

Muy pronto los inversores podrán operar con ETF a través de la plataforma de negociación de renta variable (SIBE) propiedad de BME. Cuatro entidades financieras de primer orden emitirán y colocarán, por vez primera en España, Fondos Cotizados sobre el índice IBEX 35 como arranque de este nuevo segmento de negociación.

LOS **ETF** LLEGAN AL MERCADO ESPAÑOL

Los ETF son instituciones de inversión colectiva cuyo objetivo es replicar la evolución de un índice bursátil o de una cesta de valores y cuyas participaciones o valores se negocian en mercados bursátiles electrónicos en tiempo real con las mismas características que se aplican a cualquier otro valor cotizado. Los ETF son ya, desde hace algunos años, algunos de los principales productos financieros cotizados en Estados Unidos y las principales economías de Europa, como demuestra el hecho de que el patrimonio gestionado alcanza ya cerca de los 400.000 millones de euros en el mundo. La novedad llega a España tras superar el último escollo de asignar al producto una fiscalidad determinada y que finalmente se asimila a la que afecta a las acciones. Flexibilidad, transparencia, sencillez y diversificación son algunas de las características que jalonan a los ETF según el consenso de los expertos y la opinión de los máximos responsables del mercado en el seno de BME, Jorge Yzaguirre y Beatriz Alonso. Asimismo, el modelo de mercado ya está aprobado y sus principales particularidades también se exponen en las siguientes páginas.

16 ENTREVISTA A **JORGE YZAGUIRRE**, DIRECTOR DE RENTA VARIABLE DE BME, Y **BEATRIZ ALONSO**, RESPONSABLE DE CALIDAD DE MERCADO DE LA SOCIEDAD DE BOLSAS.

21 ETF: PROTAGONISTAS Y MODELO DE MERCADO.

29 LOS ETF DESPEGARÁN CON FUERZA.

Entrevista a **Jorge Yzaguirre**, director de Renta Variable de BME, y **Beatriz Alonso**, responsable de Calidad de Mercado de la Sociedad de Bolsas

“EN ESPAÑA HAY CAMPO ABONADO PARA QUE ESTE PRODUCTO CREZCA INCLUSO ENTRE LOS INVERSORES PARTICULARES”



Pedro Cases
PERIODISTA

Pregunta.- ¿Qué supone para BME la incorporación de los ETF a su oferta de productos?

Jorge Yzaguirre.- Para BME, el hecho de incorporar un nuevo tipo de activo a la oferta que ya tenemos, supone un paso más en la ampliación de la gama de productos de renta variable que actualmente ofrecemos a los inversores. A las acciones, warrants y certificados, añadimos ahora los Exchange Traded Funds (ETF) sobre el índice IBEX 35, unos fondos de inversión cuyas participaciones se compran y venden como las acciones. BME cuenta ya con todos los productos que se negocian en el ámbito de la renta variable de los principales mercados de referencia en el mundo.

P.- ¿Cómo se configura un producto híbrido como éste?

Beatriz Alonso.- En efecto, a pesar de ser un tipo de fondo de inversión, realmente tiene esa peculiaridad de ser un producto un tanto híbrido. Por una parte, hay un mercado primario donde se suscriben y reembolsan las participaciones, con una operativa igual a la de los fondos tradicionales, pero a diferencia de éstos cuenta con un mercado secundario, con un funcionamiento idéntico al de las acciones, donde se compran y venden esas participaciones en tiempo real.

P.- ¿Por qué se ha retrasado su implantación en España respecto a lo ocurrido en otros mercados internacionales?

J. Y.- Llevábamos muchos años persiguiendo este proyecto, lo llevamos desarrollando desde hace tiempo, pero determinados problemas fiscales, básicamente la retención sobre las plusvalías, lo han hecho imposible hasta ahora. Una vez modificado el marco tributario, su incorporación a nuestro mercado en un hecho. Durante este tiempo, hemos venido siguiendo la evolu-



ción de este producto desde que en los primeros años de la década de los 90 aparecieron los Toronto Index

Participations (PIPs), que se negociaban en la Bolsa de Toronto.

Posteriormente, en el año 1993, se lanzaron en Estados Unidos los SPDR, unas siglas cuya pronunciación suena como araña en inglés, que pretendían trasladar al mercado una imagen de seguridad, de tela de araña, derivada de la diversificación de los valores a los que estaban referenciados dichos fondos, iniciándose, a partir de ahí, un desarrollo lento pero constante de este negocio. Acaso el empujón definitivo lo dio la aparición en 1999 del QQQ, un fondo que replicaba el índice Nasdaq 100, un producto tremendamente popular durante el boom tecnológico en Estados Unidos y el más negociado en el mercado aquel año. Este tipo de fondos llegó a Europa en el año 2000, con ETF sobre índices nacionales europeos y sobre índices paneuropeos, como el Euro Stoxx 50 o el Stoxx 50.

P.- ¿A qué ha obedecido la asignación de las licencias mediante un procedimiento de concurso?

J. Y.- Hemos recurrido a la vía del concurso para adjudicar la licencia de uso del IBEX para fondos de inversión cotizados en el SIBE porque había más demanda que oferta, y porque entendemos que para lograr una mayor eficiencia de este mercado no es bueno que haya un número de fondos excesivo, entre otras cosas porque puede llegar a segmentarse la liquidez de los productos. Por otra parte, también había que propiciar una cierta competencia. Por ello en función de las peticiones que ha habido se seleccionaron las que entendimos que representaban las mejores opciones.

P.- ¿Y la exigencia a los aspirantes de un patrimonio gestionado no inferior a los 5.000 millones de euros...?



J. Y.- Ese tope mínimo respondía al hecho de que la gestora que vaya a gestionar este tipo de fondos, que pueden replicar índices de renta variable o de renta fija, necesita una infraestructura fuerte capaz de atender las necesidades diarias de suscripción y reembolso o de suministro de una

información más exigente que la que está obligada a dar una gestora normal. Era necesario que fueran unas gestoras grandes. En todo caso, una vez puesto en marcha el mercado con los cuatro fondos que han obtenido la licencia empezará una segunda fase, en la cual se incorporarán fondos que ya están listados en otros mercados. En Europa lo que hemos visto es que los ETF más líquidos, donde se concentran los mayores activos gestionados, son los referenciados a índices nacionales como el CAC 40 de Francia,

el Dax 30 de Alemania, el Fotsie 100 en Reino Unido y el S & P MIB en Italia, y luego el Euro Stoxx 50, un ETF que se cotiza prácticamente en todos los mercados y que esperamos que esté aquí dentro de poco.

P.- ¿Qué periodo de rodaje es necesario para que este nuevo mercado coja velocidad?

B. A.- Precisamente arrancamos con los cuatro ETF sobre el IBEX porque pensamos que es el producto más atractivo, el que, sin duda, marcará la pauta de su rápida consolidación. Ya hemos detectado que hay mucho interés por parte de las entidades por lanzar fondos sobre otros índices diferentes al IBEX, incluidos los de renta fija. Conviene recordar que estamos ante un producto muy flexible, con una estructura muy sencilla, que abre una gran variedad de posibilidades para constituir fondos sobre subyacentes muy variados. Los ETF permiten, en general, ampliar las opciones de inversión y facilitan a los inversores sus estrategias de diversificación a bajo coste.

P.- ¿Es previsible que para esa segunda fase también haya un criterio de selección similar al aplicado para la primera?

A las acciones, warrants y certificados, añadimos ahora los ETF sobre el índice IBEX 35. BME cuenta ya con todos los productos que se negocian en el ámbito de la renta variable de los principales mercados de referencia en el mundo.





Estamos ante un producto muy flexible, con una estructura muy sencilla, que abre una gran variedad de posibilidades para constituir fondos sobre subyacentes muy variados. Los ETF permiten, en general, ampliar las opciones de inversión y facilitan a los inversores sus estrategias de diversificación a bajo coste.

J. Y.- A la vista de las muchas muestras de interés que estamos recibiendo sobre la creación de fondos vinculados a determinados índices, es posible que tengamos que hacer algún tipo de concurso para adjudicar las licencias pertinentes. Hay mucha inquietud en torno a los índices IBEX Small Caps e IBEX Med Cap y casi presión en relación al Latibex. El hecho de que en el mercado español coticen valores latinoamericanos y que el índice Footsie LatIBEX Top tenga una correlación extraordinaria con los índices de las bolsas de los países de origen, es decir, que se pueda contratar en España un único producto que se comporta como el conjunto de la renta variable latinoamericana, está siendo muy valorado por el mercado que nos urge la autorización de algún fondo cotizado específico. Muy posiblemente, cuando tengamos negociando los ETF referenciados al IBEX 35, nos centremos rápidamente en los del Latibex.

P.- ¿Cómo contribuye a mejorar la competitividad del mercado esta nueva herramienta?

B. A.- Es un producto que se complementa muy bien con el resto de activos que ya existen referenciados al IBEX 35. Por ejemplo, las estrategias de cobertura y arbitraje con IBEX 35 se pueden llevar a cabo con un ETF en combinación con el futuro sobre el IBEX 35. También podría hacerse arbitraje directo entre el ETF y el índice subyacente, intercambiando la cesta de 35 valores por participaciones del fondo, lo que es una forma de dar eficiencia al producto. En definitiva, la complementariedad es perfecta, tanto en el contado como en futuros, y la idea es que, al final, unos y otros vayan incrementando la liquidez conjunta del mercado, así como su eficiencia.

P.- ¿Qué diferencias tienen estos fondos respecto a los tradicionales?

J. Y.- En la actualidad, cuando alguien quiere comprar, por ejemplo, un fondo referenciado al IBEX tiene que acudir a su intermediario financiero o hacerlo a través de Internet. En el momento en que da la orden de compra se le bloquea el dinero y el precio de adquisición lo marca el valor liquidativo de cierre de ese día. En el caso de los fondos cotizados en Bolsa, se compra en tiempo real al precio de compraventa que fija el mercado en cada momento, el cual va a estar perfectamente en línea con el valor liquidativo estimado. Otra de las grandes diferencias, es que estos fondos suelen pagar dividendos. Como su filosofía es tratar de replicar al índice, los dividendos que van recibiendo de las empresas que conforman dicho referente los van repartiendo en metálico de una forma muy parecida a como lo hacen las propias empresas con sus accionistas.

P.- ¿No resulta un poco complejo para un inversor particular familiarizarse con la mecánica de la fijación del precio de lo que quiere comprar al coexistir un valor liquidativo estimado, otro diario y una mecánica como la que rige la compraventa de acciones?

B. A.- A los efectos de la negociación diaria de los ETF, hay que tener clara la idea de que lo que se compra no es un valor concreto sino una cesta de 35 valores, en el caso del IBEX, y eso proporciona una diversificación inmediata con un coste relativamente bajo. Además se hace en tiempo real. Se opera igual que con un fondo de inversión de gestión pasiva, pero con la diferencia de que se hace mucho más rápidamente y la liquidez es inmediata; se puede entrar y salir del producto a lo largo del día y es posible valorarlo en cualquier momento. El precio que se vea en el mercado es el que tiene el ETF o es su valor liquidativo en tiempo real.

J. Y.- El precio de compra y el precio de venta e incluso el valor liquidativo estimado de cada momento lo va a conocer todo el mundo, se va a difundir de la misma manera que se hace con el precio de las acciones.

P.- ¿Cómo se establece el valor liquidativo estimado?

B. A.- Se obtiene aplicando al valor liquidativo oficial del fondo cotizado que comunica la gestora diariamente las variaciones del índice correspondiente, en

TABLA 1. Características principales de los ETF

| | |
|---------------|---|
| LIQUIDEZ | La negociación se realiza en el mercado continuo, el inversor puede comprar y vender en cualquier momento de la sesión bursátil. Además cada ETF cuenta con especialistas que aportan liquidez al fondo cotizado, mediante su presencia permanente en el mercado tanto a la compra como a la venta. |
| TRANSPARENCIA | El mercado ofrecerá toda la información relevante sobre los productos negociados: precios, volúmenes, composición diaria de la cesta de valores, etc.... Se destinará un apartado especial a los ETF en la página web de las bolsas donde se negocian estos productos. |
| FLEXIBILIDAD | La operativa con ETF permite comprar o vender en cualquier momento de la sesión bursátil, sin tener que esperar a valorar la cartera del fondo y tener un precio al finalizar la sesión. |
| ACCESIBILIDAD | La compra y venta de los fondos cotizados se realiza, al igual que con las acciones, a través de los intermediarios financieros habituales y en el mismo horario bursátil. |
| SOLIDEZ | La utilización de fondos cotizados es ya una constante en la operativa diaria de los inversores institucionales. Estos productos están ya consolidados en el resto de mercados internacionales. |



nuestro caso el IBEX 35. Así es posible hacer una comparación entre dicho valor liquidativo estimado y el precio del ETF en cada momento, de forma que, cuando haya una diferencia muy grande entre uno y otro, la ineficiencia salte a la vista inmediatamente. La labor de los especialistas incluye también hacer que en cada momento esa diferencia no sea sustancial. En todo caso, si fuera así se pondrían en marcha los mecanismos de arbitraje y se harían los intercambios oportunos entre el mercado primario y el mercado secundario. A modo de ejemplo, con un IBEX a 12.000 puntos, el precio del ETF sería aproximadamente de 12 y el valor liquidativo estimado sería de 12 más menos la variación diaria que registre el IBEX 35 a lo largo de la sesión.

P.- La figura del especialista parece clave en un mercado de esta naturaleza. ¿Quién puede serlo?

B. A.- Cualquier miembro del mercado que esté interesado y que llegue a algún acuerdo con la gestora del fondo. Nosotros vamos a exigir para los fondos sobre el IBEX un mínimo de dos especialistas. En otros mercados y es muy posible que en el caso del IBEX 35 sea así también, el interés del producto es tal que, al final, se termina superando claramente el número inicial de especialistas, llegándose fácilmente a cuatro o cinco. Eso hace que las horquillas de precios y los volúmenes asociados que hay a la compra y a la venta sean muy competitivos.

P.- Hay algunos analistas que esperan que el mercado de ETF en España sea uno de los más activos de Europa a lo largo de

este año. ¿Tiene fundamento esta previsión?

J. Y.- Ha habido muchísimo interés en los últimos años por lanzar productos sobre índices españoles en el mercado nacional, pero no se podía hacer. Igualmente había mucho interés por comercializar productos sobre índices españoles en el extranjero, a lo que nos resistíamos para que no hubiera un desplazamiento de la liquidez. Con estos antecedentes, no resulta extraño pensar que este tipo de productos va a tener un éxito rápido. Tenemos la idea de que, dado que España es el país que tiene mayor nivel de clientes minoristas en el mundo de las acciones, también va a ser el país que mayor número de clientes particulares va a tener en el negocio de los ETF.

P.- ¿Pero es un producto pensado para clientes particulares o más bien está destinado a los institucionales?

J. Y.- Es cierto que subyace un cierto debate, pero en Estados Unidos, por ejemplo, hay muchos clientes particulares. En Europa, es básicamente un producto para inversores institucionales pero cada vez están entrando más los particulares. También es verdad que es un producto que no recibe demasiada atención por parte de los medios lo que a buen seguro afecta a su menor difusión en el mercado minorista. Sin embargo, yo creo que es un producto que irá creciendo ya que, una de las características principales de estos fondos, es que tienen comisiones de gestión muy bajas. En España hay campo abonado para este producto incluso entre los inversores particulares.

P.- De hecho, España es uno de los países que cuenta con ma-

TABLA 2. Ventajas de los ETF

| | |
|-------------------------|---|
| DIVERSIFICACIÓN | Los fondos cotizados permiten diversificar la cartera de un inversor con la exposición a un país (IBEX 35), a una zona geográfica (EURO STOXX 50), a un sector industrial (Utilities), a la deuda soberana de un país (US Bond Index), etc..... |
| AGILIDAD | Los ETF permiten obtener la exposición a una cartera de acciones o bonos con una única transacción. |
| COSTE EFICIENTE | Estos productos replican el comportamiento de un índice, es decir, son de gestión pasiva, lo que implica generalmente menores costes que la gestión activa. |
| ESTRATEGIA DE COBERTURA | La operativa con fondos cotizados permite utilizar estrategias de cobertura de forma complementaria a los productos derivados. |

por número de inversores en ETF, ¿no?

B. A.- Así es. Los inversores institucionales españoles son muy activos en este tipo de productos. Para cualquiera de ellos o para una gestora es una herramienta muy versátil para diversificar rápidamente su cartera de inversión con productos baratos. En realidad interesa al inversor institucional como producto en sí, a las gestoras de fondos como forma de ampliar sus estrategias de gestión y, como no, al inversor minorista. También es una herramienta muy útil para los gestores de fondos de pensiones.

P.- ¿En la medida en que estos fondos están bajo el amparo normativo de la inversión colectiva, también tienen reguladas las comisiones como en el caso de los fondos tradicionales?

J. Y.- Los EFTs son a todos los efectos fondos de inversión y, en consecuencia, están sometidos a las mismas reglas que los tradicionales, incluidas las de su supervisión por parte de La CNMV. En consecuencia, lo establecido en relación a las comisiones máximas también les es de aplicación.

P.- Y en su vertiente más parecida a las acciones, ¿los gestores podrán hacer, por ejemplo, préstamo de valores?

J. Y.- En tanto en cuanto el producto sea líquido y haya demanda es lógico pensar que sí lo harán.

B. A.- A la gestora siempre le interesará prestar la cartera, respetando siempre los límites normativos, ya que ello supone un aporte de rentabilidad adicional para el fondo y, en consecuencia, redundará en un abaratamiento de las comisiones.

P.- ¿También se podrán hacer operaciones especiales?

J. Y.- La regulación del mercado permitirá, en la misma línea que lo establecido para las acciones, hacer operaciones tanto en el segmento de bloques como en lo referido a operaciones especiales.

B. A.- La operativa es muy similar a la de la renta variable, prácticamente replica el modelo de mercado. Técnicamente, la negociación de estos fondos va a estar integrada en el mismo segmento de la renta variable. Tienen alguna regulación específica como el cálculo del valor liquidativo estimado, la presencia de los especialistas o los supuestos concretos que puedan plantearse de subastas de volatilidad si se produce una diferencia muy grande entre el valor liquidativo estimado y el precio del ETF. En cuanto a lo demás, los tipos de órdenes son los

TABLA 3. Fiscalidad de los ETF

| |
|---|
| Se les aplica la fiscalidad general de la venta o transmisión de acciones. Las ganancias generadas en menos de un año, pasan a integrarse en la parte general de la base imponible sujeta a tarifa progresiva. Las ganancias generadas en más de un año, se integran en la parte especial de la base y tributan al 15%. La reforma fiscal, actualmente en trámite parlamentario, establecerá previsiblemente a partir de 2006 un tipo único de gravámen del 18% para las ganancias patrimoniales, con independencia del período de generación de esas rentas. |
| A diferencia de los fondos de inversión no se aplica retención a cuenta en las ganancias patrimoniales derivadas del reembolso o transmisión de los ETF. |
| En los fondos cotizados, tal y como se recoge en el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, no se podrá aplicar el régimen de diferimiento tributario por traspasos. Es decir, que a las ganancias o pérdidas obtenidas como consecuencia de una transmisión de participaciones de un fondo cotizado a cualquier otra institución de inversión colectiva, o viceversa, no se les aplicará la exención fiscal por traspaso prevista para el resto de fondos. |

mismos que en la renta variable, los horarios de mercado otro tanto y cotizarán, como las acciones, con dos decimales.

P.- ¿Hay algún requisito especial para velar por la transparencia?

B. A.- Además de los propios mecanismos habilitados por el mercado para ello, el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva exige determinadas especificidades. Los gestores están obligados a publicar diariamente el valor liquidativo oficial del fondo, como ocurre con los tradicionales, y además deben detallar la cesta de valores que compone el fondo, de modo que si un inversor quiere saber qué activos hay en el patrimonio del ETF pueda conocerlo diariamente.

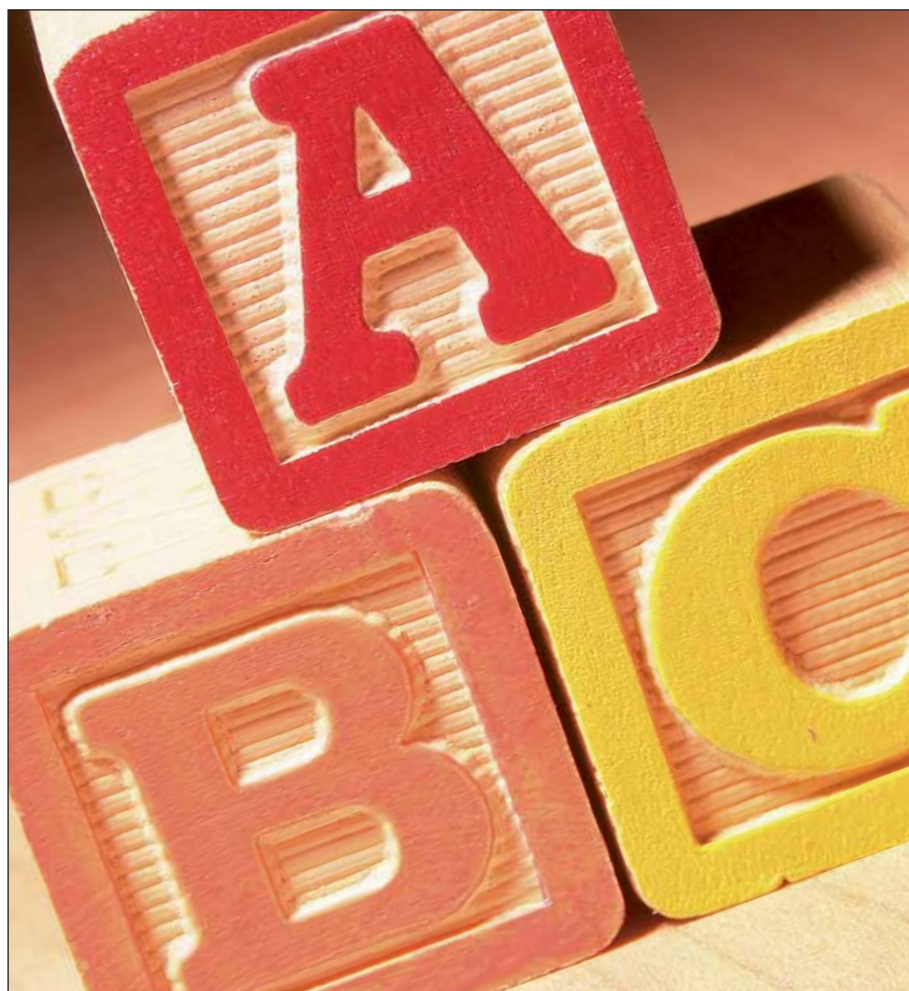
P.- ¿Esperan qué la aparición de este tipo de fondos afecte negativamente a la inversión colectiva tradicional?

J. Y.- Son complementarios. Además creemos que pueden jugar un importante papel en el desarrollo en España de los fondos de gestión pasiva, con los que hay una menos experiencia en relación a la que existe en otros países. No vemos que la gestión activa pueda verse afectada por la aparición de los EFTs. Son dos modelos de gestión que pueden coexistir. En uno se elige un índice, se invierte en él y se mantiene. En el otro, se seleccionan valores concretos y se trata de batir los resultados que se puedan obtener de una mera gestión pasiva. ▀

Realmente serán los inversores quienes con su operativa dictarán sentencia sobre el éxito o no de este nuevo segmento de mercado

ETF: PROTAGONISTAS Y MODELO DE MERCADO

Los ETF (Exchange Traded Funds) han sido contemplados por primera vez en la regulación española por el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), permitiendo, de esta forma, su desarrollo en el mercado español. Los ETF son instituciones de inversión colectiva que replican la evolución de un índice bursátil o de una cesta de valores y cuyas participaciones o valores se negocian en mercados bursátiles electrónicos en tiempo real con las mismas características que se aplican a cualquier otro valor cotizado. De esta forma, un ETF se convierte en un fondo de inversión que se pueden comprar y vender en el mercado con total liquidez y transparencia.



Redacción BME

La puesta en funcionamiento del segmento de negociación de fondos de inversión cotizados (ETF) en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) propiedad de Bolsas y Mercados españoles (BME), requiere el establecimiento de normas específicas de negociación que recojan las peculiaridades de este producto. Si bien los elementos básicos para su negociación coinciden con los más generales de la Renta Variable, las normas de este segmento están diseñadas para permitir la integración técnica de los ETF en los mercados de órdenes (contratación general), bloques y operaciones especiales de la Renta Variable, a la vez que incorporan sus elementos diferenciadores (ver **Tabla 1**). Son, en definitiva, normas que combinan la flexibilidad con la agilidad en la implementación de este segmento en el Sistema.

Entre las figuras que componen la estructura de estos fondos destacan las siguientes:

- El Sistema de Interconexión Bursátil: establece el segmento específico de negociación de estos productos fijando

TABLA 1. Particularidades del modelo de mercado español para ETF

| |
|---|
| <p>Cuando la diferencia entre el precio del valor y su correspondiente valor liquidativo indicativo sea significativa, el Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsas podrá aplicar una subasta de volatilidad, con el fin de que el precio del valor se ajuste al valor liquidativo indicativo.</p> |
| <p>La contratación de bloques tiene una única modalidad, en la que se incluyen todos los valores que coticen en este segmento. En función de la liquidez de cada ETF podrían establecerse requisitos de volumen y precio distintos de los establecidos con carácter general.</p> |
| <p>Se incorpora un nuevo tipo de operaciones especiales para la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión cotizados.</p> |
| <p>Se incorpora la regulación del especialista como figura que contribuya a fomentar la liquidez de esos valores y, destacadamente, a favorecer su difusión así como su proceso de formación de precios, todo ello dando respuesta a las necesidades de los intervinientes en el mercado y a las características que singularizan a esos valores.</p> |
| <p>Se dedica un apartado a la posibilidad de interrupción de la negociación de valores, principalmente por causas que afecten a los subyacentes a los que hagan referencia.</p> |
| <p>Se incorpora el cálculo y difusión del Valor Liquidativo Indicativo correspondiente a cada ETF a lo largo de la sesión.</p> |
| <p>Finalmente, se incorpora la difusión de la información relativa a la composición de la cartera del fondo, composición de la cesta de valores (o cantidad de efectivo) susceptibles de ser intercambiados por participaciones, valor liquidativo y además de la del valor liquidativo indicativo.</p> |

las normas de contratación de los mismos, proporciona acceso a su contratación y difunde la información relevante (precios y volúmenes en tiempo real, valor liquidativo indicativo del fondo en tiempo real, composición diaria de la cesta y valor liquidativo diario). Asimismo, publica estadísticas periódicas del mercado.

- El gestor del fondo: lleva a cabo la gestión del fondo cotizado calculando el valor liquidativo y manteniendo la cartera del mismo ajustada a la composición del correspondiente índice subyacente. Es el único con la capacidad de emitir y reembolsar las participaciones que posteriormente se negociarán en el mercado. Así mismo, realiza actividades de promoción y difusión de información acerca del ETF.
- El especialista: aporta liquidez al fondo cotizado, actuando en el mercado pri-

mario y secundario y manteniendo una horquilla máxima de compraventa para un determinado volumen.

- Mercado Primario: mercado al que acceden determinadas entidades, que son, en general, los inversores institucionales y los especialistas, para suscribir y pedir el reembolso de las participaciones según el importe mínimo establecido por el gestor.
- Mercado Secundario: Mercado al que pueden acceder todo tipo de inversores y en el que se compran y venden las participaciones del fondo cotizado como en el caso de cualquier otro valor cotizado.

La actuación simultánea de los especialistas en el mercado primario y en el mercado secundario permite que el precio del fondo cotizado se mantenga en niveles cercanos a su valor patrimonial a través del arbitraje.

A continuación se detalla el modelo de mercado para los ETF en el Sistema de Interconexión Bursátil.

HORARIO DE MERCADO

La contratación general tendrá un horario de 8:30 a 17:35 compuesto por un periodo de subasta de apertura entre 8:30 y 9:00, un periodo de mercado abierto entre 9:00 y 17:30 y un periodo de subasta de cierre entre 17:30 y 17:35. Tanto la subasta de apertura como la de cierre tienen un final aleatorio con una duración máxima de 30 segundos.

Durante la subasta de apertura se permite la entrada, modificación y cancelación de órdenes pero no se producen negociaciones. Durante el periodo de subasta se muestra en todo momento, el precio de equilibrio al que, de finalizar en ese momento la subasta, se producirían las negociaciones. El precio fijado en la asignación de la subasta será el precio de apertura.

Durante el periodo de mercado abierto se pueden introducir, modificar y cancelar órdenes y las negociaciones se producen de acuerdo a la prioridad precio tiempo.

El funcionamiento de la subasta de cierre es idéntico al de la subasta de apertura. El precio fijado en la subasta de cierre constituye el precio de cierre para la sesión.

El periodo de mercado abierto podrá verse interrumpido temporalmente por subastas de volatilidad cuando se superen los límites de variación de precios establecidos por valor. La duración de estas subastas será de cinco minutos con un final aleatorio de un máximo de 30 segundos.

El horario del mercado de bloques será el del mercado abierto de la contratación general (9:00 a 17:30) El mercado de operaciones especiales estará abierto desde el cierre de la contratación general (17:35) hasta las 20:00.



JOSÉ ANTONIO LÓPEZ,
DIRECTOR DE LYXOR EN ESPAÑA

“La idea que tenemos es listar todos nuestros fondos cotizados en otros mercados en la bolsa española”

Pregunta.- ¿Qué expectativas de crecimiento tienen los ETF en los mercados internacionales?. ¿Cómo se pueden comportar los referenciados al IBEX 35?

Respuesta.- Son enormes. Estamos hablando de un mercado que ha venido creciendo mucho en los últimos años desde su nacimiento como demuestra, por ejemplo, el hecho de que los activos de este tipo gestionados en los diferentes mercados europeos sobrepasen los 53.000 millones de euros. Es un producto que va teniendo cada vez más aceptación, pese a que los fondos cotizados todavía no son muy conocidos desde el punto de vista de la gestión. No obstante, de una forma gradual, a través de la formación y del impulso de los diferentes factores del mercado, se van convirtiendo en activos a los que los gestores recurren cada vez más. El gap entre Europa y los Estados Unidos, que es el mercado clásico de ETF, se va a ir reduciendo poco a poco, sin olvidar que en Asia también queda un amplio camino por recorrer. En el caso concreto de los fondos cotizados sobre el IBEX 35, confiamos que pueden tener un desarrollo similar. Es verdad que en los últimos años se ha producido un trasvase desde el punto de vista de la gestión hacia índices más globales, como puede ser el Euro Stoxx, pero no cabe duda que en España el IBEX sigue siendo el índice de referencia para una gran cantidad de gestores y una gran cantidad de fondos. No tenemos ningún tipo de duda que el ETF sobre el IBEX, inicialmente, va a ser uno de los más demandados.

P.- ¿Qué nuevos tipos de subyacentes son susceptibles de ser utilizados para desarrollar todavía más este mercado?

R.- Lo que veremos en un principio cotizando en el mercado español serán los índices más clásicos de renta variable, como el IBEX, el CAC, el Euro Stoxx 50, etcétera, pero no hay que olvidar que existe otro tipo de índices que encajan muy bien dentro de la filosofía tracker de los ETF como pueden ser índices de materias pri-

mas, commodities...

P.-¿Cuál es el perfil tipo de los inversores europeos en estos mercados?. ¿Se repetirá el modelo en España?

R.- Tradicionalmente ha sido un mercado dirigido más a clientes institucionales. Nuestra experiencia en Lyxor es que el reparto de mercado en función de los activos gestionados es de un 80% para gestores institucionales y un 20% para minoritarios. Lo más normal es que esa situación se reproduzca en el caso del mercado español. Los fondos cotizados serán más utilizados, como herramienta de gestión, por los inversores institucionales, pero también hay claramente un nicho de mercado para clientes finales.

P.- ¿Es previsible que se listen en el mercado español ETF que ya cotizan en otros mercados?

R.- Sin duda. Desde el punto de vista Lyxor es lo que tenemos en mente. Es decir, si ahora mismo un cliente final puede comprar un ETF listado, por ejemplo, en la Bolsa de París, lo que queremos hacer es acercarlo más al mercado español, traernos volumen a España. La apuesta de Lyxor por el mercado español es importante, pensamos que las posibilidades de desarrollo son muchas una vez superados los escollos, básicamente de tipo fiscal, que habían mantenido este mercado por detrás del europeo en relación a este tipo concreto de activo. La idea que tenemos es listar todos nuestros fondos cotizados en otros mercados en la bolsa española.

P.- ¿Cómo puede afectar a la industria de los fondos de inversión el desarrollo de los ETF?

R.- Creo que va a tener un impacto positivo. A nivel de gestión, como comentaba antes, va a ser un producto más utilizado por el cliente institucional pero, al final, veremos que los fondos sobre el IBEX o los indexados, en la medida en que resultan unas herramientas ágiles y baratas para los gestores, terminarán por beneficiar a los fondos en general. ▾

TIPOLOGÍA DE ÓRDENES

El sistema admite órdenes limitadas, por lo mejor y de mercado. Las órdenes limitadas se ejecutan a su precio límite o mejor. Las órdenes por lo mejor son órdenes sin precio que quedan limitadas al

mejor precio del lado contrario del libro de órdenes. Las órdenes de mercado son órdenes sin especificación de precio y que negocian al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes y sucesivos precios hasta completar su ejecución.

Las condiciones de ejecución de estas órdenes se dividen en “Ejecutar o

Anular” que suponen que las órdenes se ejecuten inmediatamente por el volumen disponible rechazándose el resto, “Volumen Mínimo” por la que se incorpora a las órdenes un requisito de volumen mínimo a ser ejecutado al entrar la orden en el mercado y que de no ser cumplido supone el rechazo de la misma y “Todo o

Nada” que es un tipo especial de orden con volumen mínimo en la que el mínimo es igual al total de la orden.

Las órdenes podrán ser válidas por un día o hasta una fecha determinada con un máximo de 90 días de calendario.

Adicionalmente, las órdenes pueden tener una condición de volumen oculto. La condición de volumen oculto permite la introducción en el mercado de la orden



Se incorpora la regulación del especialista como figura que contribuya a fomentar la liquidez de los ETF y, destacadamente, a favorecer su difusión así como su proceso de formación de precios, todo ello dando respuesta a las necesidades de los intervinientes en el mercado y a las características que singularizan a esos valores.

mostrando inicialmente sólo una parte de su volumen total. El salto al mercado de una nueva parte del volumen mantendrá la prioridad de precio de la orden pero no la de tiempo.

VARIACIÓN MÍNIMA, LÍMITES DE VARIACIÓN DE PRECIOS Y SUBASTAS POR VOLATILIDAD

La variación mínima de precio será de 0,01 euros independientemente del precio del valor.

Los límites de variación de precios vendrán determinados por el establecimiento de un rango dinámico y de un rango estático para cada ETF en función de la volatilidad histórica del mismo.

El rango dinámico es la variación má-

JAVIER VIANI,

DIRECTOR DE DESARROLLO DE PRODUCTO DE SANTANDER ASSET MANAGEMENT

“Los mayores inversores en fondos cotizados serán los clientes institucionales”



Pregunta.- ¿Qué les ha movido a entrar en el negocio de los ETF?

Respuesta.- Santander Asset Management ha destacado en el pasado por ser una entidad pionera en España en el negocio de gestión de activos, esto nos ha llevado a querer ser participantes en este mercado en España desde el primer momento.

P.- ¿Qué expectativas ofrece el mercado español para este tipo de productos?

R.- Creemos que al igual que en el negocio de contado o derivados sobre el IBEX 35 o valores españoles, los mayores inversores en fondos cotizados serán los clientes institucionales.

P.- ¿Supone alguna desventaja competitiva empezar a negociar en España fondos cotizados más tarde que en otros mercados?

R.- El tipo de cliente que invierte en fondos cotizados es principalmente institucional (instituciones de inversión colectiva, compañías de seguros, bancos...), por lo que aunque en España no se pudieran registrar hasta hace muy poco tiempo este tipo de activos han sido muy utilizados. Creemos por lo tanto que el inversor institucional ya está familiarizado con este tipo de productos y que no supone una desventaja competitiva. Por otra parte, hay que tener presente que la Sociedad de Bolsas no concedió licencias para fondos cotizados sobre el IBEX 35 hasta que no se aprobó el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva por lo que los próximos ETF sobre el IBEX 35 serán los primeros en el mercado y esto genera una ventaja competitiva del mercado español frente al resto de países en cuanto a índices de valores se refiere.

P.- ¿Qué pueden aportar estos fondos a su estrategia de negocio?

R.- Aunque los fondos cotizados no han estado regulados como vehículo español hasta hace muy poco, sí que eran activos aptos para que los fondos españoles pudieran invertir en ellos. Los fondos de Santander Asset Management han utilizado desde hace tiempo los fondos cotizados extranjeros para tener exposición a algunos países o tipos de activos de manera sencilla y fácil. Los ETF sobre el IBEX 35 van a permitir que clientes que no tuvieran acceso a una inversión rápida al IBEX 35 a través de futuros puedan hacerlo a un bajo coste y sin los inconvenientes que conllevan los vencimientos de los futuros para inversores no especialistas.

P.- ¿Podrá el mercado español convertirse en la puerta para los inversores extranjeros que quieran invertir en ETF en Latinoamérica?

R.- Gracias a la exposición que España y sus grupos financieros tienen a los países latinoamericanos, se podría decir que nuestro mercado tiene una posición privilegiada a la hora de poder gestionar fondos cotizados sobre índices de aquellos países y es una posibilidad que Santander Asset Management no descartaría. ▽



LEOPOLDO GONZÁLEZ ECHENIQUE,
PRESIDENTE DE BARCLAYS FONDOS SGIC

“Los ETF son una buena forma de involucrar a los inversores locales en operaciones internacionales”

Pregunta.- ¿Qué expectativas de crecimiento tienen los ETF en los mercados internacionales?

Respuesta.- 2006 está poniendo de manifiesto otro año de crecimiento relevante para los fondos cotizados o ETF; este crecimiento se manifiesta en todos los parámetros: volúmenes de activos bajo gestión, volúmenes de ventas, número de partícipes –tanto institucionales como particulares-, número de ETF, número de gestores y número de bolsas donde cotizan.

Las cifras del final del primer trimestre de 2006 en todo el mundo son una buena muestra de dicho crecimiento: hay 500 ETF con 696 admitidos a cotización, 456.460 millones de US\$ bajo gestión, 52 gestoras de ETF y 33 bolsas en donde cotizan.

P.- ¿Qué nuevos tipos de subyacentes son susceptibles de ser utilizados para desarrollar todavía más este mercado?

R.- La innovación en el campo de los ETF continúa durante 2006; buena prueba de ello son los primeros ETF's teniendo derivados como subyacente; en este sentido, se han lanzado 14 nuevos ETF replicando sectores del DJ STOXX 600 con swaps como contratos subyacentes. A día de hoy éstos replican índices de renta variable, renta fija, índices de materias primas e incluso inmobiliarios. De este modo los ETF permiten la exposición a mercados tanto emergentes como desarrollados, vía sectores, países, regiones, estilos de gestión e índices globales.

P.- Cual es el perfil tipo de los inversores europeos en estos fondos?. ¿Se reproducirá este modelo en España?

R.- Principalmente, vemos el perfil más proclive a la inversión en ETF en Bancos y gestores tanto de banca privada como institucionales. No obstante, también vemos que es un producto atractivo para intermediarios y distribuidores de productos de inversión locales, gestoras de IIC, tanto de fondos como de fondos de fondos, incluidas las gestoras de hedge funds (IIC de IL) y compañías de Seguros.

P.- ¿Es previsible que coticen en los mercados españoles ETF que ya cotizan en otros mercados?

R.- Los ETF cotizan actualmente en muchas jurisdicciones diferentes, lo que ha resultado una buena forma de involucrar a los inversores locales en operaciones internacionales. La apertura de la Bolsa española a ETF y el cambio del entorno regulatorio representa una gran oportunidad para que los emisores de este tipo de producto lleguen al inversor español.

P.- ¿Cómo puede afectar a la industria de fondos de inversión el desarrollo de los ETF?

R.- En nuestra opinión los ETF y los restantes fondos de inversión no se excluyen unos a otros, sino que los vemos como vehículos de inversión complementarios. Lo que hemos observado es que algunos inversores descontentos con el comportamiento de los fondos se dirigen hacia la inversión en ETF, y en la medida en que la gama de ETF disponibles continúa ampliándose, aumenta su atractivo para un mayor número de inversores. ▀

xima permitida respecto del precio dinámico siendo este el último precio negociado de un valor ya sea resultante de una subasta o de una negociación en mercado abierto. Este rango estará operativo en mercado abierto y en subasta de cierre.

El rango estático es la variación máxima permitida respecto del precio estático. El precio estático es el precio resultante de la última subasta ya sea esta de apertura, por volatilidad o de cierre. El rango estático está operativo tanto en mercado abierto como en cualquier situación de subasta.

Cuando un valor intente negociar al límite del rango estático o al límite o fuera del rango dinámico, se iniciará una subasta por volatilidad cuyo objetivo es ordenar y reajustar, en su caso, los límites de variación de precios del valor a su situación en cada momento a lo largo de la sesión, permitiendo la concurrencia de un mayor número de intervinientes en el mercado y una mayor capacidad de reacción de los mismos reduciendo así eventuales errores operativos.

La ruptura del rango estático durante la subasta de apertura y del rango estático o dinámico durante la subasta de cierre provocará una extensión de las mismas por un periodo de 2 minutos.

El rango estático se fijará entre un 4% y un 8% en función de la liquidez del ETF. El rango dinámico se fijará entre un 1% y un 4% igualmente según la liquidez del valor.

Adicionalmente a los supuestos anteriores de subastas por volatilidad y con carácter específico para los ETF, cuando la diferencia entre el precio del ETF y su correspondiente valor liquidativo indicativo, detallado más adelante, sea significativa, el Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsas podrá, cuando la situación así lo aconseje, aplicar una subasta por volatilidad con el fin de que el precio del ETF se ajuste a su correspondiente valor liquidativo indicativo

JAVIER MÉNDEZ,

DIRECTOR DE COORDINACIÓN DE NEGOCIO DE BBVA GESTIÓN SGIC

“Los ETF sobre el IBEX 35 complementan las opciones que existen para apostar por el mercado español”



Pregunta.- ¿Qué ha movido al BBVA a entrar en el negocio de los ETF?

Respuesta.- Estos fondos se han conformado como uno de los activos financieros de mayor crecimiento en los últimos años. Se puede decir que recogen una de las grandes aspiraciones de muchos inversores como es poder tener una exposición directa al mercado, una exposición pura a un índice concreto, con un producto perfectamente líquido que satisface incluso estrategias de trading pues pueden ser comprados y vendidos en el mismo día. Es decir, estos fondos son una combinación muy poderosa de exposición pura a un mercado, de estricta búsqueda de beta, de agilidad y, en general, de eficiencia desde todos los puntos de vista. Es un producto de crecimiento en el que, evidentemente, debemos de estar para ofrecerlo en primera línea a nuestros clientes. También es un producto barato, aunque acaso no sea ese su mayor atractivo, si no uno más de los que presenta.

P.- ¿Qué expectativas ofrece este tipo de fondos al mercado español?

R.- Estos productos generan, como ha ocurrido en otros mercados donde ya están presentes, nuevas posibilidades de negocio. No conviene olvidar que se negocian ETF no sólo sobre índices de mercados sino también sobre otros referentes. Ahora mismo, por ejemplo, hay un auge tremendo de estos fondos vinculados a las materias primas. Es un instrumento que se puede asociar a cualquier activo, normalmente muy líquido y que permite ir tomando posiciones a lo largo de una sesión, entrando y saliendo, con la agilidad que ello implica. Esas ventajas las vamos a tener en España. Además vamos a contar con un instrumento propio sobre el IBEX 35 que, dado el buen nombre que tiene el mercado español y, en concreto el índice, complementa las otras opciones que existen para apostar por la bolsa española.

P.- ¿Supone alguna desventaja competitiva empezar a negociar en España fondos cotizados más tarde que en otros mercados?

R.- No, en ningún caso. Realmente, para nosotros, lo importante es tener un producto bueno en todos los aspectos, que sea muy líquido, recoja fielmente el índice y que, evidentemente, esté ajustado al precio del mercado. Mientras se mantengan las características estructurales básicas de este producto, no hay ningún problema. Es de esperar, además, que en un mercado en crecimiento, caldo de cultivo para que surjan nuevas ideas, vayan apareciendo ETF sobre subyacentes que ahora mismo no acerta-

mos a imaginar. No es descabellado pensar en fondos cotizados sobre partes del mercado, a nivel sectorial o sobre grandes bloques económicos. En fin, podemos buscar exposición directa con un instrumento de este tipo en cualquier área llamémosle económica que tenga su reflejo en un mercado financiero.

P.- ¿Qué pueden aportar estos fondos a su estrategia de negocio? ¿Competen con los fondos tradicionales?

R.- Para nosotros es, evidentemente, un complemento fundamental a nuestros productos. Tenemos una gama de ellos en todos los ámbitos, en la gestión activa, en la gestión pasiva, en la cuantitativa, en la asegurada o garantizada y en todo lo que es valor absoluto, de creciente importancia en los últimos tiempos. Los ETF serán un elemento más, la forma más eficiente de ofrecer exposición pura al mercado; es decir, para buscar beta, probablemente, sea el mejor instrumento. En relación al negocio tradicional de la inversión colectiva, es de aplicación la máxima de que todo compite. Eso es algo que ya ocurre. Quién dice que un fondo nuestro especializado en asset allocation no compita con otro mixto, también del grupo. Lo que tenemos que dar a los clientes son las mayores opciones posibles. Competencia hay dentro de las propias gestoras y, sobre todo, en aquellas que tienen toda la gama completa de productos.

P.- ¿Podrá el mercado español convertirse en la puerta para los inversores europeos que quieran invertir en ETF en Latinoamérica?

R.- Yo estoy convencido. Latinoamérica es un mercado tremendamente atractivo. Ahora hay dos grandes países que destacan sobre los demás como son México y Brasil, posiblemente, porque hay más liquidez, más profundidad de mercado y, en consecuencia, mayores oportunidades. Pero hay una segunda línea de mercados latinoamericanos que también, poco a poco, se irán convirtiendo, no se si en Brasil o México, porque eso es mucho decir, pero irán ocupando su lugar bajo el sol. Ahí tenemos el caso chileno, convertido en un mercado muy interesante por la fuerte revalorización de las materias primas. En consecuencia, es una región donde los europeos van a seguir estando. El tener una exposición directa a ese mercado vía LatIBEX es lo más eficaz que hay desde mi punto de vista. Si no se cuenta con un gran aparato de seguimiento en Latinoamérica y se quiere tener una exposición en la zona en un vehículo en euros, con esquemas de liquidación europeos, un ETF sobre el índice LatIBEX puede ser un arma muy poderosa a nivel europeo. ▀

CONTRATACIÓN DE BLOQUES

La contratación de bloques para ETF tiene una única modalidad en la que se incluyen todos los valores que coticen en este segmento.

Mediante los bloques los miembros de mercado pueden realizar aplicaciones o concluir operaciones, con unos requisitos de volumen mínimo y de precios.

El importe de cada operación deberá ser de al menos 1.200.000 euros y deberá representar al menos un 5% del volumen medio diario negociado por el ETF en el último trimestre natural cerrado en la contratación general. En cuanto al precio, la desviación permitida respecto del precio estático podrá alcanzar el 15%.

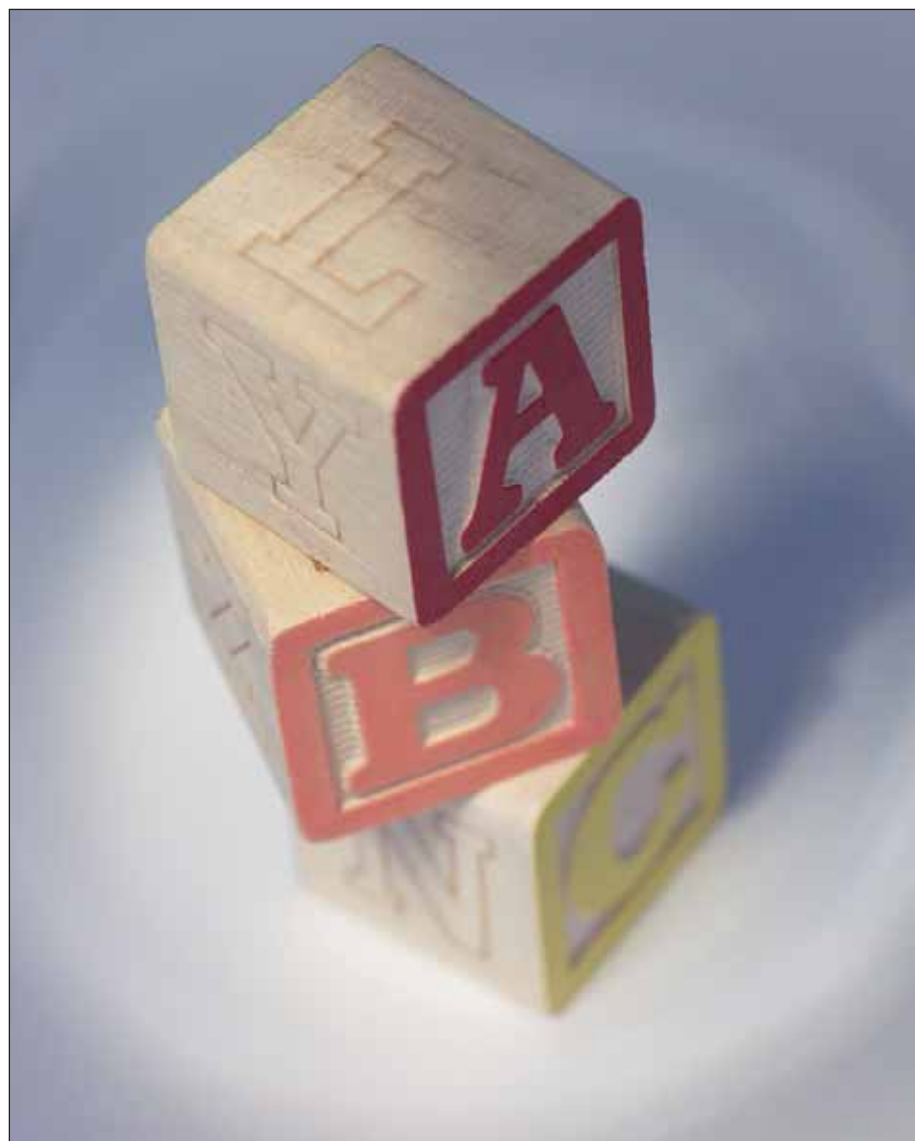
Los requisitos de volumen y precio anteriores podrán ser modificados, en su caso, teniendo en cuenta la liquidez de cada ETF.

OPERACIONES ESPECIALES

El mercado de operaciones especiales está destinado a la comunicación de operaciones autorizadas o comunicadas que deben cumplir unos requisitos de efectivo y precios.

Además de lo contemplado para la Renta Variable en la circular 1/2001 de Sociedad de Bolsas, aplicable a los ETF, para este segmento se prevé la autorización de operaciones especiales vinculadas a la suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión cotizados. El objetivo de estas operaciones es permitir la comunicación de las suscripciones y reembolsos realizados directamente con la gestora de cada ETF en el llamado "Mercado Primario" teniendo en cuenta los requisitos de volumen mínimo y otras características establecidos por ésta en el folleto del correspondiente ETF.

Mediante estas operaciones se realizará el intercambio de las cestas de valo-



res componentes del índice subyacente del ETF contra las participaciones correspondientes del ETF, intercambio que resulta, fundamentalmente, de la realización de operaciones de arbitraje entre el ETF y su correspondiente índice subyacente.

RÉGIMEN DE ACTUACIÓN DEL ESPECIALISTA

El segmento de negociación de ETF incorpora la figura del especialista. La presencia y actuación de los especialistas en este segmento resulta fundamental para fomentar la liquidez de los ETF así como para favorecer su difusión y proceso de formación de precios. Mediante

el mantenimiento de una horquilla de precios máxima para un determinado volumen, los especialistas permiten la realización de negociaciones en el mercado secundario a precios en línea con el valor liquidativo indicativo del ETF. Adicionalmente, mediante su actuación en el mercado primario, los especialistas facilitan el que el número de participaciones del ETF disponibles en cada momento en el mercado sea el adecuado.

Cada valor que se negocie en este segmento deberá tener al menos un especialista. En función de las características de cada ETF se establecerán los requisitos de presencia en el mercado que deberán cumplir los especialistas. Estos requisitos hacen referencia a la horquilla

máxima entre el precio de compra y el de venta de las posiciones que introduzca en el mercado el especialista, al importe efectivo mínimo asociado a las mencionadas posiciones y a su presencia en el mercado a lo largo de la sesión.

SUPUESTOS DE INTERRUPCIÓN DE VALORES

Con el fin de garantizar el buen funcionamiento de este segmento y teniendo en cuenta las características de los ETF, se han previsto una serie de supuestos de interrupción de valores que serán de aplicación, cuando así lo aconsejen las circunstancias, a un valor o grupo de valores. Entre otros supuestos de interrupción y con carácter no exhaustivo, cabe mencionar la imposibilidad de cálculo del índice subyacente o la imposibilidad de cálculo del valor liquidativo indicativo. Estos dos supuestos suponen la falta de referencia al índice subyacente a la hora de determinar el precio del ETF. Otro supuesto de posible interrupción sería la falta de comunicación en la forma y plazo debidos de la información detallada en el apartado siguiente que igualmente dificultarían la determinación del precio del ETF.

DIFUSIÓN DE INFORMACIÓN

Con el fin de que toda la información necesaria para permitir el seguimiento del ETF esté disponible, la gestora del ETF proporcionará diariamente al Sistema de Interconexión Bursátil la información relativa a la composición de la cartera del fondo, composición de la cesta de valores (o cantidad de efectivo) susceptible de ser intercambiado por participaciones del fondo y el valor liquidativo diario del fondo.

Dicha información será difundida por el Sistema a través de los medios habituales de comunicación como las pantallas del Sistema, la Vendor Feed o la página Web junto con las características de



La gestora del ETF proporcionará diariamente al Sistema de Interconexión Bursátil la información relativa a la composición de la cartera del fondo, composición de la cesta de valores (o cantidad de efectivo) susceptible de ser intercambiado por participaciones del fondo y el valor liquidativo diario del fondo.

cada ETF cotizado (gestor, índice subyacente de referencia, fracción del índice representada, etc.).

Adicionalmente, el Sistema difundirá el valor liquidativo indicativo correspondiente a cada ETF en diferentes momentos a lo largo de la sesión.

El valor liquidativo indicativo es el resultado de un dato a introducir externamente en el sistema (Valor liquidativo diario) multiplicado por la variación diaria del índice subyacente del fondo cotizado.

El valor liquidativo indicativo tendrá

asignado un código de mercado y se podrá consultar en tiempo real a través de las pantallas del Sistema. Así mismo será difundido en tiempo real a través de la Vendor Feed completando así la información relativa a cada ETF.

Por último y al igual que para el resto de valores cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil, se difundirá en tiempo real la información de precios y volúmenes tanto a la compra y a la venta como negociados de cada ETF, a lo largo de la sesión. ▀

Los expertos hablaron sobre el futuro y otras cuestiones en un seminario organizado por International Fund Investment en la sede de BME

LOS **ETF** DESPEGARÁN CON FUERZA

España será el mercado de ETF que más crezca en Europa en 2006 como consecuencia de los recientes cambios legislativos. Un seminario organizado por "International Fund Investment" analizó las excelentes perspectivas de estos productos.

Redacción BME*

Los activos invertidos en Fondos Cotizados experimentarán un fuerte crecimiento este año gracias a España, que será el mercado europeo de ETF que más crezca en 2006. Las medidas liberalizadoras que se han adoptado recientemente permitirán que los ETF se registren dentro de las fron-

teras nacionales, facilitando así que los inversores minoristas recurran a este tipo de productos. Por otra parte, el hecho de que los ETF se registren de forma local en la bolsa española animará a las instituciones a avanzar en el desarrollo de este producto. En el momento actual, aquél que desee invertir en ETF tienen que hacerlo necesariamente fuera de España.

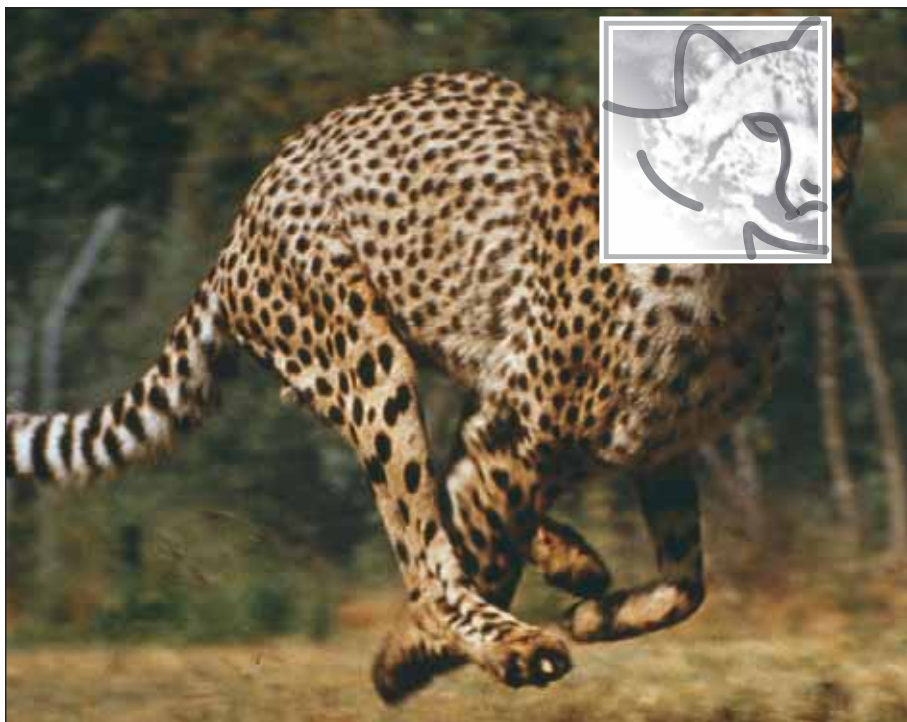
Recientemente se celebró en el Palacio

de la Bolsa un seminario sobre ETF organizado por la publicación "International Fund Investment" y la compañía de asesoramiento ETS. Los ponentes que participaron en el la jornada fueron: Juan Pablo Jimeno, Responsable de Renta Variable, BBVA Global Markets; Adrián Juliá, Director de Productos Cotizados para España, Sociéte Générale; Marco Montanari, Director de ETF de Lyxor Asset Management; Marie-Pierre Ravoteur, Codirectora de Easy ETF Development, AXA Investment Managers; y Jorge Yzaguirre, Responsable de Renta Variable de BME.

EL FUTURO DE LOS FONDOS COTIZADOS EN ESPAÑA

Juan Pablo Jimeno señaló que los inversores españoles son ya expertos usuarios de ETF. España es, probablemente, el cuarto o quinto mayor mercado de ETF del mundo, a pesar de que éstos productos no estén todavía registrados a nivel nacional. Esta posibilidad se hará efectiva a lo largo del presente año, afirmó Jorge Yzaguirre. El cambio en la legislación ya se ha aprobado, y su implementación será una realidad en los próximos meses. La mayor ventaja del mencionado cambio legislativo es que los ETF se podrán registrar en España y, por tanto, estarán sometidos a la misma fiscalidad que otros valores españoles cotizados. A partir de ese momento ya no estarán considerados como valores extranjeros.

El creciente interés en los ETF por parte de los fondos de pensiones de pequeño y mediano tamaño en países como Francia, Alemania, Italia y el Reino Unido fue una cuestión que varios ponentes mencionaron. Este creciente interés encontrará pro-



(*) Traducción y resumen del artículo "Spain: Europe's fastest growing market?" publicado en la revista "International Fund Investment", marzo 2006.

TABLA 1. Tamaño del mercado mundial I.
Nº ETF, emisores y centros de negociación.

| PAÍS/REGIÓN | ETF COTIZADOS (PRIMERA ADMISIÓN) | NUEVAS ADMISIONES EN 2005 | ETF COTIZADOS (TOTAL)* | NÚMERO DE EMISORES | Nº DE BOLSAS EN LAS QUE COTIZAN |
|---------------|----------------------------------|---------------------------|------------------------|--------------------|---------------------------------|
| US | 204 | 52 | 204 | 8 | 3 |
| EUROPA | 165 | 51 | 306 | 20 | 13 |
| JAPÓN | 13 | - | 13 | 4 | 2 |
| CANADA | 20 | 4 | 20 | 2 | 1 |
| HONG KONG | 8 | 3 | 10 | 4 | 1 |
| ISRAEL | 12 | 5 | 12 | 2 | 1 |
| TAIWAN | 1 | - | 1 | 1 | 1 |
| SUDAFRICA | 7 | 2 | 7 | 4 | 1 |
| AUSTRALIA | 4 | - | 4 | 2 | 1 |
| CHINA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| COREA DEL SUR | 4 | - | 4 | 2 | 2 |
| NUEVA ZELANDA | 6 | - | 6 | 3 | 1 |
| SINGAPUR | 1 | - | 6 | 1 | 1 |
| INDIA | 6 | - | 6 | 3 | 2 |
| MALASIA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |

* Incluye primera admisión y cotizados en varios mercados

Fuente: Morgan Stanley, Bloomberg

TABLA 2. Tamaño de mercado mundial II.
Volumen de activos gestionados por ETF.

| PAÍS/REGIÓN | ACTIVOS GESTIONADOS DIC. 04 (MILES MILLONES DÓLARES) | ACTIVOS GESTIONADOS DIC. 05 (MILES MILLONES DÓLARES) | VARIACIÓN % |
|---------------|--|--|-------------|
| US | 227,74 | 304,16 | 33,6 |
| EUROPA | 33,97 | 54,92 | 61,7 |
| JAPÓN | 30,28 | 31,75 | 4,9 |
| CANADA | 7,24 | 10,13 | 39,9 |
| COREA DEL SUR | 0,52 | 0,80 | 54,6 |
| AUSTRALIA | 0,62 | 0,53 | -14,6 |
| SUDAFRICA | 1,23 | 1,65 | 34,3 |
| HONG KONG | 5,24 | 6,73 | 28,4 |
| INDIA | 0,09 | 0,14 | 59,9 |
| ISRAEL | 0,71 | 2,94 | 314,4 |
| SINGAPUR | 0,29 | 0,34 | 16,1 |
| TAIWAN | 1,37 | 1,37 | 0,3 |
| NUEVA ZELANDA | 0,49 | 0,49 | 0,8 |
| CHINA | - | 0,70 | 100,0 |
| MALASIA | - | 0,15 | 100,0 |

bablemente su réplica en España y ayudará a que el desarrollo inicial de los ETF venga inicialmente de los inversores institucionales, señaló el representante de Easy ETF.

A lo largo del seminario se hizo hincapié en la importancia de que los fondos co-

tizados que estén disponibles en España lo estén también en otras bolsas extranjeras. Los creadores de mercado comunicarán los mismos precios a las bolsas de otros países. Por lo que respecta a los costes asociados, varios ponentes señalaron que

si la inversión en ETF crece, como de hecho está ocurriendo, las comisiones de gestión se irán reduciendo. El hecho de que las comisiones sean más bajas en Estados Unidos se debe a que los fondos son de mayor tamaño. En la medida en que el mercado europeo se desarrolle, habrá menos participantes emisores pero, como resultado de las economías de escala, el mercado será más eficiente. Los fondos cotizados deberán entenderse como un producto complementario a los fondos de inversión tradicionales.

HORQUILLAS Y LIQUIDEZ

Los asistentes a la jornada del Palacio de la Bolsa realizaron diversas preguntas al respecto. En una de ellas, Marco Montari señaló que los diferenciales entre precios de compra y venta de ETF en los mercados están en línea con las de los valores cotizados tradicionales. "Las horquillas son tan pequeñas en los ETF que nadie se queja de ellas".

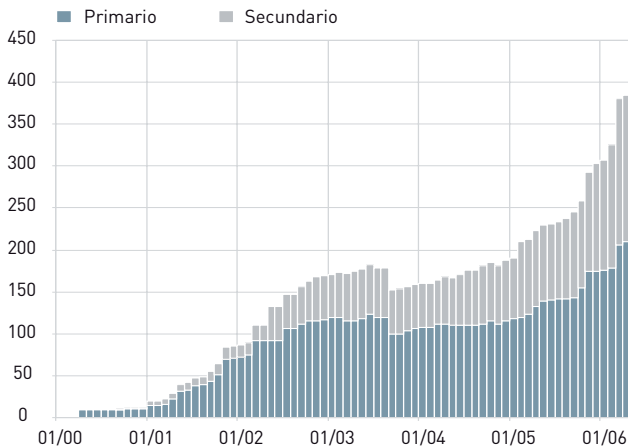
Marie Pierre Ravoteur, contestando a una pregunta sobre la liquidez, confirmó que también se producen grandes transacciones institucionales fuera de los mercados bursátiles donde cotizan los ETF. Por este motivo, a veces existe confusión en lo que se refiere a la liquidez de los ETF. Por otra parte, la liquidez de los ETF es exactamente la misma que la de sus activos subyacentes en el índice.

GESTIÓN ACTIVA DE ETF, VENTA EN DESCUBIERTO, DIVIDENDOS Y DIVERSIFICACIÓN

En el seminario se mencionó que los ETF son instrumentos tan flexibles que pueden utilizarse en una amplia gama de circunstancias; pueden utilizarse para la negociación diaria o para inversiones a diez años.

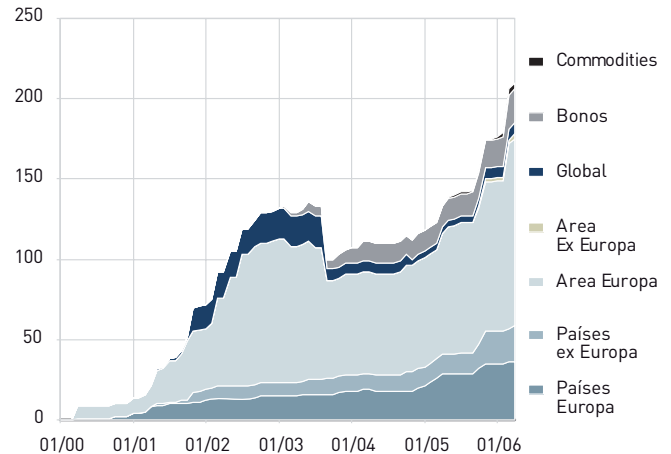
¿Cómo pueden gestionarse los ETF de forma activa? Numerosos gestores especializados en gestión activa utilizan los fon-

Nº DE ETF LISTADOS EN BOLSA



Fuente: FESE Abril 2006

Nº DE ETF EN EL MUNDO POR EXPOSICIÓN



Fuente: FESE Abril 2006

dos cotizados para tomar posiciones en países o regiones. Los ETF se utilizan con frecuencia en estrategias complementarias. Inversores que hacen gestión activa recurren a los ETF de forma táctica para exponerse a alguna de las nuevas áreas en las que estos productos se han diversificado. Por ejemplo, hay ETF en mercados emergentes, commodities, en valores del sector inmobiliario, y en fondos. Marie-Pierre Ravoteur añadió que los ETF también se utilizan estratégicamente por inversores que hacen gestión activa y que no encuentran un gestor de carteras en la zona geográfica en la que quieren invertir. En el sector inmobiliario, por ejemplo, es difícil encontrar un gestor adecuado. Con los ETF “es posible encontrar todos los tipos de valores que se precisen para la asignación de activos”.

Con respecto a la venta en descubierto, es fácil realizarla con los principales ETF, que son aquellos basados en los índices europeos más importantes. Sin embargo, en productos más especializados puede resultar mucho más complicado puesto que los clientes institucionales son reacios a prestar sus acciones. El tema de los dividendos también salió a colación en las preguntas. Los ETF más importantes y de mayor tamaño sí pagan dividendo, pero otros fondos cotizados más pequeños y especializados no lo hacen. Los ETF en commodities no pagan dividendo precisamente porque su activo subyacente tampoco lo hace. La política de dividendos es, a fin de cuentas, una decisión comercial.

En lo que respecta a la diversificación de los ETF, se puso como ejemplo que recientemente se han lanzado productos basados en el sector inmobiliario y en commodities. Los ponentes del panel coincidieron en que existen grandes posibilidades para una mayor diversificación. El tema fundamental es siempre la liquidez del activo subyacente.

Sin embargo, Marco Montari no cree que el mercado de ETF que invierten en productos de renta fija y en valores que no sean de renta variable vaya a superar el 10% de todo el mercado de fondos cotizados. Pero sí considera que esa diversificación en nuevos tipos de activos ha sido positiva para el conjunto de la industria de fondos cotizados: ha mejorado el conocimiento sobre el producto y es positivo para la gama de productos de la emisoras. Marco Montari estima que los ETF sobre bonos irán adquiriendo importancia progresivamente.

En relación a la venta al descubierto, se apuntó que cuanto más especializado es el fondo cotizado más difícil es vender en descubierto. Por otra parte, las comisiones para el préstamo son proporcionalmente muy elevadas.

PRÉSTAMO DE VALORES Y COSTES REALES ASOCIADOS A LOS ETF

En el caso de fondos cotizados que invierten en renta variable existe la posibilidad de prestar los activos subyacentes y obtener el beneficio adicional para el ETF.

Para los fondos cotizados europeos más populares que invierten en renta variable, como son los ETF basados en el EuroStoxx 50, la rentabilidad adicional podría llegar a ser de 20 o 30 puntos básicos, lo que permitiría reducir las comisiones de gestión. En el caso del ETF de AXA-BNP Paribas que invierte en valores del sector inmobiliario, la rentabilidad adicional que subyace al préstamo podría ser de 100 a 120 puntos básicos. La rentabilidad de algunos fondos cotizados, gracias a la actividad del préstamo de acciones, superaría así a la de a su benchmark. De esta manera, el préstamo de valores podría servir para que las comisiones de gestión se eliminasen por completo.

ESPAÑA: LA PUERTA A LATINOAMÉRICA PARA LOS ETF

BBVA tiene la intención de jugar un papel determinante en el desarrollo de la industria española de ETF, afirmó Juan Pablo Jimeno. El banco español está pensando en desarrollar productos ETF no sólo para inversores en España, sino también para otros mercados, especialmente en Latinoamérica.

En el futuro España podría convertirse en uno de los países más importantes a nivel mundial para este tipo de producto. Además de constituir un mercado importante en sí mismo, bien podría consolidarse como la puerta para los inversores europeos que quieran invertir en ETF en Latinoamérica. ▀