificaciones legales, el interés de los inversores por estos productos financieros no aumentaría hasta la aprobación de la Ley 46/1984 de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Partiendo de la regulación contenida en la Directiva 85/611/ CEE de Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios, la norma otorga en un único cuerpo normativo un tratamiento completo a esta modalidad de inversión a la vez que habilita el desarrollo reglamentario de la misma.

---

<sup>2</sup> Ley de 26 de diciembre de 1958, de régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria.

<sup>3</sup> El primer fondo de inversión en España fue creado por la gestora Gesfondo del Banco Urquijo en 1966 bajo la denominación de Nuvofondo.

Supuso un gran desarrollo de la industria que en solo dos años vio su patrimonio aumentado en un 43% y su número de inversores en un 143% alcanzando así un patrimonio de 1.881 millones de euros y 286.200 inversores a 31 de diciembre de 1985, de los cuales un 23% correspondía a sociedades y el 77% a fondos de inversión (Fundación INVERCO, 2007)

El impulso definitivo a la popularización tuvo su origen en dos leyes, por un lado, la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de aprobación de los Presupuestos Generales del Estado y, por otro, la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. La primera introdujo el principio de neutralidad fiscal, estableciendo un régimen de tributación del 1% por el Impuesto de Sociedades a las IIC para evitar la doble imposición que podían sufrir los inversores al optar invertir en estas en lugar de hacerlo directamente en valores mobiliarios. La segunda, relativa al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, IRPF), estableció que los rendimientos obtenidos tributarían al tipo marginal aplicando unos coeficientes reductores a las plusvalías obtenidas.

El régimen fiscal más beneficioso de las ganancias propició un aumento del interés de los inversores y llevó a que las grandes entidades de crédito iniciasen una etapa de comercialización atrayendo una parte del ahorro a estas fórmulas. Así, en diciembre de 1999, el patrimonio medio de las IIC alcanzó los 67,5 millones de euros a finales de 1999, y el número de inversores alcanzó la cifra de 8 millones (Fundación INVERCO, 2007).

El Real Decreto 91/2001<sup>4</sup>, motivado por el gran dinamismo experimentado en el sector, supuso adaptaciones en el ordenamiento jurídico-financiero relativo a las Sociedades de Inversión. Sus objetivos, como señala la exposición de motivos, eran abrir el mercado a nuevas figuras de inversión colectiva ya presentes en otros países y la flexibilización de la creación y operativa de las instituciones.

---

<sup>4</sup> Real Decreto, 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Consecuencia de la reforma surgieron los Fondos Índice (aquellos que desarrollan una política de inversión que toma como referencia un determinado índice bursátil o de renta fija), pues mientras que antes existía una limitación que prohibía invertir más de un 10% de los activos en un mismo valor, ahora esta se ampliaba al 25% de forma que ya se podía imitar el IBEX-35 sin superar los márgenes.

Por último, como consecuencia de dos modificaciones en la Directiva 85/611/CEE, la Directiva 2001/107/CE<sup>5</sup> y la Directiva 2001/108/CE<sup>6</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo, se adapta la normativa nacional a través de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y de su Reglamento de desarrollo, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

## **2.2. CONCEPTO**

El primer concepto de Institución de Inversión Colectiva lo encontramos en la Ley de 15 de julio de 1952 que definía las sociedades de inversión mobiliaria (únicas recogidas en la Ley) como “compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a veinticinco millones de pesetas, tengan por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica y política en otras sociedades” (art. 1).

Sin embargo, no fue hasta la Ley 46/1984, de Instituciones de Inversión Colectiva, cuando nació el concepto de IIC que hoy conocemos, pues la misma regulaba tanto sociedades como fondos de carácter financiero y no financiero.

---

<sup>5</sup> Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados.

<sup>6</sup> Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM.



Actualmente, se encuentran definidas en el art. 1.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante LIIC) y en el art. 1.2 del Reglamento que la desarrolla (en adelante RIIC), de idéntico contenido.

Así, se establece:

*“son instituciones de inversión colectiva aquellas que 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, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”.*

De esta definición podemos extraer tres ideas claves:

- La finalidad de las IIC es la captación de fondos de varios inversores; que pueden ser tanto institucionales como individuales, para invertirlos de forma profesionalizada y diversificada y obtener con ello una rentabilidad.
- La normativa, en principio, ofrece un concepto muy abierto en cuanto a las clases de activos en los que las IIC pueden invertir al incluir “bienes, derechos, valores y otros instrumentos, financieros o no”. Posteriormente, la norma hace una acotación estableciendo los mismos, tanto para las IIC de carácter financiero como para las IIC de carácter no financiero.
- Los rendimientos de las Instituciones de Inversión Colectiva se establecen en función de resultados colectivos que posteriormente se reparten a los partícipes en proporción a su aportación.

En cuanto a la clasificación de las Instituciones de Inversión Colectiva, si bien existen numerosos criterios para clasificar las IIC, los más relevantes son los que lo hacen, por un lado, según la forma jurídica y, por otro, según el tipo de activos que tengan por objeto. Esta es, además, la clasificación utilizada por el legislador, tanto en el art. 1 apartados 2 y 3 LIIC como en el RIIC artículo 1 apartados 3 y 4.

En virtud de su forma jurídica, distinguimos entre Sociedades de Inversión y Fondos de Inversión.

El concepto de Fondos de Inversión queda definido en el art. 3 LIIC, que establece que se caracterizan por ser:

*patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.*

Se trata, por tanto, de una figura que actúa en el mercado como un patrimonio único, constituido por bienes y derechos pertenecientes a varios inversores. El Fondo de Inversión, es autónomo de los partícipes lo que implica, en primer lugar, que no responde de las deudas de estos, de las sociedades gestoras ni de los depositarios y, en segundo lugar, que los inversores solo responden por las deudas del fondo hasta el límite de su aportación.

Su constitución se realiza mediante la aportación, previa autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV), de una o varias participaciones iniciales (art. 5 LIIC). Su patrimonio total se divide en partes alícuotas, que reciben la denominación de participaciones, tienen la condición de valores negociables y pueden representarse tanto mediante anotaciones en cuenta como por medio de certificados denominativos.

Por su parte, las Sociedades de Inversión, en virtud del art. 9 LIIC, son sociedades anónimas cuyo objeto social es la inversión en activos financieros o no financieros y que poseen personalidad jurídica propia por su configuración como Sociedad Anónima. Su capital debe estar íntegramente suscrito y desembolsado y se representa mediante acciones.

La Ley faculta, tanto en relación con los Fondos de Inversión como con las Sociedades de Inversión, su creación por compartimentos. De esta forma, bajo un único contrato constitutivo y unos estatutos sociales (Sociedades de Inversión) o reglamento de gestión (Fondos de Inversión) se crean varios sub-fondos o sub-sociedades, cada una con su propia política de inversión y régimen de comisiones y gastos, permitiendo una mayor diversificación y especialización.

Atendiendo a la perspectiva u objeto de inversión que tengan estas entidades, se clasifican en carácter financiero y carácter no financiero.

La LIIC, en su art. 29, establece el concepto de carácter financiero entendiendo por tal “aquellas que tengan por objeto la inversión en activos e instrumentos financieros, conforme a las prescripciones definidas en esta ley y en su desarrollo reglamentario”. Los activos aptos para la inversión de estas IIC se encuentran recogidos en el art. 30 LIIC y art. 48 RIIC.

Por su parte, las IIC de carácter no financiero se definen por exclusión, y son aquellas no contempladas en el art. 29 LIIC, se dividen en aquellas cuyo objeto es la inversión en bienes de naturaleza urbana para su arrendamiento y las que tienen un objeto no financiero distinto del inmobiliario.

Una vez explicadas las Instituciones de Inversión Colectiva a fin de comprender el panorama en el que se enmarcan los Fondos de Inversión Cotizados procedemos al estudio de los mismos.

### **3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN COTIZADOS**

#### **3.1 INTRODUCCIÓN**

Los Fondos Cotizados, más conocidos por sus siglas en inglés ETFs (*Exchange Traded Funds*) surgen como consecuencia del desarrollo de las Instituciones de Inversión Colectiva y las innovaciones en los productos de inversión y la gestión de carteras.

Se definen, en palabras de Sánchez Quiñones et. al. (2009), como “fondos de inversión de carácter financiero cuyas participaciones están admitidas a negociación en bolsas de valores”. Siguen una estrategia de gestión pasiva basada en la réplica de un índice que puede ser bursátil, de renta fija o de materias primas.

Presentan un carácter híbrido entre los Fondos de Inversión y las acciones contando con las ventajas de ambos; como fondos permiten con una inversión relativamente pequeña conseguir una gran diversificación; y como acciones, derivado de su cotización en mercados organizados, otorgan flexibilidad, ya que se pueden comprar y vender durante toda la sesión.

Desde su aparición en los mercados en los años noventa en Estados Unidos han tenido un crecimiento exponencial lo que hace que cada vez sean más tenidos en cuenta por los inversores a la hora de seleccionar donde colocar sus activos. Su aparición en España tuvo lugar en 2006 con la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y desde entonces su importancia ha aumentado alcanzando una inversión de más de 1.800 millones de euros a 31 de marzo de 2018 según datos de Bolsa de Madrid.

### 3.2. ORIGEN Y EVOLUCIÓN

En la década de 1970 los inversores institucionales comenzaron a incorporar la Teoría Moderna de Carteras<sup>7</sup> a su gestión, al ser conscientes que la inversión “en el mercado” podía dar mejores resultados que la compra de activos individuales. Este cambio en la mentalidad inversora dio lugar a la aparición del primer fondo indexado en 1971 gestionado por el fondo de pensiones de Samsonite Corporation y estructurado por Well Fargo Investment Advisor Posteriormente, en 1975, se creó el primer fondo de inversión mobiliaria indexado.

La mayoría de los ETF, según Joanne M. Hill et al. (2015), son una extensión de estos *index-based mutual funds*, con la diferencia de que los primeros permiten la negociación durante toda la sesión y no solo al final de la misma como ocurre con los fondos de inversión.

Si bien la mayoría sitúa el origen de los ETFs en los fondos SPDR (Standard & Poor’s Depository Receipts), el primer fondo cotizado surge en la Bolsa de Toronto, Canadá, en 1989 con la denominación de Toronto 35 Index Participation Units (TIPs 35), tal como indica Gastineau (2010).

Tres años más tarde, en enero de 1993, surgiría el mencionado SPDR, también conocido como “spider” que, bajo el ticket SPY, replicaba el índice Standard & Poor’s 500. Nathan Most y Steven Bloom, con la ayuda de otros colaboradores, fueron los creadores de esta estructura pionera que presentaba muchas de las características actuales de los ETFs, especialmente la exposición a uno de los principales índices en el mercado y un mecanismo de creación y amortización de participaciones continuo. Fue un producto muy popular, logrando en su primer año 475 millones de dólares bajo gestión (Joanne M. Hill et al., 2015), y continúa siendo uno de los fondos cotizados más importantes de la actualidad, con un patrimonio gestionado de más de 95 mil millones de dólares<sup>8</sup> (Simpson, 2018).

---

<sup>7</sup> La Teoría Moderna de Carteras, más conocida como Modern Portfolio Theory se basa en las ideas de Harry Markowitz que fueron desarrolladas posteriormente por Sharpe y otros en los años 60.

<sup>8</sup> Según datos de Morningstar.

El éxito del SPY dio lugar a que en 1995 se crease un segundo fondo cotizado, MDY, encargado de reproducir el *S&P 400 Mid Cap*. Sin embargo, no fue hasta que Morgan Stanley lanzase los WEBS (World Equity Benchmark Shares) cuando los ETF dejaron de ser un producto aislado y la industria comenzó su desarrollo.

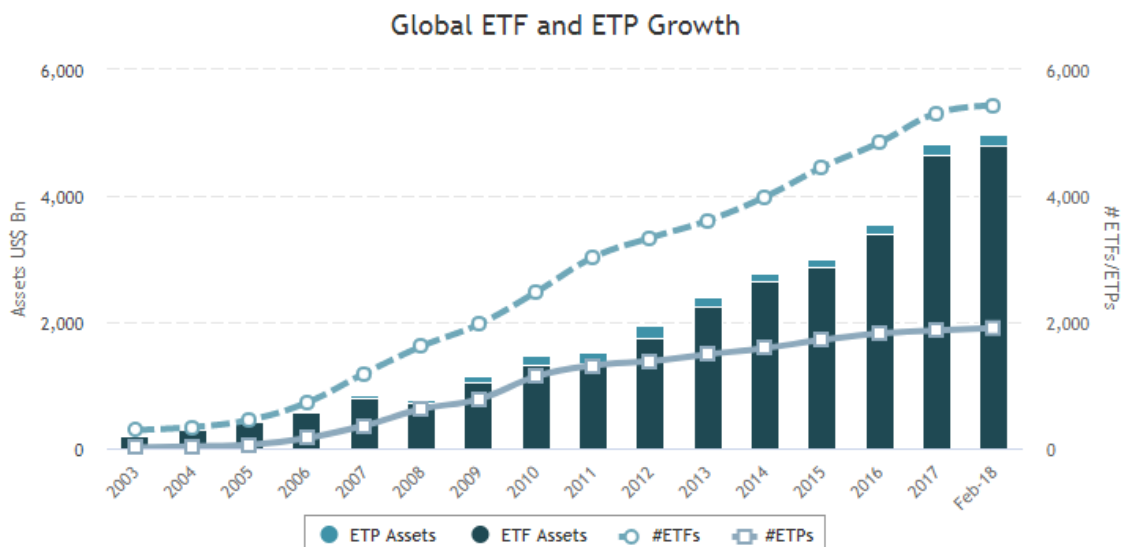
El siguiente punto clave en la expansión tuvo lugar en 1999 cuando el Banco de Nueva York lanzó el QQQ o Qs que replicaba el NASDAQ 100. El interés por las empresas tecnológicas en esa época, representantes de las mejores acciones del índice, dieron lugar a que en su primer año acumulase 18,6 billones de dólares en activos. Junto a ello, Barclays Global Investors (BGI) lanzó, bajo la etiqueta de iShares, más de 50 fondos cotizados con el objetivo de competir en esta industria.

Estos dos hitos supusieron, por un lado, la posibilidad de crear carteras de ETFs y, por otro, un mayor conocimiento del producto por parte de los asesores financieros consecuencia de los esfuerzos educativos de BGI.

Aunque su llegada a Europa, concretamente a las bolsas de Alemania, Reino Unido, Suecia y Suiza, se produjo en el año 2000, la necesidad de una reforma fiscal para dar cabida a los fondos cotizados retrasó su entrada en España hasta 2006, cuando se comenzó la comercialización del Acción IBEX35 ETF del BBVA.

Desde su lanzamiento los ETFs, tanto en España como a nivel global, han tenido un crecimiento sin precedentes en el mundo financiero. La industria se ha desarrollado de forma progresiva, pasando de la réplica casi exclusiva de índices bursátiles a incluir otros dedicados a renta fija, materias primas o divisas; incorporando activos y mercados poco líquidos e introduciendo novedades en las formas de réplica como son las permutas financieras.

## GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE LOS ETFs



Fuente: ETFGI.com

En el gráfico anterior, donde se muestra la evolución del mercado de los ETFs, podemos observar que en los últimos trece años los fondos cotizados han tenido un crecimiento espectacular a nivel global. Según datos de IPE (2017) a finales de agosto, el mercado europeo de los ETF/ETP tenía 2.285 productos, de 60 proveedores distintos, cotizando en 27 mercados de 21 países. Además, se espera que este crecimiento continúe, como apunta Morningstar, en su estudio “Guided Tour of the European ETF Marketplace”, donde establece que los fondos cotizados en Europa llegaran a superar el billón de euros en 2020.

### 3.3. REGULACIÓN

Los Fondos Cotizados se regulan en España por primera vez a través del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Actualmente, ese reglamento ha sido derogado y sustituido por el aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

Son concretamente los artículos 50 y 79 RIIC los dedicados a su funcionamiento; el artículo 50 RIIC hace referencia a la diversificación del riesgo de los ETF en la letra d y, el art. 79 RIIC está dedicado a su regulación.

Encontramos la definición en el art. 79.1 RIIC que establece que “son fondos de inversión cotizados aquellos cuyas participaciones estén admitidas a negociación en bolsas de valores”. Esta se complementa con el art. 79.2 c), que recoge que es necesario que el objetivo de la política de inversión de los mismos “sea reproducir un índice que cumpla las condiciones del art. 50.2 d) así como cualquier otro subyacente que la CNMV autorice expresamente”.

Las condiciones mínimas del índice son, en virtud del citado artículo: “1ª Tener una composición suficientemente diversificada. 2ª Resultar de fácil reproducción 3ª Ser una referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión 4ª Tener una difusión pública adecuada”.

Para la admisión a negociación en bolsa de valores de las participaciones de estos fondos de inversión es necesario el cumplimiento de los requisitos contenido en el art. 79.2 RIIC.

En primer lugar, se debe obtener autorización de la CNMV, para lo cual es necesario elaborar una solicitud en la que; se incorpore una memoria, se acredite la honorabilidad y profesionalidad de aquellos que desempeñan los cargos de administración y gestión y se aporten cuantos datos e informes se consideren oportunos. Los fondos de inversión, deben aportar el folleto, el documento con los datos oficiales del inversor (identificación de la SIIC, descripción de los objetivos y la política de inversión, presentación de los rendimientos, costes y gastos y perfil de riesgo/remuneración de la inversión) y el reglamento de gestión del fondo. Una vez autorizada la IIC deberá inscribirse en el registro administrativo de la CNMV junto al folleto informativo, siendo la inscripción en el Registro Mercantil potestativa (art. 10 LIIC).

En segundo lugar, la Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), deberá determinar “la composición de la cesta de valores y/o la cantidad de efectivo susceptible de ser intercambiada por participaciones (art. 79.2 c) RIIC).



En tercer lugar, con el fin de facilitar que el valor de cotización se adecue al valor de liquidación en los distintos momentos de la negociación, es necesaria la existencia de entidades que se encarguen de tomar posiciones compradoras y vendedoras, los denominados especialistas de los que se hablará más adelante.

Por último, además de los requisitos que pueda establecer la CNMV, deberá realizarse una adecuada difusión de la sociedad rectora de la bolsa en que cotice de: la cartera del fondo, la composición de la cesta de valores y/o la cantidad de efectivo susceptible de ser intercambiada por participaciones y el valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la contratación. (art. 79.2 f) RIIC)

### **3.4. EL MERCADO DE ETFS**

#### **3.4.1 SUJETOS**

Son cuatro los sujetos que intervienen en la operativa de este tipo de instituciones colectivas.

- Los **partícipes**, son las personas físicas, jurídicas o Instituciones de Inversión Colectiva que realizan las aportaciones al fondo. La condición de partícipe se adquiere mediante la compra de una participación, que representa un porcentaje del patrimonio invertido del fondo, y a cambio de la cual se espera obtener una rentabilidad (Mateu Gordon, 2008).
- El **emisor y gestor del fondo**, es aquel que ha constituido el mismo y se encarga, como indica Mateu Gordon (2008) “de la promoción o difusión, emisión y reembolso de las participaciones, administración, gestión y representación de los fondos, así como del cálculo del valor liquidativo indicativo”. Es el único con capacidad para emitir y reembolsar participaciones; además, es el encargado del reparto de los dividendos, en su caso.

- Los **especialistas o *market makers***, son entidades encargadas de comprar y vender participaciones del fondo para generar artificialmente liquidez. Su obligatoriedad trae causa del art. 79 d) RIIC que establece, además, que estas entidades deben pertenecer a las habilitadas en virtud de los artículos 64 y 65 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores<sup>9</sup>, para poder prestar servicios de inversión. Estas entidades son las: Sociedades de Valores, Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras, Empresas de Asesoramiento Financiero y algunas Entidades de Crédito y Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva cuando estén habilitadas para ello.

Favorecen la difusión y la formación de los precios al introducir posiciones de compra y venta dentro de una horquilla máxima de forma que logran que las negociaciones en el mercado secundario se realicen a un precio muy aproximado al del valor liquidativo del ETF (Alda García et al., 2015). Como indica la Bolsa de Madrid, mediante su actuación en el mercado primario favorecen que el número de participaciones disponible sea adecuado en cada momento. Deberá existir al menos un especialista por cada valor que se negocia en un segmento del mercado.

En virtud de la Circular 2/2017, de 24 de noviembre, de normas de funcionamiento del segmento de cotización de Fondos de Inversión Cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) emitida por la Sociedad de Bolsas<sup>10</sup>, cuyo objetivo es la armonización del sistema de contratación bursátil español a los estándares de la Directiva 2014/65/UE, se establece que durante la sesión abierta de cotización el especialista tiene que tener una presencia en el mercado basada en tres características:

- Horquilla: el especialista debe introducir en el mercado posiciones con una horquilla máxima entre la mejor posición de compra y la de venta en el mercado.

---

<sup>9</sup> Las referencias a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se entienden efectuadas a los preceptos correspondientes al Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, en virtud de su disposición adicional única. Por tanto, esta mención se corresponde a los artículos 143 y 145 del TRLMV.

<sup>10</sup> Circular 2/2017, de 18 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas, de normas de funcionamiento del segmento de negociación de los fondos de inversión cotizados en el sistema de interconexión bursátil.

- Importe efectivo: el especialista deberá introducir en el mercado posiciones con la horquilla anteriormente citada para que se pueda comprar o vender el valor en cuestión por un importe efectivo mínimo.
- Tiempo de reacción: 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.

En cuanto a la horquilla máxima de precios, el importe efectivo mínimo asociado y la presencia que debe tener en el mercado a lo largo de la sesión dependerá de cada ETF y se determinará a través de una Instrucción Operativa por la Bolsa en que cotice.

- La **sociedad depositaria**, es una entidad distinta de la gestora y es la encargada de la custodia y el depósito de los valores y activos adquiridos por el fondo. Se encuentran definidas en el art. 57 LIIC, que establece “los depositarios son las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones en las IIC, así como de la vigilancia de la gestión de las SGIIC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria (...)”.

Pueden ser depositarios las entidades de crédito (bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito) y las sociedades y las agencias de valores, siempre que ostenten la condición de entidad participante en los sistemas de compensación, liquidación y registro en los mercados en los que vayan a operar (art. 58 LIIC). Entre sus funciones, además de la principal de depósito y administración de activos, encontramos: redactar el reglamento de gestión de los fondos de inversión junto a la sociedad gestora; asumir la función de vigilancia de la gestión; velar por la regularidad de las suscripciones, además de satisfacer los reembolsos de las mismas; supervisar el cálculo del valor liquidativo y velar por el pago de los dividendos devengados (Bolsas y Mercados Españoles).

Su regulación se encuentra en el Título V de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y en el Título V del real Decreto 1082/2012, de 12 de noviembre, y se completa a través de la Circular 4/2016, de 29 de junio, de la CNMV<sup>11</sup>.

- La supervisión del mercado de los fondos cotizados, se lleva a cabo por la **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, al ser este el organismo público encargado de la vigilancia, la supervisión y la inspección de los mercados de capitales. De esta forma, velará por la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.
- Adicionalmente, los ETFs se encuentran cubiertos por el **Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN)**. Se trata de un fondo creado en 2001 en el cuál se acumulan las aportaciones que deben realizar las sociedades adheridas y que, en caso de concurso de acreedores de la sociedad o declaración de insolvencia declarado por la CNMV, cubre un máximo de 100.000 euros de pérdidas por inversor<sup>12</sup> (Alda García et al., 2015).

### 3.4.2 EL PROCESO DE CREACIÓN Y AMORTIZACIÓN DE PARTICIPACIONES

Si bien los ETF son negociados de la misma manera que las acciones, su acceso al mercado es distinto. Mientras que estas comienzan su negociación mediante una oferta pública de venta (OPV) los fondos cotizados tienen un sistema de creación y amortización que permite la variación continua en el número de participaciones.

---

<sup>11</sup> Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

<sup>12</sup> Se encuentra regulado en el Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Este proceso de creación y amortización es una de las principales características de los ETFs, además de que los hace únicos; les permite ser más baratos, más transparentes y más eficientes fiscalmente que los fondos de inversión tradicionales (Hill, J.M et al., 2015).

Los fondos cotizados, cuentan con un grupo de inversores institucionales especiales, denominados *authorized participants* (en adelante AP), que son creadores de mercado y que están facultados para participar en el proceso de creación de las participaciones.

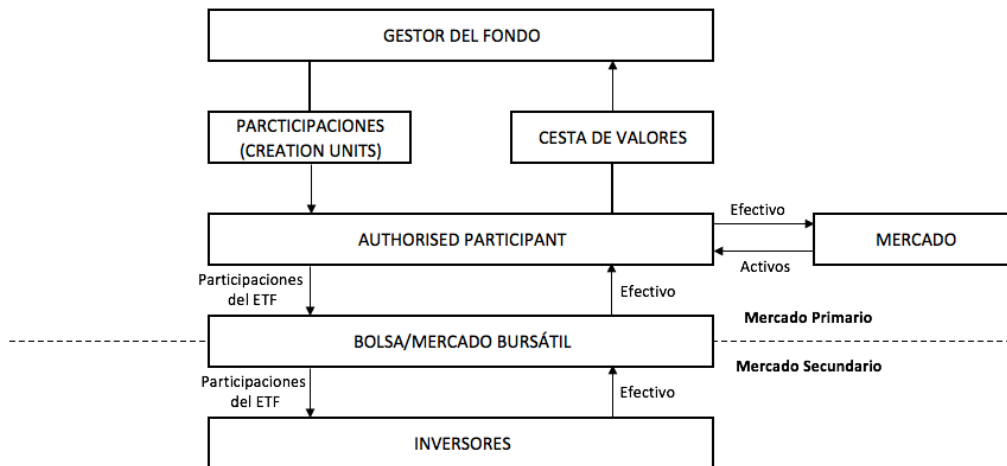
Diariamente el gestor publica una lista de los valores o activos que se quieren añadir a la cartera, la denominada *creation basket*. Cuando los AP quieren adquirir nuevas participaciones deben entregar al fono activos de esa lista, que pueden haber comprado en el mercado o poseer previamente en su cartera, recibiendo a cambio su valor equivalente en participaciones (también denominadas *creation units*). Estas se venderán al resto de inversores, institucionales e individuales (Gastineau, 2004). En sentido contrario, cuando el *authorized participant* quiere desprenderse de acciones del ETF acude al gestor para que este le devuelva la cesta de activos, denominada *redemption basket*, entregándole a cambio las participaciones cuya cotización finaliza.

Este proceso es muy importante por varias razones. En primer lugar, permite que el precio del fondo se mantenga muy cercano a su valor liquidativo (NAV). Cuando el valor de la cesta de activos sea inferior al precio del ETF el AP comprará la primera para obtener nuevas participaciones, que venderá a los inversores obteniendo una rentabilidad igual a la diferencia entre el precio de venta y el coste de los valores entregados. Al tratarse de una operación de arbitraje se llevará a cabo esta estrategia hasta que como consecuencia del aumento de la oferta el precio se iguale al valor liquidativo (NAV) y se elimine la posibilidad de obtener beneficios (CFA Foundation, 2015).

En segundo lugar, reduce los costes en los que incurre el fondo a la hora de conseguir los activos necesarios para replicar el índice. Es este creador de mercado el que asume las comisiones de la compra y venta de nuevos títulos y no el fondo, como sí que sucede en el caso de los fondos tradicionales, los cuales al recibir efectivo de los inversores deben acudir al mercado a comprar activos para cubrir su posición.

Este proceso de creación y amortización de participaciones, llevado a cabo entre el *authorised participant* y el gestor del fondo, tiene lugar en el mercado primario, igual que la venta entre este primero y los inversores. Las posteriores ventas entre inversores tienen lugar en el mercado secundario.

**GRÁFICO 2: ESQUEMA DEL MERCADO DE LOS FONDOS COTIZADOS**



Fuente: Ramaswamy, 2011. Traducción propia

### 3.4.3 FASES DEL MERCADO Y HORARIOS

Los fondos cotizados tienen una negociación y liquidación igual a la de las acciones, lo que permite poder comprar y vender las participaciones del fondo durante todo el periodo en el que el mercado esté operativo (la sesión), con una simple operación en bolsa. A continuación, siguiendo el modelo de mercado de Bolsas y Mercados Españoles para los fondos cotizados (ETFs), vamos a proceder al análisis del mismo.

### **a) Subasta de apertura**

La sesión comienza con la subasta de apertura que se inicia a las 8:30h y dura 30 minutos con un cierre aleatorio de 30 segundos. Durante esta fase los participantes pueden introducir, modificar o cancelar órdenes, pero no se ejecutan negociaciones. El libro de órdenes muestra el precio de equilibrio (calculado a tiempo real en función de la oferta y la demanda), los volúmenes de compra y venta que podrían ser negociados al mismo y el número de órdenes asociadas.

Las normas de fijación del precio de equilibrio en las subastas son: se elige el precio al que se negocie un mayor número de títulos; si hay dos o más precios iguales para el mismo número se elige el que presente menor diferencia entre el volumen ofrecido y el demandado para un precio; si estas condiciones coinciden se escoge el precio del lado que tenga mayor volumen y, si las tres coinciden, se escoge como precio de la subasta el más cercano al último negociado.

Tras el cierre aleatorio se asignan los títulos ejecutados, total o parcialmente, al precio de equilibrio de la subasta. El mercado es posteriormente informado del precio de apertura y el volumen de negociación y se da paso al mercado abierto. Las órdenes no ejecutadas en la asignación de títulos permanecen en el libro de órdenes.

Si el precio de la subasta quedase al límite del rango estático, precio de asignación de la última subasta con una variación máxima, será el Departamento de Supervisión de la Sociedad de Bolsas el encargado de adoptar las medidas oportunas para que se resuelva la subasta.

## **b) Mercado Abierto**

Durante esta fase del mercado, que va de las 9:00h a las 17:35h, se pueden introducir; modificar o cancelar órdenes que se ejecutarán, en su caso, al precio fijado según las reglas básicas. La primera de ellas, es la de prioridad precio-tiempo de las órdenes, de forma que las órdenes con un precio más alto para las compras y más bajo para las ventas se sitúan en primer lugar y, a igualdad de precio, se colocan primero las introducidas antes. La segunda, es la del mejor precio del lado contrario, de forma que las órdenes de compra se ejecutan al mejor precio de las de venta y viceversa.

Cuando a las 17:35h finaliza la sesión se establece como precio medio de cierre el punto medio de las mejores posiciones de compra y venta redondeadas al alza, no existe subasta de cierre como en el caso de las acciones. Si este fuera mayor al rango estático, no existiese alguna de las posiciones o el valor estuviese suspendido, será el de la última negociación de la sesión.

El modelo de mercado establece una tabla en la que se regulan los ticks o variaciones mínimas y máximas de precios en función de su volatilidad histórica determinando dos rangos para cada valor. Así, por un lado, encontramos el rango estático que se define como la variación máxima permitida respecto al precio de la última subasta, el precio estático y, por otro lado, el rango dinámico que corresponde a la variación máxima permitida respecto al precio dinámico, el de la última negociación, que puede ser tanto resultado de una subasta como de una operación del mercado abierto.

Cuando el precio al que se va a negociar un valor está en el límite de cualquiera de estos rangos, tiene lugar la denominada subasta de volatilidad, cuya duración es de cinco minutos más un cierre aleatorio de 30 segundos, en los cuales se produce la asignación de títulos al precio de equilibrio.

También podrá celebrarse esta subasta, a decisión del departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsas, cuando la diferencia entre el valor liquidativo y el precio del valor sea significativa.



### **c) Contratación de bloques**

El mercado de bloque está destinado a operaciones que debido a su gran envergadura no son fáciles de realizar en el mercado abierto. Mientras que en el mercado de las acciones existen dos modalidades de contratación por bloques en el de los fondos cotizados solo opera la de bloques parametrizados por precio.

Desde las 9:01 hasta las 17:35 h, y siempre que el valor no esté en subasta, se puede realizar este tipo de contratación en el que se introducen órdenes de compra y de venta y cualquier miembro del mercado puede tomar la posición contraria siempre que el efectivo supere el millón de euros.

### **d) Mercado de operaciones especiales**

Tiene lugar desde la finalización de la sesión y hasta las 20:00h, y en el mismo se negocian ETFs sobre el IBEX-35 estando la contrapartida fijada previamente. Para su aprobación es necesario que se cumplan algunas condiciones: el precio de la operación especial sobre el fondo debe corresponder con el valor liquidativo de la sesión, y si es sobre los valores que componen la cesta subyacente deben hacerlo al precio de cierre en el SIBE; el número mínimo de operaciones correspondientes a los valores de la cesta del subyacente deberá ser de 30; el efectivo de la operación debe ser al menos al importe mínimo de suscripción y reembolso de las participaciones del fondo. Además, estas operaciones deben ser comunicadas al Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsa por la gestora del fondo.

### **e) Interrupción de la negociación de valores**

La cotización de los valores puede verse interrumpida, en virtud de la Circular 2/2017, cuando concurren circunstancias o noticias relacionadas con un valor que puedan perturbar el normal desarrollo de su cotización. Algunas de estas son: la imposibilidad de cálculo del subyacente, la imposibilidad de cálculo del valor liquidativo, la falta de comunicación en la forma y plazos establecidos de información o la detección de un posible error evidente.

Se dará aviso de la interrupción a través de los terminales del SIBE y se comunicará la misma a las Bolsas de Valores y a la CNMV. Esta supone la imposibilidad de introducir nuevas órdenes o modificar las ya emitidas, siendo posible su cancelación.

### **3.4.4 GASTOS Y COMISIONES DE LOS ETFS**

Los costes asociados a una determinada inversión son un aspecto importante a tener en cuenta por los inversores pues, por un lado, reducen los rendimientos obtenidos y, por otro, son un gasto en el que se incurre independientemente de la existencia de beneficios (Morningstar, 2013).

Las comisiones de las Instituciones de Inversión Colectiva se encuentran reguladas en el artículo 8 LIIC. A este respecto se establece que “las gestoras y los depositarios podrán percibir de los fondos comisiones de gestión, de depósito, respectivamente, y las sociedades gestoras de los partícipes, comisiones de suscripción y reembolso” (estas últimas no se aplican a los ETFs). Las mismas deben recogerse en el folleto y en el documento de los datos fundamentales para el inversor junto a su cálculo y la entidad beneficiaria de las mismas. El artículo 5 RIIC desarrolla en profundidad el régimen de comisiones y gastos y establece los límites máximos a los mismos.

En relación con las comisiones aplicables a los ETFs encontramos:

- **Comisión de gestión:** es cobrada por la gestora en concepto de intermediación y se puede determinar en función del patrimonio gestionado, de los rendimientos obtenidos o mediante ambos. Al tratarse de un instrumento de gestión pasiva cuyo objetivo es la réplica de un índice no son necesarios grandes equipos de analistas ni un seguimiento del mercado tan estricto como en los fondos de gestión activa lo que determina que comparativamente este gasto sea menor.

La comisión de gestión se imputa diariamente a prorrata del porcentaje anual que viene determinado en el folleto informativo de cada fondo. Por ejemplo, en el ETF del BBVA Acción Eurostoxx 50 ETF, FI Cotizado Armonizado, que replica el índice DJ EUROSTOXX 50, ésta es del 0,15%.

- **Comisión de depósito:** también conocida como de administración o de custodia. Se cobra por los intermediarios por los servicios de administración informática de las participaciones y de la cartera (cobro de dividendos, canje de valores, etc) (Mateu Gordon, 2008). En el ETF del BBVA Acción Eurostoxx 50 ETF, FI Cotizado Armonizado esta es del 0,05%.
- **Comisión de intermediación o corretaje:** al igual que sucede con las acciones, las operaciones de compra y venta de participaciones se deben realizar a través de un intermediario financiero. Estos tienen libertad para fijar la tarifa según las características que determinen, las cuales deben ser publicadas y comunicadas a la CNMV.
- A estas comisiones se debe añadir el **canon de Bolsa y el Canon de Iberclear** cuyos valores dependen del efectivo de la operación.

Junto a estos costes explícitos (recogidos en el TER), los inversores deben analizar también los costes implícitos derivados de la operativa con fondos cotizados. Se trata de costes relevantes que pueden afectar a los resultados pero que, sin embargo, cuanto mayor es el tiempo que permanece la inversión en cartera (holding period) menor impacto tienen.

Por un lado, encontramos los costes de transacción consecuencia de que los fondos cotizados no se intercambien al valor liquidativo (NAV). Si bien es cierto que la figura del especialista mediante el arbitraje reduce las desviaciones, estas persisten, pues los mismos solo operan cuando la diferencia en el precio les compense los gastos de la operación.

Por otro lado, aparece el coste implícito, que resulta del bid-ask spread (diferencia entre el precio de compra y el de venta) y que se calcula como la diferencia entre el bid y el ask dividido por su media y se representa como un porcentaje del precio. Esta diferencia se reduce cuando mayor es el volumen de la operación y la liquidez tanto del ETF como de sus subyacentes.

Los bajos costes unidos a la igualdad en su aplicación respecto de inversores institucionales e individuales constituyen una de las principales ventajas competitivas de los mismos sobre los fondos tradicionales y en especial sobre sus homólogos, los fondos indexados.

A ello debemos sumar su mayor eficiencia fiscal gracias a su mecanismo de creación y amortización de acciones que se traduce, también, en menores costes para los inversores. Como consecuencia de la compra (venta) de una participación un fondo tradicional debe acudir al mercado para adquirir (transmitir) los activos que la respalden, lo que ocasiona unas comisiones que se repercuten al inversor. Sin embargo, en el caso de los ETFs, no se incurre en estos costes por la existencia de la figura del Authorised Participant encargado de intercambiar con el fondo cestas de valores por participaciones o viceversa, según se necesite aumentar o reducir las mismas respectivamente; y por su naturaleza cotizada, pues la mayoría de transacciones se llevan a cabo entre inversores en el mercado secundario, asumiendo estos las comisiones de forma individual y no conjunta (Morningstar, 2014).

### **3.5. TIPOS**

Como se ha señalado anteriormente, los ETFs se centran en la réplica de un índice, que puede ser de Renta Fija, de Renta Variable o de Materias Primas. En los inicios la mayoría de los fondos se centraban en índices bursátiles, pero progresivamente ha aumentado el número del resto (se analizará en puntos posteriores). También se ha producido una mayor especialización de forma que podemos encontrar fondos cotizados especializados en ciertos sectores, países o regiones que permiten mayor flexibilidad al inversor a la hora de decidir la exposición al mercado que desean tomar.

Los ETFs se clasifican, principalmente, en base a dos criterios, por un lado, según la forma en la que se construye la cartera (réplica física o réplica sintética) y, por otro lado, según el tipo de estrategia para replicar los activos incluidos (directos o tradicionales, inversos y apalancados). La adopción de una u otra estrategia dependerá del objetivo del fondo y del nivel de riesgo-rentabilidad que busque obtener.

La **réplica física** fue la primera que surgió y “replica la rentabilidad del índice invirtiendo en la totalidad o en una parte de los constituyentes del mismo” (García Zarate, 2015). Las acciones de referencia son propiedad del fondo y se encuentran depositadas en una entidad que ejerce la custodia. La misma puede ser completa, si se adquieren todas las acciones en proporción al peso que presentan, o mediante muestreo estratificado u optimización, comprando solo una parte representativa del mismo.

Para mantener una composición de la cartera similar a la del índice de referencia es necesario ajustar los valores de forma periódica, replicando de esta forma los cambios en la composición y el peso del índice fruto de los movimientos del mercado o los cambios en los criterios de construcción del índice.

La réplica completa tiene como ventaja la reducción del *tracking error* o error de seguimiento, que consiste en las diferencias entre los resultados de la cartera y los del índice de referencia (Carlos Aparicio y Francisco Javier González, 2012). Sin embargo, se trata de un proceso caro, y a veces muy complicado, especialmente cuando el índice tiene un elevado número de activos o contiene algunos de baja liquidez, al requerir la adquisición de todos los valores.

Para abaratar la composición de la cartera surge la réplica mediante muestro estratificado, de esta forma se estudia la cesta de valores y se clasifican los mismos en función de una serie de características como puede ser el sector en el que se encuentran, el peso o si reparten dividendos. Posteriormente, se elegirá un valor de cada categoría que se incluirá en los activos como representativo del resto, de forma que el conjunto final coincida con las características fundamentales del índice a replicar sin la necesidad de comprar todos los valores. Se logra reducir los costes de transacción y de mantenimiento, consiguiendo una elevada correlación con el índice de referencia (Alda García et al, 2015).

Como contrapartida, presenta un mayor error de seguimiento que puede llevar a que el inversor tenga un riesgo mayor y no logre la rentabilidad del índice. Además, cuando los mercados se encuentran en situaciones adversas, es más difícil que los atributos se alineen con los del índice, aumentando el *tracking error* por encima de los niveles esperados.

Otra forma de réplica física no completa es la réplica mediante optimización o *sampled optimization*, que utiliza un algoritmo para confeccionar la futura cartera. Es similar al muestreo estratificado, pero selecciona los valores más eficientes dentro de cada categoría en vez de elegirlos de forma aleatoria.

Junto a estas formas de réplica física encontramos la denominada **réplica sintética**, que sustituye la compra física de los activos del índice por unos activos sustitutos. La más común es la denominada *swaped-based replication*, que consiste en un contrato de permuta financiera o *swap* entre el ETF y una institución financiera, mediante el cual, a cambio del pago de una comisión periódica, la institución financiera se compromete al pago de la rentabilidad obtenida por el *benchmark* de referencia.

Sus principales ventajas son dos; por un lado, la reducción de los costes al no ser necesaria la compra de los activos y; por otro lado, la eliminación del error de seguimiento, la entidad financiera paga la rentabilidad del índice por lo que no hay diferencias, además, no es necesario el rebalanceo del índice, suprimiendo los costes de compra y venta de activos y la necesidad de seguimiento.

Este tipo de contrato permite también que los inversores aumenten su exposición en mercados pequeños o ilíquidos al no ser necesaria la compra de los activos.

Sin embargo, la principal desventaja se encuentra en el riesgo en el que se incurre. Mediante la réplica física, el fondo tiene la propiedad de los activos que sirven como garantía para los inversores, sin embargo, con la permuta, el fondo depende del que la contraparte efectúe el pago por lo que en caso de que este no se produzca perdería sus fondos. Como medida para eliminar este riesgo de impago en algunos *swaps* se obliga a que la entidad financiera entregue activos al fondo como colateral.

**TABLA 1: PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE FONDOS COTIZADOS FÍSICOS Y SINTÉTICOS**

	Fondos cotizados físicos	Fondos cotizados sintéticos
Estrategia de inversión	- Réplica mediante compra de activos	- Réplica mediante swaps para recibir los rendimientos del índice
Riesgo de contraparte	- Los producidos directamente por la inversión de activos o - Los derivados del préstamo de valores	- La contraparte del <i>swap</i> - Según UCITS, limitado al 10% del patrimonio
Garantías	- El fondo posee los valores del índice	- La contraparte del <i>swap</i> deposita al menos el 90% del valor actual del fondo
Rendimientos	- Sujetos a <i>tracking error</i> si la cartera es diferente al índice de referencia - Adicionales, si presta valores de la cartera	- La contraparte del <i>swap</i> garantiza los rendimientos del índice

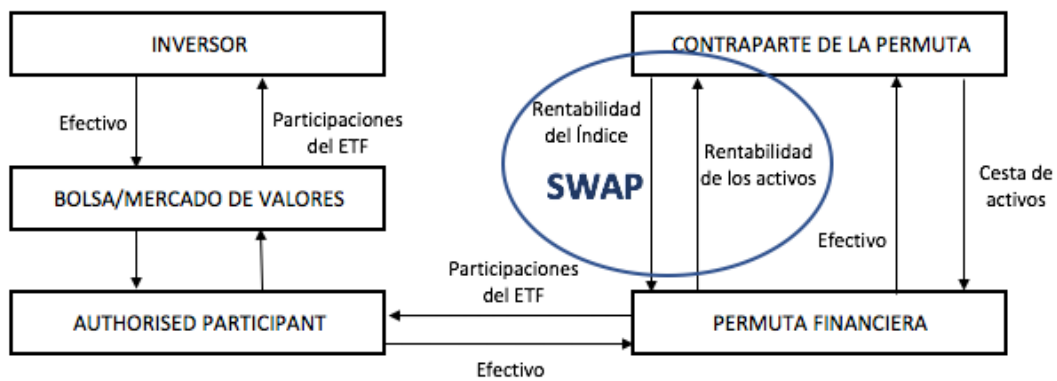
Fuente: CNMV 2012

Los proveedores de ETFs utilizan, principalmente, dos estructuras distintas de réplica mediante contrato de permuta financiera.

En el *unfunded-swap model*, el ETF entra en un contrato de permuta de activos en virtud del cual entrega a la contraparte el 100% del nominal del fondo y compra con ello una cesta de valores como garantía, los cuales deben ser de elevada liquidez y calidad crediticia y no estar correlacionados con el índice de referencia. El manager del fondo recibirá de la contraparte la rentabilidad obtenida por el índice, ajustada al coste o *spread* del *swap*, y entregará a cambio los rendimientos obtenidos por la cesta de valores adquirida.

En virtud de la Directiva UCITS IV, el valor diario de los activos en garantía debe cubrir, al menos, el 90% del valor del fondo, lo que limita el riesgo de contraparte al 10%. En caso de que la entidad quiebre el gestor podrá recuperar lo entregado mediante la venta de los activos recibidos. Para asegurar que el *counterparty risk* se mantiene en los límites de la normativa, los *swaps* son comprobados y ajustados diariamente, produciéndose según los resultados una entrega o retirada de activos de la cartera.

**GRÁFICO 3: UNFUNDED-SWAP MODEL**



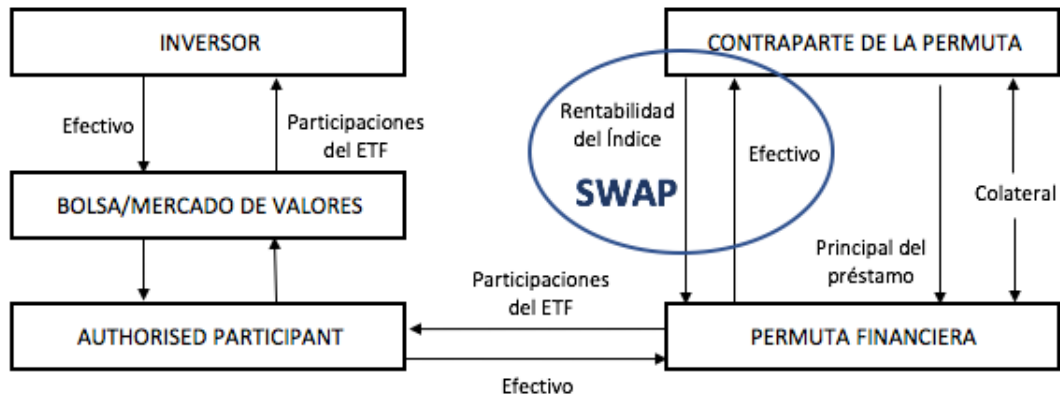
Fuente: Morningstar Research

En el *funded-swap model* o *fully funded swap*, el manager del fondo entrega a la contraparte el efectivo de los inversores a cambio de la rentabilidad del índice (ajustado al coste del contrato) y la devolución del efectivo en una fecha futura. La contraparte, a cambio, deposita un colateral en una entidad que hace de custodia, bien a su propio nombre y por cuenta del fondo, bien a nombre de este último directamente.

Como sucedía en el modelo anterior, el colateral debe cubrir al menos el 90% del valor del fondo, y es ajustado de forma diaria. De igual manera, en caso de que la entidad quebrase en fondo podría utilizar estos activos para, mediante su venta, recuperar el dinero de los inversores.



#### GRÁFICO 4: FUNDED-SWAP MODEL



Fuente: Morningstar Research. Traducción Propia

Los fondos cotizados sintéticos han tenido mayor acogida en Europa que en Estados Unidos ya que allí la normativa respecto al uso de los instrumentos derivados es más restrictiva. Mientras que en EEUU las gestoras deben tener el 80% de sus activos invertidos en productos que entren dentro de la categoría de la denominación del fondo, en Europa, la normativa permite el uso de derivados imponiendo límites menos estrictos.

**TABLA 2: COMPARATIVA ENTRE LOS DOS PRINCIPALES MODELOS DE RÉPLICA SINTÉTICA DE ETF**

<b>Característica</b>	<b>Unfunded swap</b>	<b>Funded swap</b>
Tipo de transacción	Permuta financiera de rendimientos totales	Vinculados al crédito o a bonos
Riesgo de contrapartida	Se mitiga a través de la propiedad de los activos depositados como colateral que pueden ser vendidos.	Se mitiga a través de los colaterales depositados en una tercera entidad.
Sobrecolateralización	Pequeña, en el caso de que exista	Normalmente hasta el 120% del valor liquidativo del ETF
<i>Haircuts</i> en el colateral	Normalmente ninguno, aunque bajo la normativa UCITS algunos estados pueden imponerlos	Normalmente ninguno, aunque bajo la normativa UCITS algunos estados pueden imponerlos
Composición del colateral	Puede variar diariamente	Puede variar diariamente

Fuente: Ramaswamy 2011. Traducción propia

Dentro de los fondos sintéticos encontramos los fondos apalancados y los fondos inversos. Los primeros, se caracterizan, como su nombre indica, por el uso de apalancamiento, a través de la deuda aumentan el capital invertido lo que lleva a que tanto los beneficios como las pérdidas sean mayores, según el grado de apalancamiento. Los segundos, replican un índice de forma inversa, permitiendo a los inversores operar en sentido contrario al mercado, cuando el mismo obtenga beneficios el ETFs sufrirá pérdidas y viceversa.

Es importante tener en cuenta que, en este último caso, se obtienen los resultados inversos al índice en un día, es decir, si el índice un día concreto baja un 3% el inversor obtendrá una ganancia del 3%, sin embargo, si se mira la evolución acumulada durante un periodo de tiempo, las pérdidas o ganancias del fondo cotizado inverso no serán exactamente las contrarias a las del índice de referencia.

Por último, otra posible clasificación de los ETF es la que se realiza en función del subyacente que replican. Encontramos así: fondos cotizados de renta variable, que son los más comunes, fondos cotizados de renta fija, fondos cotizados monetarios y fondos cotizados sobre materias primas o *commodities*.

- **Los ETFs sobre renta variable:** son aquellos que replican índices, cestas de acciones, de las principales bolsas mundiales. Dentro de un mismo país o mercado se pueden constituir ETFs sobre distintos índices o, incluso, especializados en un determinado segmento. Además, pueden existir diferentes ETFs sobre un mismo índice y estos pueden realizar la réplica a través de métodos distintos. En España encontramos, por ejemplo: el fondo de Deutsche Bank DB X-TRACKERS SPANISH EQUITY UCITS ETF (DR) cuyo objetivo es la reproducción de la evolución del IBEX 35 a través de la réplica directa y completa, o el fondo LYXOR IBEX 35 DOBLE APALANCADO DIARIO UCITS ETF –C-EUR., que replica el IBEX 35 Doble Apalancado Neto a través de la réplica sintética.

Además, los índices que se toman como referente pueden estar constituidos en función de ponderaciones distintas: por capitalización, por beneficios, por ratios bursátiles (PER), etc. (Mateu Gordon, 2008). Los componentes del IBEX 35 están ponderados por capitalización bursátil ajustada por capital flotante.

- **ETF sobre Renta Fija:** replican índices de activos de deuda (obligaciones y bonos) tanto públicos como privados. Según Funds Society (2015) “se enfocan en una clase de activos específico dentro del mercado. La clasificación se puede realizar por sectores (bonos del tesoro, corporativos), por calificación crediticia (Aaa-A) o por rango de vencimiento (7-10 años)”. Los índices realizan combinaciones de estas tres características creando tanto índices muy amplios como muy específicos.

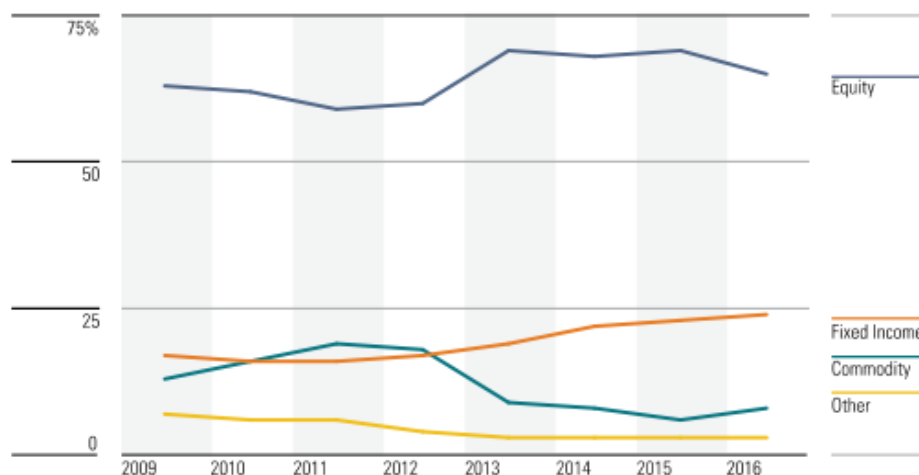
El mercado de renta fija es especialmente opaco debido a la negociación OTC (*over-the-counter*), lo que unido al hecho de que sean activos con fecha de vencimiento establecida, dificulta el seguimiento de los precios. Los ETFs facilitan esto gracias a su carácter cotizado. Además, permiten a los inversores acceder a carteras de bonos de categoría profesional en una escala y con un coste que de otra forma sería imposible (CFA Foundation, 2015)

- **ETF sobre materias primas o *commodities*:** replican la evolución de una materia prima o un conjunto de ellas. Este tipo de fondos cotizados se presentan como una alternativa más sencilla y barata que los contratos de futuros. Mientras que anteriormente para poder invertir en materias primas era necesario abrir una cuenta de futuros y mantener un margen en la misma para cubrir las variaciones de precios, gracias a los ETFs es suficiente con comprar una participación a través de un *bróker*.

Existen dos tipos de fondos cotizados sobre *commodities*; aquellos que poseen físicamente la materia prima (solo disponibles para materiales preciosos) y los que utilizan contratos de futuros para adquirir la exposición a las mismas.

- **ETF sobre divisas:** obtienen los rendimientos a través de la réplica del movimiento de una divisa o del cruce entre varias.

## GRÁFICO 5: MERCADO EUROPEO DE ETFs POR TIPO DE ACTIVO



Fuente: A Guided Tour of the European ETF Marketplace, Morningstar (2017)

### 3.6. CARACTERÍSTICAS

Son sus especiales características las que han propiciado la expansión de los fondos cotizados, pues los hacen una opción muy atractiva para tanto para inversores institucionales como individuales. Muchas de las mismas son comunes a los fondos de inversión, pero hay otras que les otorgan la flexibilidad y el atractivo necesario para posicionarse como un elemento especialmente sugerente dentro de los mismos.

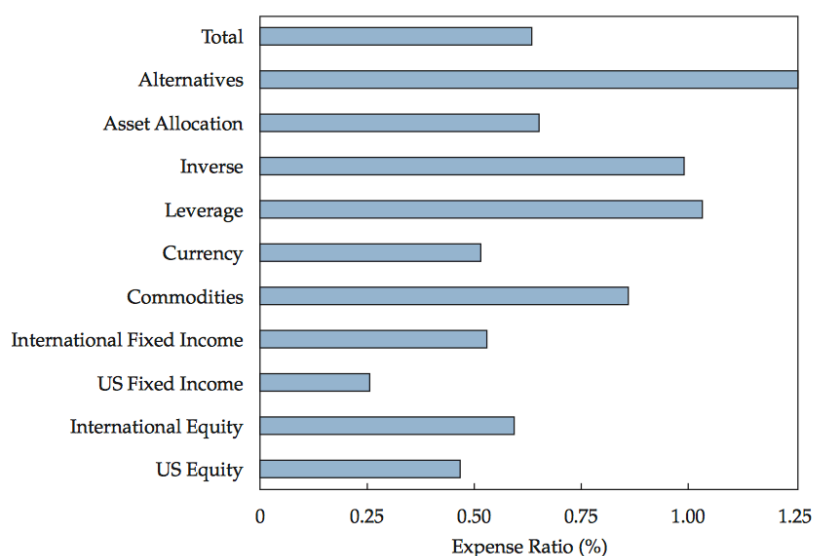
En primer lugar, se trata de activos con un **alto grado de liquidez**. Debido a su negociación en mercados bursátiles como si de acciones se tratase, los inversores son capaces de realizar operaciones de compra y venta de forma inmediata en el mercado secundario durante toda la sesión bursátil. Según Sánchez Quiñones et. Al (2009) “la estructura abierta hace a los ETF’s tan líquidos como sus subyacentes”. Por el contrario, los fondos tradicionales solo pueden ser negociados al final de la sesión.

Parte de esta liquidez se consigue gracias a la figura del especialista encargado de tomar posiciones en el mercado. Como hemos señalado anteriormente, el art. 79 e) del Real Decreto 1082/2012, obliga a la existencia de un especialista para “facilitar el alineamiento del valor de cotización con el liquidativo”.

Se trata de productos flexibles, las decisiones se ejecutan de forma inmediata durante la sesión bursátil. Su cotización permite también que se tomen posiciones cortas, se depositen como colateral o se contraten opciones sobre los mismos como sucede con las acciones, lo que incrementa las posibles estrategias con los mismos y el abanico de inversores. Además de la gestión pasiva, se pueden tomar estrategias de gestión activa tratándolos como acciones o usándolos para infraponderar o sobreponderar un determinado sector o mercado en una cartera.

En segundo lugar, los **costes de estos fondos son bajos**. Por un lado, al tratarse de productos de gestión pasiva cuya función es la réplica de un índice, se reducen las comisiones de gestión. El coste de gestión, que se mide a través del *Total Expense Ratio* (TER), se sitúa en torno al 0,1% anual (Megabolsa, 2015), significativamente inferior al 1% - 2% habitual en los fondos tradicionales. Sin embargo, estos costes dependen en gran medida del tipo de índice al que se quiera tener acceso y la liquidez de los activos que lo compongan. Así, según CFA INSTITUTE (2015), el coste de acceso a los índices basados en bonos americanos es de en torno el 0,05% y el de los mercados emergentes es del 0,14%.

**GRÁFICO 6: EXPENSE RATIO MEDIO POR TIPO DE ACTIVOS**



Fuente: ETF.com

Adicionalmente, el hecho de que se compre una cartera de activos a través de una única operación conlleva menores costes de los que resultarían en concepto de comisión si el inversor optase por la compra individual de cada uno de los títulos que componen el índice que se pretende seguir. El fondo, al realizar un mayor volumen de compras, logra economías de escala y menores costes que revertir a sus inversores.

En tercer lugar, se caracterizan por su **accesibilidad**, mediante la compra de una única participación, en una sola operación, los inversores adquieren la titularidad sobre una cesta completa de activos. De esta forma, se reduce de forma considerable la inversión necesaria para obtener la cartera diversificada, que si se replicase de forma manual requeriría la compra de cada uno de los títulos. Además, dado que para la réplica del índice es necesario mantener las proporciones de los títulos en el mismo, y debido a la imposibilidad de comprar fracciones de un valor, el volumen de compras tendría que ser superior.

Es cierto que los ETFs no son el único instrumento que permite invertir en un índice, los fondos indexados logran también este objetivo, pero no ofrecen la flexibilidad de los ETF al no estar negociados.

Antes de la llegada de los fondos cotizados existían numerosos activos de acceso casi imposible para los pequeños inversores, como los bonos de mercados emergentes o las inversiones alternativas; actualmente, gracias a la existencia de fondos especializados en este tipo de subyacentes, ya no son exclusivos para inversores institucionales.

En cuarto lugar, ofrecen una **valoración en tiempo real** a lo largo de la sesión bursátil. En los fondos tradicionales solo existe una valoración diaria, el valor liquidativo (NAV), calculado por el gestor cada día, al que se realizan las suscripciones y reembolsos de las participaciones.

Esta característica se encuentra unida a la de **mayor transparencia**, pues el artículo 79 f) RIIC obliga a la sociedad rectora de la bolsa en que cotice el ETF a difundir la cartera del fondo, la composición de la cesta de valores y su valor liquidativo en los diferentes momentos de cotización.

Además, la CNMV puede establecer requisitos de información adicional. De esta forma, los partícipes pueden calcular el precio real del fondo ponderando el precio de las acciones que lo componen en virtud de su peso en el índice.

El resto de fondos, por el contrario, solo publican la composición de su cartera de forma periódica, por lo que los inversores entre estos periodos no tienen conocimiento de los activos en los que se encuentra invertido su dinero.

Por último, los inversores tienen la posibilidad de recibir una rentabilidad adicional mediante el reparto de dividendos. Mientras que en la mayoría de fondos tradicionales los dividendos se reinvierten, los ETFs de renta variable pueden repartirlos según el criterio del gestor (CNMV, 2015).

### 3.7. VENTAJAS Y RIESGOS

Las características expuestas anteriormente dan lugar a una serie de ventajas que han llevado a que este producto suponga una revolución en el mundo financiero, sin embargo, también existen riesgos asociados al mismo que deben ser tenidos en cuenta.

En cuanto a las ventajas, siguiendo a Sánchez (2008), entre otros autores, podemos destacar:

- **Diversificación:** dado que los fondos cotizados replican un determinado índice, mediante la compra de una participación el inversor logra una cartera diversificada sin la necesidad de tener que adquirir los títulos de forma individual. Además, al ser conocida la cartera de valores que integra el ETF el inversor puede decidir, en función de su nivel de riesgo, los activos en los que invertir, el nivel de rentabilidad esperado y la exposición que tomar. Para aumentar o variar la exposición también pueden ser utilizados los fondos inversos o apalancados.



- **Sencillez operativa:** la existencia de un mercado primario y uno secundario en el que realizar operaciones durante un periodo amplio de tiempo, unido a la liquidez del mismo garantizada por los especialistas, faculta a los inversores a ejecutar órdenes de compra y de venta durante la sesión bursátil y a que las mismas se ejecuten de forma casi inmediata. Además, actualmente, es posible operar con ETFs a través de numerosos intermediarios bancarios y plataformas online lo que facilita el acceso a este producto al pequeño inversor.
- **Indicador de precios:** mediante el mecanismo de creación y amortización de acciones se consigue que el precio del ETF coincida con su valor liquidativo, asegurando a los inversores que sus operaciones se realizarán a un precio justo. Gracias a ello, y especialmente para el caso de activos poco líquidos, los fondos cotizados se están convirtiendo en un indicador del precio de los subyacentes.

En momentos de inestabilidad en los mercados, como fue durante la crisis de 2010, los mercados de muchos subyacentes se congelaron, por ejemplo, los bonos municipales americanos, y los ETFs se convirtieron en la única fuente de liquidez. Según CFA Foundation los fondos cotizados son la mejor fuente de valoración de activos de renta fija e índices en el mercado.

- **Réplica del *benchmark* de forma ajustada:** los fondos cotizados son considerados el mejor producto de réplica de un índice derivado a su reducido error de seguimiento (Sánchez, 2018).
- **Gestión pasiva:** se trata de un activo idóneo para aquellos inversores que consideran que los mercados son eficientes y por tanto no es posible batirlos, obtener una rentabilidad mayor a estos, en el largo plazo. Mediante la compra de un ETF sobre un índice representativo, como puede ser el IBEX-35 en España o el FTSE 100 en reino Unido, el inversor consigue obtener la máxima rentabilidad posible a un coste mucho menor del que incurriría en el caso de comprar los activos individualmente.

- **Gestión activa:** los fondos cotizados pueden ser utilizados en la asignación de activos o *asset allocation* para lograr exposición de una cartera a un determinado sector o país ajustando de esta forma el nivel de riesgo. Especialmente útiles son cuando se pretende invertir en activos poco líquidos o mercados pequeños en los que la compra de los títulos individuales es complicada y costosa. Además, es posible realizar operaciones de *trading* y de venta en corto y emplear estrategias activas basadas en análisis técnico, fundamental o de múltiplos como resultado de su carácter cotizado (Mateu Gordon, 2008).
- Otras ventajas han sido explicadas con anterioridad con objeto de exponer las características, así que a título de recordatorio se destacan: su liquidez, su información y transparencia, sus bajos costes o el reparto de dividendos.

En cuanto a los riesgos siguiendo, principalmente, a Aparicio Roqueiro (2012):

- **El error de seguimiento o el tracking error:** se mide mediante la desviación estándar diaria anualizada de las diferencias entre el rendimiento del fondo y el índice de referencia. Existen varios factores que dan lugar a estas diferencias en los rendimientos.

En primer lugar, en los fondos de réplica física completa las diferencias provienen principalmente de los costes del ETF, dado que como hemos explicado los mismos son relativamente bajos, la diferencia es pequeña.

En segundo lugar, algunos fondos, con el fin de reducir costes, utilizan el método de muestreo u optimización para la réplica del índice, y al no poseer la totalidad de subyacentes, el error es mayor.

En tercer lugar, el cambio de divisa también puede dar lugar a diferencias, pues el ETF incurre en el riesgo de tipo de cambio al poseer activos en mercados distintos al nacional. Generalmente, en estos casos, se realizan contratos de futuros o swaps para paliar este riesgo, pero aún así las diferencias temporales y el coste de los mismos hace que los resultados no sean idénticos a los del referente.

En cuarto lugar, los fondos centrados en materias primas, deben renovar de forma continua los contratos de futuros que poseen, antes de su fecha de vencimiento, para mantener sus posiciones. Esta renovación o *roll* de los contratos de derivados tiene riesgos cuando los mercados están en *contango* (el precio del futuro es mayor que el spot) o en *backwardation* (el futuro cotiza por debajo del spot) (Nikbakht et al., 2015).

Algunas formas de reducir este error de seguimiento son el uso de la réplica sintética o el préstamo de valores. Mediante el préstamo de valores el gestor del fondo es capaz de generar un rendimiento adicional con el que aumentar el NAV y aumentar de esta forma los rendimientos de los inversores.

- **Riesgo de contrapartida:** se trata del riesgo asociado a la quiebra de la entidad en cuyo activo se ha invertido o con la que se ha contratado la permuta financiera.

No se trata de un riesgo propio de los ETFs ya que se incurre en el mismo por la compra de cualquier activo financiero. Sin embargo, algunas de las técnicas utilizadas por los gestores para reducir costes o aumentar la rentabilidad producen un aumento del mismo que debe ser valorado por los inversores.

En ocasiones, los gestores, con el fin de obtener una rentabilidad adicional que compense los costes de custodia, prestan los activos que componen la cartera a terceros. En estos casos, el riesgo se incrementa al ser posible que la contraparte no devuelva los activos tras el transcurso del plazo pactado. Las medidas para mitigarlo son: comprobar la solvencia de la contraparte, cuanto mayor sea esta menor será el riesgo; exigir como colateral activos líquidos y de elevada calidad crediticia que cubran los activos prestados; utilizar descuentos o *haircuts* en la valoración de los activos recibidos como garantía y el establecimiento de límites para el préstamo.

Adicionalmente, la normativa europea contiene la limitación al 10% de exposición con una misma contraparte y la obligación de mantener garantías por el 100% de la operación que se actualizan de forma diaria.

En los fondos cotizados sintéticos el riesgo de contrapartida se incrementa por la presencia de un tercer sujeto con el que se realiza el contrato de permuta financiera. A pesar de que se depositan activos como contrapartida, al tener estos una baja correlación con el índice de referencia, en caso de que el tercero quiebre, el gestor tendrá problemas para obtener la rentabilidad esperada por los partícipes. Si el fondo no consigue realizar un nuevo contrato de permuta financiera, el gestor deberá optar entre vender los activos de la contraparte para realizar una réplica física del índice o cerrar el fondo (Foucher y Gray, 2014)

Además, como señala Ramaswamy (2011), puede darse el caso de que el administrador de la quiebra congelase los activos en las cuentas de los clientes, imposibilitando de esta forma al ETF vender los títulos para pagar a sus inversores.

- **Riesgo de expectativas:** si bien una de sus principales ventajas era la sencillez operativa y la accesibilidad en cuanto permitían el acceso a los pequeños inversores a productos que antes estaban reservados para inversores institucionales, ello ocasiona a su vez un riesgo. No podemos olvidar que los ETFs son productos complejos y un desconocimiento de las características de su rendimiento y sus riesgos puede llevar a que se tomen decisiones sobre los mismos con una idea equivocada.

Ello se intensifica en las estructuras más complejas como son los fondos apalancados o inversos, anteriormente se explicó que el hecho de que el fondo sea doblemente apalancado, por ejemplo, implica que diariamente se obtendrá un rendimiento, tanto positivo como negativo, del doble del índice de referencia, pero que esta regla no se cumple para rendimientos de periodos más largos. Lo mismo sucede con los ETFs sobre materias primas, pues los mismos no están contruidos generalmente para replicar el precio presente (*spot*) sino el futuro, por lo que los rendimientos no son coincidentes.

- **Riesgo de cierre del fondo:** el hecho de que un fondo sea dado de baja no resulta en una pérdida del capital invertido, sin embargo, ello tiene consecuencias negativas para los inversores como son el pago de impuestos por las ganancias patrimoniales invertidas (aumentando el coste fiscal) o el riesgo de inversión al no poder encontrar un activo similar en el que reinvertir el capital obtenido.

### 3.8. FISCALIDAD DE LOS ETFS

La fiscalidad de los Fondos Cotizados fue una de las razones que condicionó su desarrollo tardío en nuestro país. A pesar de encuadrarse dentro de los fondos de inversión el régimen fiscal de los fondos cotizados, en tanto están admitidos a negociación en el mercado bursátil, es similar al de las acciones con algunas particularidades (CNMV, 2015).

Por un lado, la ganancia patrimonial, que se integra en la renta del ahorro, es la diferencia entre el valor de venta o de transmisión y el precio de adquisición. Este valor de transmisión no se calcula según a las reglas generales de participaciones de IIC, sino conforme al procedimiento de las acciones, es decir, por la cotización que presenten en la fecha en que la misma se produzca o por el precio pactado cuando este sea mayor (INVERCO Fundación, 2007). Las plusvalías o minusvalías latentes no tributan.

En lo relativo a gastos y a tributos (comisiones y corretaje) resultantes de la compra o de la adquisición y de la venta o de la transmisión de participaciones en fondos de inversión cotizados, se deben sumar y restar, respectivamente, teniéndose en cuenta fiscalmente como un valor superior de adquisición e inferior de venta.

Cuando se transmiten una parte de las participaciones de un ETF, se consideran vendidas aquellas adquiridas en primer lugar, criterio F.I.F.O. (*First In First Out*, el primero que entra es el primero que sale) y es el contribuyente el encargado de aplicar este criterio dada la posibilidad de que tenga participaciones contratadas con distintas entidades financieras (Mateu Gordon, 2008).

Los rendimientos obtenidos cuando son varios los titulares de las participaciones se reparten en función de su cuota de participación, y si la misma no se encuentra expresamente determinada se presume la titularidad a partes iguales. En el caso de matrimonio en régimen de gananciales, la titularidad de las participaciones adquiridas con posterioridad al mismo se atribuye a la sociedad de gananciales independientemente del cónyuge que figure como titular. En el caso de separación de bienes, por el contrario, los rendimientos pertenecen en exclusiva al que figure como titular.

Sumadas todas las plusvalías obtenidas por los ETFs vendidos, se aplicarán los tramos de las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales, que forman parte de la renta del ahorro.

**TABLA 3: FISCALIDAD DE LOS FONDOS COTIZADOS**

Base liquidable del ahorro	Cuota Íntegra	Resto de Base Liquidable	Porcentaje
0	0	6.000	19%
6.000	1.140	44.000	21%
50.000	10.380	En adelante	23%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Agencia Tributaria.

Con la entrada en vigor de la Ley 26/2014<sup>13</sup>, el 1 de enero de 2015, se eliminó la distinción por antigüedad, por lo que se aplicará la escala de gravamen vigente sin tener en cuenta el tiempo en el que han sido generadas (CNMV, 2015).

Es importante tener en cuenta que los dividendos repartidos por el fondo cotizado también están sujetos a tributación. En este caso, tributan conforme al régimen general de dividendos y se encuentran sujetos a una retención del 19%.

<sup>13</sup> Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/20004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias.

Por otro lado, a los fondos cotizados no les es aplicable el régimen de diferimiento previsto en el artículo 95.1 a) 2º de la Ley del IRPF<sup>14</sup> (en adelante LIRPF) en virtud de la disposición adicional cuarta del Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas<sup>15</sup> (RIRPF). Mientras que en los fondos tradicionales cuando se transmiten las participaciones puede diferirse el pago del gravamen por las plusvalías generadas cuando el importe obtenido se reinvierta en otro fondo de inversión (cotizado o no), en el caso de los fondos cotizados, las pérdidas o ganancias producidas por la transmisión de participaciones deben tributarse en el ejercicio (Agencia Tributaria, Manual Declaración del Impuesto sobre las Personas Físicas 2017).

Esta regla tiene una excepción consecuencia de la Consulta Vinculante nº V4596-16, de 27 de octubre de 2016, de la Dirección General de Tributos (en adelante DGT), relativa al régimen fiscal aplicable a los ETFs admitidos a negociación en bolsas de valores europeas. En la misma, la sucursal de una entidad inglesa, encargada de la gestión de IIC extranjeras constituidas en Estados miembros de la Unión Europea bajo la Directiva 2009/65/CE y no cotizadas en las bolsas Españolas pero comercializadas en España, plantea una cuestión sobre la obligación de retención y la posibilidad de aplicar el régimen de diferimiento.

El artículo 94.1 LIRPF contiene en su letra a) párrafo segundo y siguientes el régimen de diferimiento por reinversión y establece que, el mismo, es aplicable a los reembolsos de participaciones de instituciones de inversión colectiva que tenga la consideración de fondos de inversión. Sin embargo, como se ha señalado, la ley establece una excepción a su aplicación cuando las participaciones pertenezcan a Instituciones de Inversión Colectiva reguladas en el art. 49 RIIC (actual artículo 79), los fondos cotizados. En el mismo sentido se regula en los artículos 75.1 y 75.3 RIRPF.

---

<sup>14</sup>Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedad, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

<sup>15</sup> Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

A su vez, en virtud del artículo 94.2 a), el régimen de diferimiento resulta también aplicable a los socios o partícipes de IIC extranjeras reguladas por la Directiva 2000/65/CE y constituidas en algún Estado miembro y comercializadas en España.

En la Consulta V0713-06, de 12 de abril de 2006, la DGT había establecido que “sobre la base del cumplimiento de las condiciones requeridas en el artículo 49 del Reglamento de la Ley 35/2003, con las especialidades que determine la CNMV derivadas de la aplicación de dicha Directiva, le resultarán de aplicación las previsiones contenidas en el artículo 73.3.j) y disposición adicional cuarta del RIRPF,(...)”. Es decir, que a las entidades extranjeras les es de aplicación el mismo régimen fiscal que a las nacionales en lo relativo a los fondos cotizados por lo que no hay obligación de realizar retención ni es aplicable el régimen de diferimiento.

Asimismo, en la consulta de 2016, establece que “es la comercialización de las participaciones o acciones mediante su cotización en el mercado bursátil español, (...) lo que determina la aplicación en relación con los fondos y SICAV extranjeros comunitarios armonizados de las referidas excepciones a la obligación de retención y al régimen de diferimiento por reinversión”.

Por ello, dado que en este caso las participaciones son comercializadas en España pero no cotizan en la bolsa de valores española, no es de aplicación la excepción contenida en el art. 75.3 RIRPF y existe obligación de retención y es aplicable el régimen de diferimiento.

Por tanto, a las ganancias patrimoniales obtenidas de la transmisión o venta de participaciones de Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras comercializadas en España pero no cotizadas en las bolsas de valores españoles, les es de aplicación el régimen fiscal general de los fondos de inversión, sin las excepciones de reguladas para los ETFs.

Adicionalmente, las ganancias derivadas de la transmisión de participaciones de ETF, al contrario de lo que sucede en el caso de los fondos tradicionales o en las sociedades de inversión, no se encuentran sujetas a la retención del 19% (art. 101.6 LIRPF).



A consecuencia de estas consultas, se ha planteado una modificación del régimen fiscal de los fondos cotizados para equiparar su tributación al de los fondos de inversión tradicionales. Esto tendría consecuencias negativas para los fondos de inversión indexados, pues sus costes son mayores y en el caso de igualdad de tributación los ETFs resultarían más atractivos ya que el régimen de diferimiento era la gran ventaja de estos fondos sobre los cotizados (El Economista).

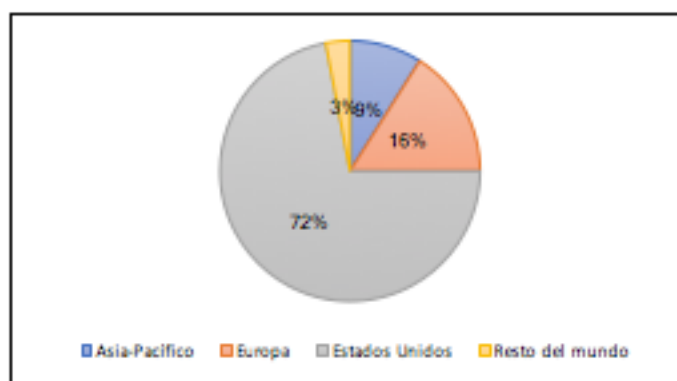
A mi parecer, es necesaria esta reforma para igualar los ETFs nacionales a los extranjeros pues, en caso contrario, al no poder los segundos disfrutar de esta ventaja, se colocarían en una posición peor que los ETFs foráneos. Sin embargo, las gestoras bancarias están ejerciendo una presión importante en contra de la misma por las consecuencias negativas que tiene sobre los fondos indexados (Expansión).

## 4. EVOLUCIÓN DEL MERCADO Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

### 4.1 MERCADO AMERICANO

El mercado americano de ETFs es el mayor a nivel mundial, tanto en lo relativo a número de fondos, con un total de emisiones netas de 2,1 billones de dólares, como en cuanto a patrimonio gestionado, con un total de 3,4 billones de dólares a finales de 2017, lo que representa en 72% de los 4,7 billones de dólares de activos de ETFs a nivel mundial (ICI, 2018).

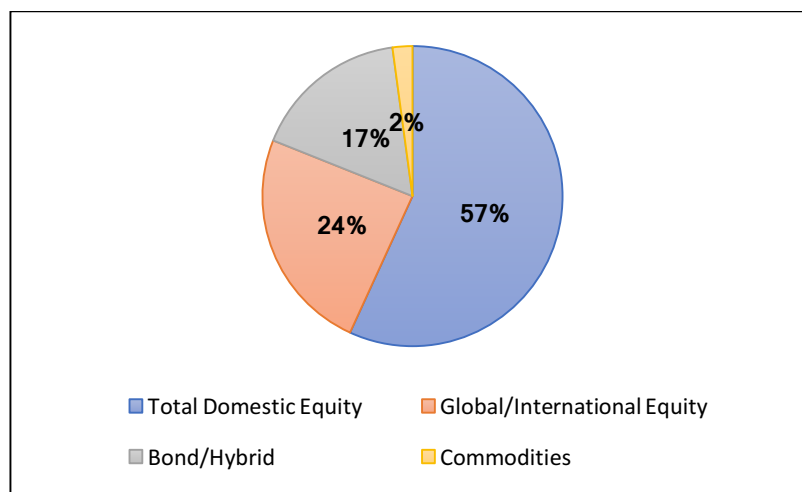
**GRÁFICO 7: PORCENTAJE DE ACTIVOS NETOS POR REGIONES  
(DICIEMBRE 2017)**



Fuente: ICI, elaboración propia

Los ETFs cuentan ya con 25 años de vida como producto de inversión en Estados Unidos. Mientras que en los inicios solo encontrábamos fondos cotizados que replicaban índices específicos, es decir, basados en la gestión pasiva, a partir de 2008 podemos encontrar algunos ETFs que desarrollan estrategias de gestión pasiva. Este último modelo no busca por tanto replicar los rendimientos de un índice particular, sino que, bajo un objetivo concreto o estrategia de inversión, el gestor del fondo crea una cesta de valores concreta (ICI, 2018). Hablando en términos concretos, en el año 2017 encontramos 1,560 fondos de gestión pasiva y 194 de gestión activa, lo que representa un 11,1%.

## GRÁFICO 8: ACTIVOS DE LOS ETFS POR CATEGORÍA



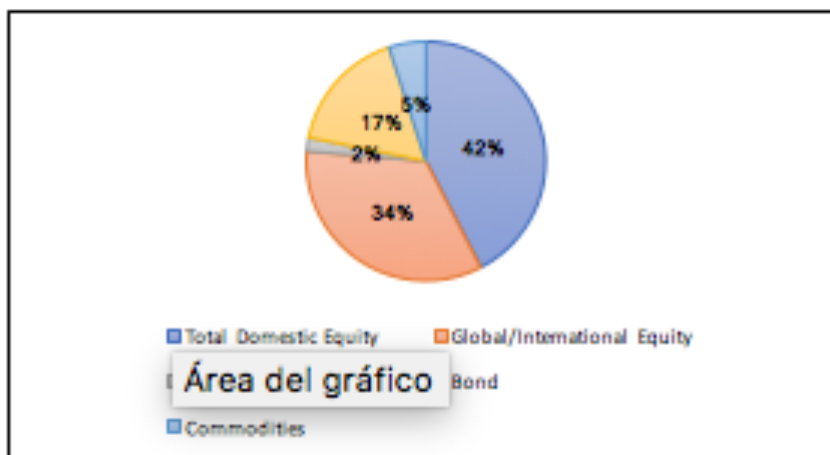
Fuente: ICI, elaboración propia

El número de activos gestionados por los ETFs se ha incrementado en los últimos 12 meses en 0,62 billones de dólares, lo que representa un 21,7%.

Centrando el análisis en el gráfico anterior, se puede observar como la renta variable presenta un claro predominio; con un 81% del total del patrimonio gestionado, y dentro de la misma la mayor proporción, un 27%, se encuentra en compañías americanas *large-cap*, que gestionan 927 miles de millones de dólares. A ella le siguen los ETFs de bonos y productos híbridos cuyo crecimiento ha aumentado en los últimos años y que cuenta con un patrimonio de 561 miles de millones de dólares.

La demanda de ETFs ha presentado una tendencia creciente desde su lanzamiento, lo que ha contribuido a que el sector sufra un rápido desarrollo e innovación. Así, mientras que en los comienzos los fondos cotizados replicaban índices de renta variable, progresivamente se fueron introduciendo otros tipos de activos como los bonos o las materias primas.

## GRÁFICO 9: NÚMERO DE ETFS POR CATEGORÍA



Fuente: ICI, elaboración propia

Junto a ello también se ha producido una especialización de ciertos fondos en sectores o activos concretos (large-cap, sector inmobiliario, ...) y se han creado fondos que buscan aumentar la exposición (apalancados) u obtener rendimientos contrarios al mercado (inversos).

**TABLA 4: AUMENTO DEL NÚMERO DE ETFS**

	2018	2017
<b>Total Domestic Equity</b>	797	713
<b>Global/International Equity</b>	637	629
<b>Hybrid</b>	35	29
<b>Bond</b>	316	293
<b>Commodities</b>	94	87
<b>TOTAL</b>	1879	1751

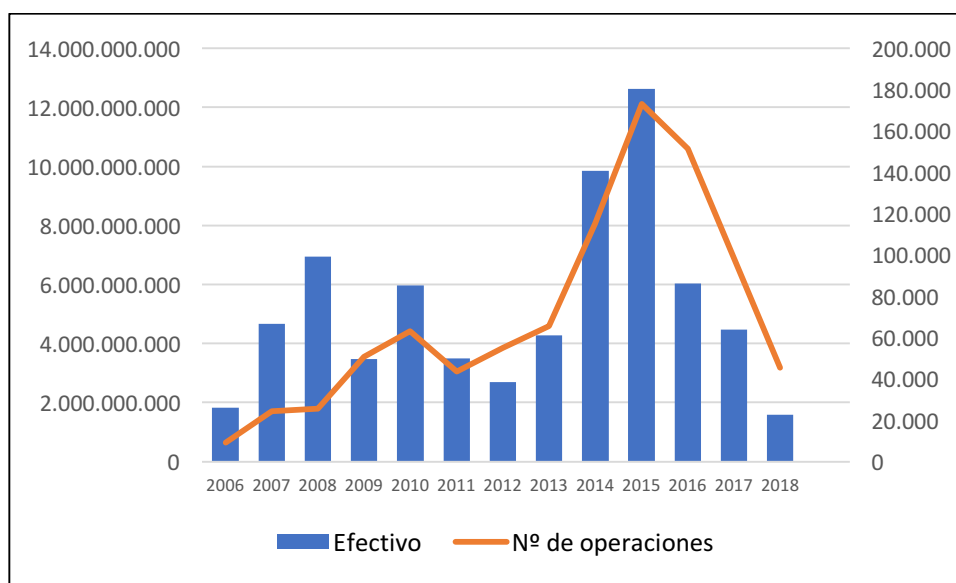
Fuente: ICI, elaboración propia

Hasta 2008, el número de fondos liquidados era muy bajo, pero a partir de este momento, con la llegada de la crisis financiera y la madurez del sector, numerosas instituciones comienzan a dejar de comercializar aquellos productos cuya acogida había sido menor. Sin embargo, como podemos observar en la tabla anterior, el número de ETFs ha aumentado en el último año en todas las categorías; y concretamente, el aumento total ha sido de 128 fondos, lo que supone un 7,3% sobre el total.

## 4.2. MERCADO ESPAÑOL

La entrada de los ETFs en el mercado español fue tardía en comparación con el resto de Europa o el desarrollo de estos activos en Estados Unidos. No fue hasta 2006 cuando surge el primer fondo cotizado BBVA Acción Ibex 35 ETF cuya réplica se basaba en el índice IBEX 35, seguido en este mismo año de otros dos ETFs, basados también en el IBEX 35 y gestionados por Lyxor Asset Management y Santander Asset Management. En este momento, los datos a nivel mundial eran de 450.000 millones de dólares de activos gestionados, repartidos en 500 productos de 33 bolsas (Sánchez, 2008).

**GRÁFICO 10: EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE ETFs ESPAÑOL**



Fuente: BME, elaboración propia

En el gráfico podemos observar la rápida aceptación que tuvieron los fondos cotizados durante los primeros dos años, llegando casi a los 7.000 millones de efectivo, lo que supone un aumento interanual del 155,30% y el 48,74% respectivamente.

El estallido de la crisis financiera y su afectación a los mercados de renta variable, principal fuente de réplica, llevó a que en el año 2009 se produjese un descenso del volumen de efectivo de 49,98%, a pesar de que el número de operaciones continuase aumentando.

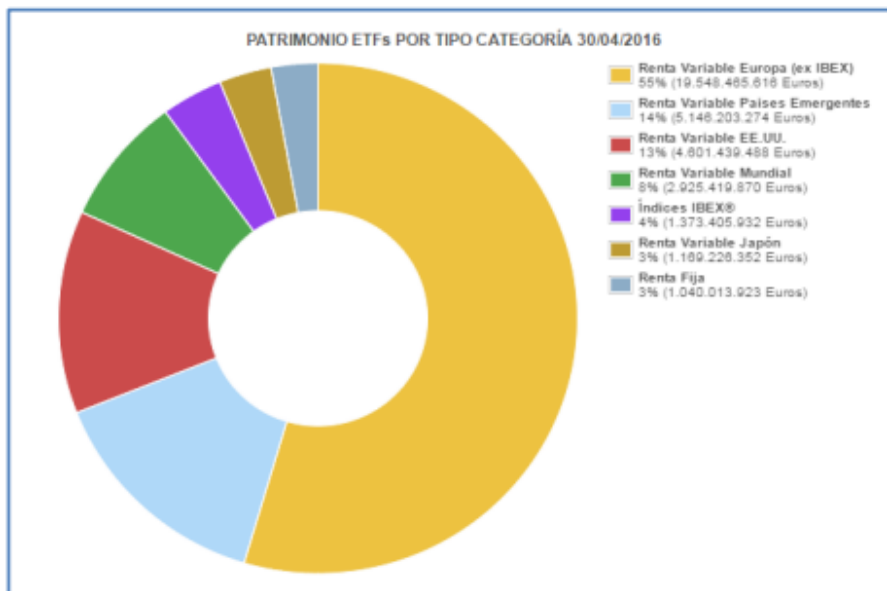
A partir de 2012 observamos como la tendencia cambia y el efectivo aumenta de forma exponencial, alcanzando el máximo crecimiento en 2014 con un crecimiento interanual del 130%. Durante el año 2015 el crecimiento se mantiene, aunque a un ritmo menor, y supone el máximo del sector tanto en efectivo, alcanzando los 12.600 millones como en volumen negociado, situándose este en 173.089 operaciones.

Sin embargo, a partir de 2016, observamos una reducción de la actividad en el mercado español que se mantiene hasta la actualidad y que responde a la decisión de muchas gestoras extranjeras de contratar con los inversores españoles directamente a través de sus bolsas nacionales. Esta contratación a través de bolsas extranjeras es sencilla y además tiene la ventaja añadida de que el volumen de negociación es notablemente superior cuando el subyacente es distinto al del IBEX 35. Especialmente duro en este aspecto fue 2017, ya que muchos han sido los fondos que han dejado de cotizar, el mejor ejemplo de ello lo encontramos de manos de Lyxor ETF, gestora de Societé Générale y de las más activas que había llegado a tener hasta 40 fondos cotizados en BME y que tomó la decisión en mayo de 2017 de dejar de cotizar 10 de los 17 productos que tenía aun disponibles (ElEconomista, 2017b).

A ello debemos sumar la posible reforma fiscal que se va a llevar a cabo en el campo de los ETFs comunitarios no listados en la bolsa española, que supondría el aprovechamiento por parte de los mismos de la ventaja fiscal del traspaso con la que cuentan los fondos tradicionales, lo que supondría una mayor ventaja para los fondos en bolsas extranjeras.

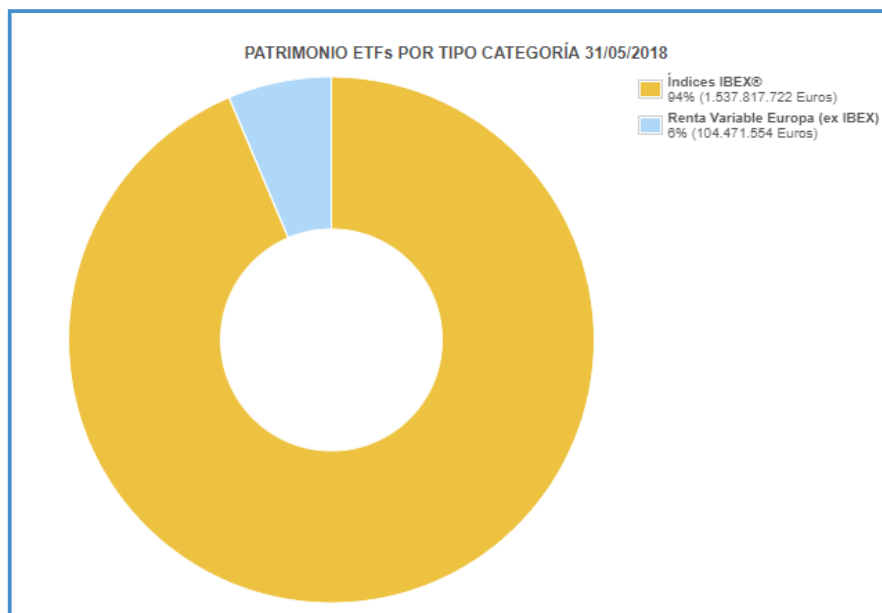
Los ETFs de renta variable han sido en todo momento la opción mayoritaria tanto a nivel español como mundial. En concreto, en el mercado de fondos cotizados español, se ha producido un aumento del peso de este tipo de fondos en los últimos años, así, mientras que en 2016 representaban el 97% de la negociación (BME), actualmente, son el único tipo de fondos disponible. Actualmente, dentro de la renta variable, de los ocho ETFs que encontramos en el mercado español tan solo uno tiene como subyacente un índice distinto del IBEX 35; el EUROSTOXX 50, lo que representa un 6,36% del patrimonio total.

**GRÁFICO 11: PATRIMONIO ETFS POR TIPO CATEGORÍA (30/04/2016)**



Fuente: BME.

## GRÁFICO 12: PATRIMONIO ETFS POR TIPO CATEGORÍA (31/05/2018)



Fuente: BME

Si comparamos los dos gráficos anteriores, podemos observar como en los últimos dos años, el mercado nacional de los ETFs, se ha contraído; mientras que en 2016 cotizaban en el mercado de fondos español un total de 46 productos (BME), actualmente, tan solo encontramos 8.

Además del descenso en el número, observamos también como la variedad se ha visto reducida drásticamente; si en 2016 podíamos contratar en el mercado español fondos cotizados centrados tanto en renta variable como en renta fija, en 2018 la renta fija es inexistente y, en lo relativo a la variable, hemos pasado de poder contratar fondos cotizados cuyo subyacente era renta variable (ya fuese de países emergentes, de Estados Unidos o incluso mundial o japonesa), a situarnos en un mercado donde el IBEX 35 representa el 94% (desde el 4% anterior) y solo un fondo comercializa renta europea.

Uno de los principales problemas a la hora de obtener información sobre crecimiento y rentabilidades de los ETFs en España responde al hecho de que tanto INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones española) como la CNMV cuentan solo con los datos de aquellos fondos que tienen ISIN español, y estos representan una absoluta minoría en relación con los fondos que cotizados en la bolsa española controlados por gestoras extranjeras (en su mayoría).



Actualmente, solo encontramos dos ETFs registrados con ISIN español, pertenecientes ambos a BBVA.

**TABLA 5: ETFS REGISTRADOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA**

Nombre	Gestora	ISIN	Ticker	Subyacente
LYXOR IBEX 35 DOB.APAL.DIA UCITS ETF ACC	LYXOR INTER.	FR0011042753	IBEXA	IBEX35DOBLN
XTRACKERS SPAIN UCITS ETF 1D	DB X-TRACKER	LU0994505336	DXIBD	SOLSP40N
XTRACKERS SPAIN UCITS ETF 1C	DB X-TRACKER	LU0592216393	DXIBX	SOLSP40N
LYXOR IBEX 35 (DR) UCITS ETF	LYXOR INTER.	FR0010251744	LYXIB	IBX DV NETO
ACCION IBEX 35 ETF,FI COTIZ,ARM.	BBVA ASSET M	ES0105336038	BBVAI	IBEX35
ACCION EUROSTOXX 50 ETF, FI COTIZADO ARM	BBVA ASSET M	ES0105321030	BBVAE	EUROSTOXX 50
LYXOR IBEX 35 INV. DIARIO UCITS ETF ACC.	LYXOR INTER.	FR0010762492	INVEX	IBEX INVERSO
LYXOR IBEX 35 DOB INV.DIAR UCITS ETF ACC	LYXOR INTER.	FR0011036268	2INVE	IBEX2I

Fuente: BME

## **5. CONCLUSIONES**

Tras el análisis de los fondos cotizados, su regulación, funcionamiento, ventajas y riesgos podemos concluir que se trata de un producto financiero que presenta buenas perspectivas de futuro y cuya acogida entre los inversores no tiene precedentes.

Tras la crisis financiera, y como consecuencia de las dificultades a las que se ha enfrentado la gestión activa en los últimos años para conseguir rentabilidades superiores al mercado, la gestión pasiva ha tenido un considerable desarrollo, lo que ha favorecido la expansión de los fondos cotizados al presentarse como una muy buena opción en este campo gracias a las ventajas que presentan con respecto a los fondos de inversión tradicionales.

Los bajos costes de transacción, la transparencia y la cotización en tiempo real hace que tanto los inversores institucionales como los minoristas o particulares consideren incluir este tipo de estructuras en sus carteras. A ello, debemos sumar su bajo coste, lo que permite acceder a estos productos con una inversión mínima.

Sin embargo, no podemos olvidar que, aunque se trata de un producto diversificado, su cotización en bolsa entraña una serie de riesgos que deben ser valorados antes de tomar la decisión de invertir en los mismos. A su vez, se trata de productos complejos y, debido a su creación relativamente reciente, desconocidos para los pequeños inversores por lo que las autoridades deben velar por la contratación informada y una regulación que proteja a los pequeños inversores.

Además, el desarrollo llevado a cabo con la inclusión de otro tipo de subyacentes, favorece su utilidad como medio de exposición en mercados poco líquidos o de acceso difícil; especialmente en el caso de inversores individuales, pero aumenta su complejidad y con ello la dificultad en su valoración. El riesgo de contrapartida de los fondos con réplica sintética, mediante el uso de derivados o el préstamo de valores, es otro de los riesgos a tener en cuenta, si bien no afecta en exclusiva a los fondos cotizados, sino que están presentes a su vez en otros instrumentos de inversión colectiva.

Aunque puramente a nivel español el número de ETFs cotizados en la bolsa española se ha reducido de forma significativa, ello no resulta de una contracción de este activo financiero, sino que responde al hecho de que la mayoría de los fondos que se comercializaban eran extranjeras y resulta más eficiente tanto para gestoras como para inversores contratar los mismos directamente en las bolsas extranjeras que cuentan con mayor liquidez, oferta y volumen de contratación.

## 6. BIBLIOGRAFÍA

### LEGISLACIÓN

- Circular 4/2016, de 29 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las funciones de los depositarios de instituciones de inversión colectiva y entidades reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 167, de 12 de julio de 2016, pp. 48471 a 48499. Disponible en: [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2016-6646](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2016-6646)
- Circular 2/2017, de 18 de diciembre, de la Sociedad de Bolsas, sobre normas de funcionamiento del segmento de negociación de los fondos de inversión cotizados en el sistema de interconexión bursátil. Disponible en: <https://www.infobolsa.es/news/document?key=201712211818347461&source=EXPERTOS&date=20171221>
- Decreto-ley, de 30 de abril, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio. Boletín Oficial del Estado, núm. 107, de 4 de mayo de 1964, pp. 5702 a 5705. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1964-7560>
- Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Diario Oficial núm. L375, de 31 de diciembre de 1985, pp. 0003 a 0018. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1985L0611:20080320:ES:PDF>

- Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, núm. L 41, de 13 de febrero de 2002, pp. 20 a 34. Disponible en: <https://www.boe.es/doue/2002/041/L00020-00034.pdf>
- Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002, por la que se modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, núm. 41, de 13 de febrero de 2002, pp. 35 a 42. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2002-80254>
- Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Diario Oficial de la Unión Europea, núm. L302, pp. 32 a 96. Disponible en: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:es:PDF>
- Ley de 15 de julio de 1952 sobre régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria. Boletín Oficial del Estado, núm. 198, de 16 de julio de 1952, p. 3262 a 3264. Disponible en: <http://www.boe.es/datos/pdfs/BOE/1952/198/A03262-03264.pdf>
- Ley de 26 de diciembre de 1958, de régimen jurídico-fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria. Boletín Oficial del Estado, núm. 311, de 29 de diciembre de 1958, pp. 11944 a 11946. Disponible en: <http://www.boe.es/datos/pdfs/BOE//1958/311/A11944-11946.pdf>
- Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 310, de 27 de diciembre de 1984, pp. 37270 a 37277. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1984-28136#analisis>

- Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991. Boletín Oficial del Estado, núm. 311, de 28 de diciembre de 1990, pp. 38644 a 38688. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1990-31180>
- Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la renta de las Personas Físicas. Boletín Oficial del Estado, núm. 136, de 7 de junio de 1991, pp. 18665 a 18691. Disponible en: [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-1991-14391](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1991-14391)
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 265, de 5 de noviembre de 2003, pp. 39220 a 39252. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2003/11/05/pdfs/A39220-39252.pdf>
- Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedad, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. Boletín Oficial del Estado, núm. 285, de 29 de noviembre de 2006, pp. 41734 a 41810. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2006/11/29/pdfs/A41734-41810.pdf>
- Ley 26/2014, de 27 de noviembre, por la que se modifican la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/20004, de 5 de marzo, y otras normas tributarias. Boletín Oficial del Estado, núm. 288, de 28 de noviembre de 2014, pp. 96860 a 96938. Disponible en: [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12327](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2014-12327)
- Real Decreto, 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 42, de 17 de febrero de 2001, pp. 6199 a 6213. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2001-3320>
- Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se adapta el régimen tributario de las Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 267, de 8 de noviembre de 2005, pp. 36505 a 36547. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2005-18356>

- Real Decreto 362/2007, de 16 de Marzo, por el que se modifica el Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de Noviembre, de instituciones de inversión colectivas (IICs). Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-5677>.
- Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y se modifica el reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero. Boletín Oficial del Estado, núm. 78, de 31 de marzo de 2007, pp. 14097 a 14149. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2007/03/31/pdfs/A14097-14149.pdf>
- Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito y el real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. Boletín Oficial del Estado, núm. 135, de 3 de junio de 2010, pp. 47973 a 47978. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2010-8821>
- Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, núm. 173, de 20 de julio de 2012, pp. 52108 a 52226. Disponible en: <https://www.boe.es/boe/dias/2012/07/20/pdfs/BOE-A-2012-9716.pdf>
- Resolución vinculante de Dirección General de Tributos, V0713-06 de 12 de abril de 2006. Disponible en: <https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-vinculante-dgt-v0713-06-12-04-2006-1273771>; última consulta 02/05/18.
- Resolución vinculante de Dirección General de Tributos, V4596-16 de 27 de octubre de 2016. Disponible en: <https://www.iberley.es/resoluciones/resolucion-vinculante-dgt-v4596-16-27-10-2016-1442209>; última consulta 02/05/18.

## OBRAS DOCTRINALES Y ARTÍCULOS

- Agencia Tributaria, Manual Declaración del Impuesto sobre las Personas Físicas 2017. Disponible en: <http://www.agenciatributaria.es/AEAT.internet/Ayuda/17Presentacion/100.shtml>; última consulta 01/05/18.
- Agudo, L. F., & Lázaro, C. O. (2007). Cuarenta años de fondos de inversión en España: marco legislativo y novedades del mercado. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (2913), 55-67. Disponible en: [http://www.revistasice.info/cache/pdf/BICE\\_2913\\_55-70\\_5D8762314F3B256711E8D0E8734C42E9.pdf](http://www.revistasice.info/cache/pdf/BICE_2913_55-70_5D8762314F3B256711E8D0E8734C42E9.pdf); última consulta 29/05/18.
- Agudo, L. F., Sanjuán, I. M., & Sánchez, F. M. (2007). Los fondos de inversión cotizados en España. *Boletín Económico de Insituto de Ciencias Empresariales*, (2904), 13-22. Disponible en: [http://www.revistasice.com/cache/pdf/bice\\_2904\\_13-22\\_28c54d475622a3d4d23087d918140809.pdf](http://www.revistasice.com/cache/pdf/bice_2904_13-22_28c54d475622a3d4d23087d918140809.pdf); última consulta 29/05/18.
- Alda, M., García, A., y Marci, I. (2015): “APARICIÓN Y CRECIMIENTO DE LOS ETF EN ESPAÑA. Una interesante inversión alternativa poco conocida en tiempos de crisis”. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (3069), 35-48. Disponible en: [https://www.researchgate.net/profile/Isabel\\_Sanjuan/publication/285356567\\_Aparicion\\_y\\_crecimiento\\_de\\_los ETF\\_en\\_Espana\\_Una\\_interesante\\_inversion\\_alternativa\\_poco\\_conocida\\_en\\_tiempos\\_de\\_crisis/links/58358d7e08aef19cb823544a.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Isabel_Sanjuan/publication/285356567_Aparicion_y_crecimiento_de_los ETF_en_Espana_Una_interesante_inversion_alternativa_poco_conocida_en_tiempos_de_crisis/links/58358d7e08aef19cb823544a.pdf); última consulta 22/05/18.
- Alonso, B. (2003). Los ETFs conectan con el inversor europeo. *Bolsa de Madrid*, (123), 12-20. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2003/09/p12-20.pdf>; última consulta 04/06/18.
- Aparicio Roqueiro, C. y González Pueyo, F. (2012): “Fondos cotizados: características y desarrollos recientes”, *Documentos de Trabajo*, nº55, Comisión Nacional del Mercado de Valores. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT55\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT55_web.pdf) última consulta 22/05/18.



- BBVA Asset Management: “Fondos Cotizados (ETF)”. Disponible en: <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/guia/fichas-del-inversor/guias-informativas-cnmv/fondos-cotizados-etf/index.jsp>; última consulta 12/05/18
- Bioy et al. H. (2014): “A Guided Tour of the European ETF Marketplace”, *Morningstar Manager Research*. Disponible en: [http://media.morningstar.com/eu/events/etfeu/etfeu14/etf\\_industry\\_report\\_4nov.pdf](http://media.morningstar.com/eu/events/etfeu/etfeu14/etf_industry_report_4nov.pdf); última consulta 04/04/18.
- Blackrock (2018): “Comparación de los ETFs y los Fondos de Inversión”. Disponible en: <https://www.blackrock.com/co/recursos/educacion/centro-de-aprendizaje-sobre-etf/diferencias-estructurales-de-los-etfs>; última consulta 12/04/18
- Bolsas y Mercados españoles (2017): “Informe anual”. Disponible en: [https://www.bolsasymercados.es/docs/inf\\_legal/esp/economico/2017/BME\\_IA\\_2017\\_esp\\_Completo.pdf](https://www.bolsasymercados.es/docs/inf_legal/esp/economico/2017/BME_IA_2017_esp_Completo.pdf); última consulta 02/05/18.
- Bolsas y Mercados españoles (2018): “Modelo de mercado fondos cotizados (ETFs)”. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/esp/ETFs/InformacionGeneral/FuncionamientoMercadoETF.aspx>; última consulta 02/05/18.
- Bourgi, S. (2017a): “Who are Authorized Participants?”. ETFdb.com. Disponible en: <http://etfdb.com/etf-education/who-are-authorized-participants/>; última consulta 18/04/18
- Bourgi, S. (2017b): “The Hidden Risks and Costs of ETFs”. ETFdb.com. Disponible en: <http://etfdb.com/etf-education/hidden-risks-costs-etfs/>; última consulta 18/04/18
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2015): “Guía Informativa: los Fondos Cotizados (ETF)”. Disponible en: [http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/docsSubidos/Los\\_fondos\\_cotizados ETF.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/docsSubidos/Los_fondos_cotizados ETF.pdf); última consulta 12/05/18
- El economista (2017a): “El cambio fiscal del ETF en España ataca un negocio de 44.000 millones”. Disponible en: <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/8624076/09/17/El-cambio-fiscal-del-ETF-en-Espana-ataca-un-negocio-de-44000-millones.html>; última consulta 02/05/18.
- El economista (2017b): “Lyxor repliega su estrategia de ETFs en la bolsa española”. Disponible en: <http://www.eleconomista.es/mercados->

[cotizaciones/noticias/8347299/05/17/Lyxor-repliega-su-estrategia-de-ETFs-en-la-bolsa-espanola.html](http://cotizaciones/noticias/8347299/05/17/Lyxor-repliega-su-estrategia-de-ETFs-en-la-bolsa-espanola.html); última consulta 02/06/18.

- El economista (2017c): “Los ETFs se traspasarán sin coste fiscal como los fondos en primavera”. Disponible en: <https://economistas.es/wp-content/uploads/2017/11/p3etf.pdf>; última consulta 02/05/18.
- ETF.com (2017): “What is the creation/redemption mechanism?”. Disponible en: <http://www.etf.com/etf-education-center/7540-what-is-the-etf-creationredemption-mechanism.html>; última consulta 04/06/18.
- ETFGI, ETF/ETP Growth Charts. Disponible en: <https://etfgi.com>; última consulta 06/05/18.
- Expansión (2017): “la fiscalidad de los ETF se igualará a los fondos en 2018”. Disponible en: <https://economistas.es/wp-content/uploads/2017/09/p1etf.pdf>; última consulta 02/05/18.
- Folleto de ACCIÓN EUROSTOXX 50 ETF, FI Cotizado Armonizado, que replica el índice DJ EUROSTOXX 50 (Constituido con fecha de 3 de octubre de 2006). Disponible en: [http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/0014/BBVAE/I\\_0014\\_BBVAE.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/0014/BBVAE/I_0014_BBVAE.pdf); última consulta 12/04/18
- Folleto de DB X-TRACKERS SPANISH EQUITY UCITS ETF (DR) (Constituido con fecha 27 de abril de 2011). Disponible en: [http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/4498/DXIBX/I\\_4498\\_DXIBX.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/4498/DXIBX/I_4498_DXIBX.pdf); última consulta 12/04/18.
- Folleto de LYXOR IBEX 35 Doble Apalancado Diario UCITS ETF –C-EUR (Constituido con fecha de 31 de mayo de 2011). Disponible en: [http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/4499/IBEXA/I\\_4499\\_IBEXA.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/ETFs/ficheros/4499/IBEXA/I_4499_IBEXA.pdf); última consulta 12/04/18
- FundsPeople (2015): “¿Realmente son más baratos los ETF que los Fondos de Inversión?”. Disponible en: <https://es.fundspeople.com/news/realmente-son-mas-baratos-los-etf-que-los-fondos-de-inversion>; última consulta 12/05/18
- FundsSociety (2015): “¿Cuáles son los tres elementos clave de un ETF de renta fija?”. Disponible en: <http://www.m.fundssociety.com/es/noticias/etf/cuales-son-los-tres-elementos-clave-de-un-etf-de-renta-fija>; última consulta 04/06/18.
- Foucher, I., & Gray, K. (2014). Exchange-traded funds: Evolution of benefits, vulnerabilities and risks. *Bank of Canada Financial System Review*, 37-46.

- Disponible en: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.682.3786&rep=rep1&type=pdf>; última consulta 04/06/18.
- Gastineau, G. L. (2001). An introduction to exchange-traded funds (ETFs). *Journal of Portfolio Management and Economics*, 27(3), 88-96. Disponible en: <http://www.m.fundsociety.com/es/noticias/etf/cuales-son-los-tres-elementos-clave-de-un-etf-de-renta-fija>; última consulta 14/04/18.
  - Gastineau, G. L. (2004). The benchmark index ETF performance problem. *Journal of Portfolio Management*, 30(2), 96-103. Disponible en: [https://www.researchgate.net/profile/Gary\\_Gastineau/publication/247905884\\_The\\_Benchmark\\_Index ETF\\_Performance\\_Problem/links/5412df390cf2fa878ad3c79f/The-Benchmark-Index-ETF-Performance-Problem.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Gary_Gastineau/publication/247905884_The_Benchmark_Index ETF_Performance_Problem/links/5412df390cf2fa878ad3c79f/The-Benchmark-Index-ETF-Performance-Problem.pdf); última consulta 14/04/18.
  - Haslem, J. (2015). Exchange-Traded Funds: Nature, Developments, and Implications. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1143535](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1143535); última consulta 23/05/18.
  - Hill, J. M., Nading, D. y Hougan, M. (2015): “A comprehensive guide to Exchange-traded funds (ETFs)”, *CFA Institute Research Foundation*. Disponible en: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2015.n3.1>; última consulta 23/04/18.
  - INVERCO, Fundación (2007): “Medio siglo de inversión colectiva en España”. *Madrid*. Disponible en: <http://www.inverco.es/archivosdb/medio-siglo-de-inversion-colectiva-en-espaa.pdf>; última consulta 21/04/18.
  - Investment Company Institute (ICI) (2018). “Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry”, *Investment Company Institute*. Disponible en [https://www.ici.org/pdf/2018\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf) ; última consulta 04/06/18.
  - IPE (2017) “Understanding the ETF landscape and flow in Europe”. Disponible en: <https://www.ipe.com/reports/special-reports/etfs-guide/understanding-the-etf-landscape-and-flows-in-europe/10021544.article>; última consulta 04/06/18.
  - 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 y ss.

- Mateu Gordon, J. (2008): “Guía de los Fondos Cotizados o ETFs”, INVERSIS. Disponible en: [https://www.inversis.com/pagEstaticas/Guias/Etfs/fondos\\_cotizados.pdf](https://www.inversis.com/pagEstaticas/Guias/Etfs/fondos_cotizados.pdf); última consulta 15/04/2018.
- 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/>; última consulta 12/04/18
- Morningstar (2013): “La importancia de los costes en los ETFs”. Disponible en: <http://www.morningstar.es/es/news/113374/la-importancia-de-los-costes-en-los-etfs.aspx>; última consulta 23/05/18.
- Morningstar (2014): “The Cost of owning ETF and Index Mutual Funds”. Disponible en: <http://global.morningstar.com/us/documents/pr/Cost-Of-Owning-Index-ETF-MFS.pdf>; última consulta 02/06/18
- Morningstar (2017): “A Guided Tour of the European ETF Marketplace”. Disponible en: <http://media.morningstar.com/uk/MEDIA/ETF/AGuidedTouroftheEuropeanETFMarketplace2017.pdf>; última consulta 02/06/18
- Nikbakht, E., Pareti, K., & Spieler, A. C. (2015). Exchange-Traded Funds. *Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth*, 153 y ss. Disponible en: <https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=e12KCgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA153&dq=exchange+traded+funds+&ots=VS62iWboTG&sig=XUIAxOcrFgz8DMTZupV6hWxUQkc#v=onepage&q=exchange%20traded%20funds&f=false>; última consulta 09/05/18.

- Pedro Cases (2006): “Los ETF llegan al mercado español”. Revista Bolsa, mayo 2006. P. 14-31. Disponible en: <https://www.bolsasymercados.es/docs/avisos/Los ETF llegan al mercado espa%C3%B1ol Revista Bolsa n%C2%BA 153 - Mayo2006.pdf>; última consulta 19/04/18
- Ramaswamy, S. (2011). Market structures and systemic risks of exchange-traded funds. Disponible en: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1859246](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1859246); última consulta 04/06/18.
- 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 perspectivas de las 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](https://docs.selfbank.es/generes/marketing/201210_GUIAETFSCURSO.pdf); última consulta 21/05/18.
- Simpson, S. D. (2018): “A brief history of Exchange-Traded Mutual Funds”, *Investopedia*. Disponible en: <https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp>; última consulta 12/04/18.
- Sociedad de Bolsas (2000): Temas de Actualidad, nº 93: Exchange Traded Funds (ETF), Noviembre 2000.
- Sociedad de Bolsas (2017): “Normas de Funcionamiento del segmento de negociación de Fondos de Inversión Cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil”. *Circular nº 2/2017*, Bolsas y Mercados Españoles, diciembre. Disponible en: [http://www.bolsamadrid.es/docs/regula/SBolsas/esp/circulares/2017/Circular\\_2-2017.pdf](http://www.bolsamadrid.es/docs/regula/SBolsas/esp/circulares/2017/Circular_2-2017.pdf); última consulta 12/04/18
- Sociedad de Bolsas (2018): “BME Renta Variable. Descripción del Modelo de mercado. Fondos Cotizados (ETFs)”. Disponible en: <http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/docsSubidos/SIBE/modelomercadoETF.pdf>; última consulta 12/04/18

- Statista (2018) “Development of assets of global Exchange Traded Funds (ETFs) from 2003 to 2016 (in billion U.S. dollars)”. Disponible en: <https://www.statista.com/statistics/224579/worldwide-etf-assets-under-management-since-1997/>; última consulta 04/06/18.