Bogotá 5 de diciembre de 2007

FONDOS COTIZADOS (ETFs)

ANTONIO MORENO ESPEJO

DIRECCIÓN DE AUTORIZACIÓN Y REGISTROS DE ENTIDADES

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

. Introducción

. Características y Ventajas

. Liquidez

. Negociación

. ETFs en España

. ETFs Extranjeros negociados en el mercado español

. Fiscalidad de los ETF comercializados en España

. Datos del Mercado Español

CONCEPTO Y ANTECEDENTES

Los ETF (Exchange Trade Fund) son Instituciones de Inversión Colectiva cuyas participaciones o acciones se negocian en mercados bursátiles electrónicos en tiempo real de la misma manera que cualquier otro valor cotizado. La mayoría de los ETFs tiene por objetivo replicar la evolución de un índice bursátil, de renta fija o de "commodities". Se trata por tanto de productos de gestión pasiva. No obstante, en un segundo momento han surgido en el mercado ETFs cuyo objetivo no es replicar el índice sino batirlo.

En 1993 se lanza en AMEX el primer ETF, Standars & Poors Depositary Receipt (SPDR, también conocido como "Spider"), basado en el índice S&P 500 Composite. El QQQ, lanzado en 1999 y basado en el Nasdaq 100, es uno de los valores más negociados en EEUU y supuso el verdadero despegue de estos productos.

En Europa, los primeros ETF se lanzan en abril del 2000 en Alemania y Reino Unido. En España el primer ETF comenzó a negociarse el 20 de julio de 2006.

CARACTERÍSTICAS Y VENTAJAS FUNDAMENTALES (1)

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Producto Híbrido. Los ETF funcionan en parte como fondos de inversión y en parte como acciones cotizadas. Existe un mercado primario donde se suscriben y reembolsan las participaciones con cargo al patrimonio de la institución, con la misma operativa que un fondo tradicional, pero además cuentan con un mercado secundario en el que se pueden comprar y vender las participaciones en tiempo real.

Liquidez. La negociación se realiza en el mercado continuo. El inversor puede comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil. Cada ETF cuenta con "especialistas" o creadores de mercado que mediante su presencia permanente, tanto a la compra como a la venta y con unos spreads reducidos, aportan liquidez al fondo cotizado

Transparencia. El mercado ofrece toda la información relevante del ETF: Volúmenes, difusión de un valor liquidativo estimado que permite al inversor conocer en todo momento, durante la negociación, la evolución del precio del ETF, etc.

CARACTERÍSTICAS Y VENTAJAS FUNDAMENTALES (2)

CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Accesibilidad. El nominal es menor que el de otros productos equivalentes (existencia de un multiplicador) como son los futuros o la adquisición de los valores que componen el índice, lo que permite el acceso a la inversión en el índice replicado con pequeños capitales.

Comisiones. Las comisiones de gestión y depósito son en general **más reducidas** que las de los fondos tradicionales con similar política de inversión. No obstante, al tratarse de valores cotizados, el inversor debe disponer de una cuenta de valores. Ello implica que la inversión en ETF está sujeta a **gastos de administración y depósito**. Además dado que la compra-venta de participaciones se realiza en Bolsa, el inversor debe asumir las **comisiones** que por esta operativa tenga establecida el intermediario financiero, así como los corretajes y cánones de Bolsa.

Dividendos: Con el fin de mantener la réplica más ajustada del índice es habitual que los ETF que replican índices de renta variable **retribuyan al inversor con los dividendos** distribuidos por los valores que componen el índice. El importe abonado será normalmente la diferencia entre el valor liquidativo del fondo y el valor del índice de referencia. La distribución se producirá en la medida que los dividendos excedan de las comisiones y gastos soportados por el fondo

CARACTERÍSTICAS Y VENTAJAS FUNDAMENTALES (3)

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Flexibilidad. La operativa con ETF permite al inversor comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil, a diferencia de lo que ocurre en los fondos tradicionales para los que sólo existe un valor liquidativo diario determinado por la valoración de la cartera a cierre del mercado.

Alternativa a los futuros.. Los ETFs no presentan los problemas habituales inherentes a los futuros como son la liquidación diaria de pérdidas y ganancias, el depósito de garantías, los costes del roll-over, etc. Además existen ETFs sobre índices respecto a los cuales no se dispone de contratos de futuros.

Coste eficiente. La posibilidad de realizar suscripciones y reembolsos en especie (entregando o recibiendo los valores que componen la cartera del fondo) implica un ahorro en términos de costes de intermediación al no resultar necesario por parte del fondo, como consecuencia de las suscripciones y reembolsos, la compra-venta de los valores que componen el índice a replicar.

LIQUIDEZ

Para asegurar la liquidez de estos productos existen **creadores de mercado** que se comprometen a ofrecer posiciones compradoras y vendedoras con un diferencial máximo de precios que es conocido de antemano.

La aplicación de mayores o menores *spreads* depende fundamentalmente de los siguientes factores:

1. La liquidez de los valores que componen el índice subyacente
2. La facilidad de acceso al mercado del índice
3. Divisa de referencia del índice
4. Horarios de cotización de los mercados de referencia del índice

CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Mercado primario

En el mercado primario la suscripción y reembolso de participaciones se realiza con cargo al patrimonio del fondo tal y como sucede en cualquier fondo de inversión.

Es frecuente que el acceso al mercado primario se limite a los especialistas o creadores de mercado.

Las suscripciones y/o reembolsos se pueden realizar en efectivo o mediante aportación/recepción de la cesta de valores que componen el índice subyacente.

Las suscripciones/reembolsos de participaciones se realizan al valor liquidativo de cierre del día en el que se haya solicitado dicha suscripción o reembolso.

En el mercado primario es frecuente el establecimiento de una "Unidad mínima de suscripción/reembolso" o número mínimo de participaciones a suscribir o reembolsar.

CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Mercado Secundario

Los ETF se negocian normalmente en segmentos específicos de cada mercado.
En dicho segmento las participaciones se intercambian como si de acciones se tratara.

Las operaciones se hacen al precio del ETF en cada momento, determinado por la oferta y la demanda del mercado.

Los creadores de mercado o "especialistas" estarán presentes proporcionando liquidez al valor en todo momento puesto que se comprometen a ofrecer posiciones compradoras y vendedoras con un diferencial máximo de precios.

La existencia de un mercado primario asegura la posibilidad de arbitraje y por tanto la inexistencia de diferencias significativas entre el valor liquidativo teórico del fondo y el precio del ETF en el mercado secundario

El precio del ETF en el mercado secundario estará en el entorno de una fracción del valor del índice subyacente.

LOS ETF EN ESPAÑA (1)

Los ETF se regulan en el artículo 49 del RD 1309/2005, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de IICs.

Los define como fondos de inversión cuyas participaciones están admitidas a negociación.

El objetivo de la política de inversión debe ser el de replicar un índice que cumpla las características previstas en el artículo 38.2. d) del RIIC (composición suficientemente diversificada, fácil reproducción, referencia suficientemente adecuada para el mercado o conjunto de valores en cuestión y difusión pública adecuada)

En el momento de la admisión a cotización no se exige el número mínimo de partícipes (100)

Exige la existencia de "especialistas" o creadores de mercado (al menos uno) (1). Los especialistas deben ser entidades que de acuerdo con los artículos 64 y 65 de la LMV estén habilitadas para la prestación de servicios de inversión.

(1) Inicialmente, al objeto de fomentar la competitividad de los especialistas, se exigía la presencia de al menos dos especialistas.

LOS ETFS EN ESPAÑA (II)

- Exige la difusión adecuada a través de la Bolsa en que cotice de: la cartera del fondo, la composición de la cesta de valores y/o cantidad de efectivo susceptible de ser intercambiada por participaciones y del valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la contratación.
- No se exige el coeficiente mínimo de liquidez (3% del patrimonio) que se exige a los fondos tradicionales
- Cuando la adquisición de participaciones se produzca en el mercados secundario, se les exonera de la obligación de entrega al inversor del folleto simplificado del fondo y del informe semestral.

ETFs Extranjeros negociados en el mercado español

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

- Además de fondos nacionales, en la bolsa española son objeto de negociación fondos extranjeros autorizados conforme a la Directiva 85/611/CEE (Fondos armonizados).
- La admisión a negociación de los ETFs extranjeros debe ser (al igual que en el caso de los ETF nacionales) objeto de verificación por parte de la CNMV.
- Una de las especialidades de la verificación de la admisión a negociación de los ETFs extranjeros frente a los nacionales es la exigencia del nombramiento de una entidad de enlace.
- La entidad de enlace es aquella que representa en el mercado español al emisor y garantiza el correcto registro de los valores en el sistema a cargo del servicio de compensación y liquidación de valores.

CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

No existe obligación de practicar retención y no se les aplica el régimen de diferimiento fiscal de los traspasos a:

- ETFs españoles que cumplan los requisitos del artículo 49 del RIIC
- ETFs extranjeros armonizados) que se comercialicen en España, se negocien en la bolsa española y cumplan los mismos requisitos que los fondos nacionales para estar admitidos a negociación.(*Consulta vinculante V0713-06 de la DGT de 12/04/06*)
- Este régimen fiscal no es aplicable a las IIC que revistan la forma de sociedad

En cambio resulta de aplicación del régimen fiscal de los fondos ordinarios (obligación de practicar retención y aplicación del régimen de diferimiento fiscal a los traspasos) a:

- ETFs extranjeros armonizados que se comercialicen en España y estén admitidos a negociación en una bolsa de valores distinta a la española. (*Informe IE0639-06 de la DGT de 4 de diciembre de 2006)*

DATOS DEL MERCADO ESPAÑOL

A fecha 27/11/07 se encuentran registrados en la CNMV:

- 9 ETFs españoles de los cuales dos replican índices de renta fija y el resto índices de renta variable

- 11 ETFs franceses armonizados. Todos ellos replican Índices de renta variable.

ETFs NACIONALES REGISTRADOS EN LA CNMV (I)

DENOMINACIÓN	GESTORA	INDICE REPLICADO
Flame ETF Ibex Small Caps	Santander	Ibex Small Caps
Flame ETF Ibex Mid Caps	Santander	Ibex Medium Caps
Flame ETF Ibex 35	Santander	Ibex 35
Acción FTSE Latibex Brasil ETF	BBVA	FTSE Latibex Brasil
Acción FTSE Latibex Top ETF	BBVA	FTSE Latibex Top

ETFs NACIONALES REGISTRADOS EN LA CNMV (II)

DENOMINACIÓN	GESTORA	INDICE REPLICADO
AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF	BBVA	Índice AFI de Renta Fija a Medio Plazo
AFI Monetario Euro ETF	BBVA	Índice AFI de Letras Tesoro de gobiernos de la UME
Acción Ibex 35 ETF	BBVA	Ibex 35
Acción DJ Eurostoxx 50 ETF	BBVA	DJ Eurostoxx 50

ETFs EXTRANJEROS REGISTRADOS EN LA CNMV (I)

DENOMINACIÓN	GESTORA	INDICE REPLICADO
Lyxor ETF Dow Jones Industrial	LYXOR	DJ Industrial Average
Lyxor ETF Dow Jones Euro Stoxx 50	LYXOR	DJ Eurostoxx 50
Lyxor ETF Nasdaq-100	LYXOR	Nasdaq 100
Lyxor ETF Eastern Europe	LYXOR	CECE Eur

ETFs EXTRANJEROS REGISTRADOS EN LA CNMV (II)

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

DENOMINACIÓN	GESTORA	INDICE REPLICADO
Lyxor ETF Ibex 35	LYXOR	Ibex 35
Lyxor ETF China Enterprise	LYXOR	Hang Seng China Enterprise
Lyxor ETF MSCI India	LYXOR	MSCI India
Lyxor ETF MSCI Emerging Markets	LYXOR	MSCI Emerging Markets

ETFs EXTRANJEROS REGISTRADOS EN LA CNMV (III)

CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

DENOMINACIÓN	GESTORA	INDICE REPLICADO
Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap	LYXOR	MSCI EMU Small Cap
Lyxor ETF Russia	LYXOR	DJ RUSINDEX T. 10
Lyxor ETF MSCI EM Latin America	LYXOR	MSCI EM Latin América Index
Lyxor ETF MSCI Emerging Markets	LYXOR	MSCI Emerging Markets

ESPECIALISTAS Y SPREADS

Emisor	Emisión	Especialista	Horquilla	Efectivo C/V
BBVA	Acción IBEX 35 ETF	BBVA	0,25%	1.000.000 €
		Merrill Lynch		
		Intermoney		
		Renta 4		
	Acción DJ Eurostoxx 50 ETF	BBVA	0,50%	500.000 €
		Merrill Lynch		
		Intermoney		
	Acción FTSE Latibex Top ETF	BBVA	1%	100.000 €
	Acción FTSE Latibex Brasil ETF	BBVA	1%	100.000 €
	AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF	BBVA	0,10%	10.000.000 €
	AFI Monetario Euro ETF	BBVA	0,05%	10.000.000 €
LYXOR	Lyxor ETF China Enterprise	Société Générale	2%	200.000 €
	Lyxor ETF DJ Industrial Average	Société Générale	1%	1.500.000 €
	Lyxor ETF DJ Eurostoxx 50	Société Générale	0,50%	500.000 €
	Lyxor ETF Eastern Europe	Société Générale	2%	400.000 €
	Lyxor ETF IBEX 35	Société Générale	0,25%	1.000.000 €
	Lyxor ETF MSCI Emerging Markets	Société Générale	2%	200.000 €
	Lyxor ETF MSCI EM Latin America	Société Générale	2%	200.000 €
	Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap	Société Générale	1,20%	700.000 €
	Lyxor ETF MSCI India	Société Générale	4,40%	120.000 €
	Lyxor ETF MSCI Russia	Société Générale	4%	200.000 €
	Lyxor ETF NASDAQ 100	Société Générale	1%	500.000 €
Santander	Flame ETF IBEX 35	Santander Investment	0,25%	1.000.000 €
		Merrill Lynch		
	Flame ETF IBEX Mid Caps	Santander Investment	0,80%	500.000 €
	Flame ETF IBEX Small Caps	Santander Investment	1%	500.000 €

PATRIMONIO GESTIONADO

(30/10/2007)

Código	Nombre	Valor liquidativo oficial	Nº participaciones	Patrimonio gestionado
ASI	LYXOR ETF CHINA ENTERPRISE (HSCI)	179,669368	50.000	8.983.468,40
BBVAB	ACCION FTSE LATIBEX BRASIL ETF	148,716487	79.200	11.778.345,77
BBVAD	AFI BONOS MEDIO PLAZO EURO ETF	102,385146	440.523	45.103.011,67
BBVAE	ACCIÓN DJ EUROSTOXX 50 ETF	44,863726	3.870.000	173.622.619,62
BBVAI	ACCIÓN IBEX 35® ETF	15,905937	15.100.000	240.179.648,70
BBVAL	ACCIÓN FTSE LATIBEX TOP ETF	54,294415	127.500	6.922.537,91
BBVAM	AFI MONETARIO EURO ETF	101,444814	2.350.490	238.445.020,86
CEC	LYXOR ETF EASTERN EUROPE (CECE)	30,336411	10.301.479	312.509.900,85
DJE	LYXOR ETF DOW JONES INDUST. AVER.	96,396370	4.200.000	404.864.754,00
FI35E	FLAME ETF IBEX 35®	15,890000	4.200.000	66.738.000,00
FIMCE	FLAME ETF IBEX MID CAPS	20,750000	250.000	5.187.500,00
FISCE	FLAME ETF IBEX SMALL CAPS	17,330000	250.000	4.332.500,00
INR	LYXOR ETF MSCI INDIA	14,260552	500.000	7.130.276,00
LEM	LYXOR ETF MSCI EMERGING MARKETS	9,306482	300.000	2.791.944,60
LTM	LYXOR ETF MSCI EM LATIN AMERICA	32,075426	100.000	3.207.542,60
LYXIB	LYXOR ETF IBEX 35®	159,114208	850.000	135.247.076,80
MMS	LYXOR ETF MSCI EMU SMALL CAP	220,774928	25.000	5.519.373,20
MSE	LYXOR ETF DJ EURO STOXX 50	44,923577	105.061.747	4.719.749.481,11
RUSS	LYXOR ETF RUSSIA (DJ RUSINDEX T. 10)	44,175930	100.000	4.417.593,00
UST	LYXOR ETF NASDAQ 100	6,201088	13.822.147	85.712.349,90