

Exchange Traded Funds (ETF)

Los Exchange Traded Funds (ETF o Fondos Cotizados en Bolsa), son Fondos de Inversión Mobiliaria que cotizan en continuo en mercados electrónicos de acciones. Normalmente la cartera de estos Fondos replica a un índice conocido y contratado en mercados de productos derivados, pero podría haber ETFs que no replicaran índices subyacentes.

Un ETF es un patrimonio de inversión colectiva indexado, gestionado por una entidad financiera y negociado en Bolsa, que permite a los inversores la posibilidad de comprar en una única transacción una cesta de acciones diversificada a través de sus participaciones. De esta forma, combina las ventajas de los Fondos de Inversión tradicionales (diversificación) con la de las acciones (alta liquidez, transparencia y fácil acceso), y además permite la realización de coberturas al combinarlo con los productos de los mercados de derivados.

■ FIGURAS DE LOS MERCADOS

ETF:

Participaciones: Son los títulos ETF de los que se compone el Fondo y que se negocian en el mercado secundario de ETFs.

Creation Unit: Son las unidades que se negocian en el mercado primario de ETF's. Están formadas por un número determinado de participaciones del ETF (establecido por el Gestor del Fondo) más una cantidad dineraria

que está formada por los dividendos repartidos, los intereses asociados a esos dividendos, las tarifas, etc. Es el mercado primario de creación y rescate de participaciones.

Promotor: es el creador del ETF y por lo general suele llevar a cabo acciones promocionales, a aquellos miembros del mercado que negocian títulos del ETF en el mercado secundario, asociadas al volumen de contratación en un periodo de tiempo determinado.

Gestor del Fondo: Normalmente asociado al Promotor, lleva a cabo la gestión, marketing y difusión de información del ETF. Es el único con la capacidad de crear las Creation Units.

Depositario: es la Entidad Financiera que se encarga de la custodia de los títulos. Además suele realizar funciones de auditoría respecto de la composición de la cartera del Fondo. Comprueba que el fondo replica al índice al que está asociado. Las funciones de estas tres figuras deben estar reflejadas en los estatutos del Fondo.

Entidad Autorizada: Son las Sociedades o Agencias de valores que pueden acu-

dir al mercado ETF primario para obtener Creation Units o rescatar las carteras de títulos.

Creador de Mercado: Sociedades o Agencias de Valores, que tienen la obligación de actuar en el mercado ETF secundario dando una horquilla de precios para un volumen mínimo de negociación. (Ambos son fijados por el Promotor y/o el gestor)

■ TIPOS DE MERCADO ETF Y FUNCIONAMIENTO.

Existen dos mercados para este tipo de títulos, el mercado primario en el que se crean o rescatan las Creation Units, donde participan los inversores institucionales; y un mercado secundario donde se negocian las participaciones del ETF, y en el que tienen cabida todo tipo de inversores.

Mercado Primario:

En este mercado solo actúan el Gestor del Fondo, las Entidades Autorizadas y el Depositario.

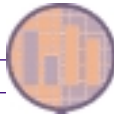
Las Entidades Autorizadas acuden a este mercado para:

- Obtener Creation Units: Intercambian con el Gestor una o varias carteras (formadas por los valores que componen el índice), con la composición del índice que replica el Fondo, por una o varias Creation Units. Esta operación lleva asociada una tarifa por la creación de las Creation Units,
- Rescate de la cartera: Intercambian con el Gestor una o varias Creation Units por una o varias carteras. Esta operación lleva asociada una tarifa de rescate.

En este mercado, el depositario es un intermediario que se ocupa de custodiar o entregar las carteras y Creation Units a la entidad que corresponda.

Mercado secundario:

En este mercado tienen cabida todas las figuras que habitualmente operan en los mercados bursátiles secundarios.



En él se negocian las participaciones ETF. Es un mercado con su propio libro de órdenes y en el que las transacciones se ejecutan de la misma manera que en un mercado secundario de renta variable. Las Entidades Autorizadas adquieren una enorme relevancia, ya que son las únicas que pueden actuar tanto en el mercado primario como en el mercado secundario, lo que supone que la liquidez del mercado secundario dependa en cierta medida de la actuación de éstas.

■ **¿CÓMO Y CUÁNDO SE PRODUCE EL ARBITRAJE?**

Son las Entidades Autorizadas las que desempeñan esta función en los siguientes casos :

- Si precio de la cesta de valores que replica el Fondo es mayor que el precio de las participaciones del mismo, comprarán en el mercado secundario las participaciones del ETF necesarias para componer una Creation Unit, y acudirán al mercado primario para cambiarla por una

cartera de valores con el Gestor.

- Si precio de la cesta de valores que replica el Fondo es menor que el precio de las participaciones del mismo, acudirán al mercado primario para cambiar una cartera de valores por una Creation Unit, y venderán en el mercado secundario las participaciones ETF que componen la misma.

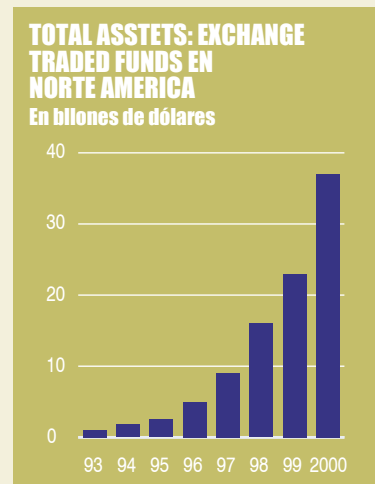
La existencia en el mercado primario de las tarifas de creación y rescate, y las comisiones del mercado secundario hacen que exista la posibilidad de diferencias entre el valor de las participaciones ETF y el valor del índice al que replican, pese a la posibilidad del arbitraje.

■ **CARACTERÍSTICAS DE LOS ETFS.**

- **Diversificación:** Cada participación ETF representa una cartera de acciones, que se negocian en un mercado, y que replica de forma eficiente a un índice.
- **Máxima Accesibilidad:** funcionan como una acción normal que cotiza en mercado, por lo que está al alcance de



Para el caso de los Fondos que se negocian en el AMEX, podemos ver la evolución que los activos gestionados en miles de millones de dólares han tenido hasta febrero del año 2000 en el siguiente gráfico:



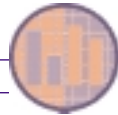
Los principales ETFs negociados en AMEX son los SPDR (Standard & Poors Depository Receipts), que replican el índice S&P 500 y los Diamonds que replican al Dow Jones Industrial Average. En los últimos dos años han tenido un gran éxito los ETFs llamados QQQ que replican al índice Nasdaq 100.

También están teniendo un crecimiento importante en AMEX los SPDRs sectoriales y los Webs (World Equity Benchmark Shares), basados en los índices MSCI de países, de Morgan Stanley Capital International de diversificación por países. ■

ETFs ejemplos

Los ETF's, como producto financiero, se han convertido en los últimos años, en una alternativa de inversión, tanto para los inversores institucionales como privados, debido a la fácil comprensión de los mismos, a su bajo coste, y a su correlación casi perfecta con los índices que replican, como así demuestran los elevados volúmenes de contratación que han obtenido. ■

NOMBRE DEL FONDO	INDICE DE REFERENCIA	AÑO LANZAMIENTO	MERCADO
SPDR (Standard&Poors Depository ReceiptsAverage)	S&P 500	1993	AMEX
MidCap SPDR	S&P 400 MidCAp	1994	AMEX
Select sector SPDR Funds (Existen 9)	Cada sector del S&P 500	1998	AMEX
Diamonds (Dow Jones Industrial)	DJIA	1998	AMEX
QQQ	Nasdaq 100	1999	AMEX
Webs (World Equity Benchmark Shares) (Existen 17)	MSCI (uno por cada MSCI de cada país)	1996	AMEX
HOLDRS, (existen 7)	20 valores representativos de un sector.	2000	AMEX
IFTSE100	FTSE 100	2000	ExtraMark(Londres)
IFTSETMT	FTSE TMT	2000	ExtraMark(Londres)
STOXX 50 LDRS (Listed Diversified Return Securities)	DJ STOXX 50	2000	XTF (Frankfurt), París y Zurich
EUROSTOXX 50 LDRS	DJ EUROSTOXX 50	2000	XTF (Frankfurt), París y Zurich



ETFs en Europa



En Europa la aparición de estos productos es reciente, de hecho, comienza este mismo año 2000 con el lanzamiento de los LDRS (Listed Diversified Return Securities), en los mercados de Frankfurt, París y Zurich. Los LDRS (fundados en abril del 2.000) son gestionados por Merrill Lynch. Por otra parte, en Londres cotizan dos ETFs con el nombre de Ishares: uno sobre el índice FTSE 100 y otro sobre un índice tecnológico TMT. (Fundados en abril y octubre del 2.000 respectivamente) Los siguientes cuadros y gráficos muestran la evolución que han tenido los LDRS en el mercado XRF de Frankfurt (todos los datos están expresados en euros):

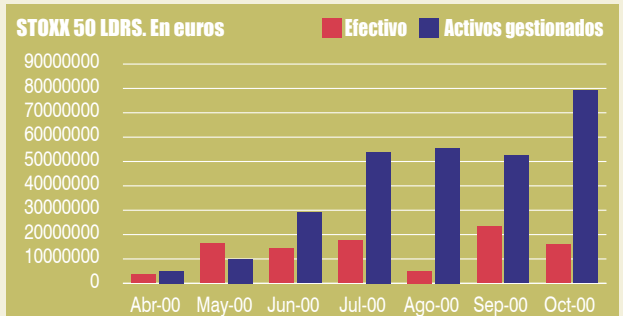
STOXX 50 LDRS (DATOS EN EUROS)

FECHA	EFFECTIVO	ACTIVOS GESTIONADOS	RATIO DE EFFECTIVO	SPREAD: NAV vs. EUROSTOXX 50
abr-00	3.625.643	5.096.914	71,134%	0,040%
May-00	16.306.120	9.905.186	164,622%	0,151%
jun-00	14.280.523	29.104.330	49,067%	0,304%
jul-00	17.607.620	53.846.891	32,699%	0,447%
ago-00	5.082.207	55.484.141	9,160%	0,490%
sep-00	23.330.283	52.511.385	44,429%	0,580%
oct-00	15.860.346	79.148.934	20,039%	0,117%

Donde:

- El Efectivo es la suma de los efectivos negociados durante el mes.
- Los Activos Gestionados: son los correspondientes al último día del mes.

- El Ratio de Efectivo es la proporción entre el Efectivo Negociado y los Activos Gestionados.
- El Spread es la diferencia (en porcentaje) entre el valor liquidativo neto del Fondo y el valor del índice de referencia.



EUROSTOXX 50 LDRS (DATOS EN EUROS)

FECHA	EFFECTIVO	ACTIVOS GESTIONADOS	RATIO DE EFFECTIVO	SPREAD: NAV vs. EUROSTOXX 50
Abr-00	183.963.756	371.549.949	49,513%	0,030%
May-00	93.478.157	365.587.381	25,569%	0,287%
Jun-00	98.964.409	362.461.957	27,303%	0,566%
Jul-00	93.790.811	361.110.089	25,973%	0,626%
Ago-00	93.437.169	364.695.741	25,621%	0,714%
Sep-00	172.512.765	344.132.594	50,130%	0,706%
Oct-00	467.160.948	354.020.827	131,959%	0,019%

↳ cualquier tipo de inversor. Pueden ser negociadas con la misma rapidez y facilidad que cualquier acción durante la sesión bursátil. Además, esto conlleva que con estos títulos se puedan realizar todo tipo de estrategias como asignación de activos, estrategias cuantitativas, arbitraje con los subyacentes, contratos a plazo o exposiciones de largo plazo.

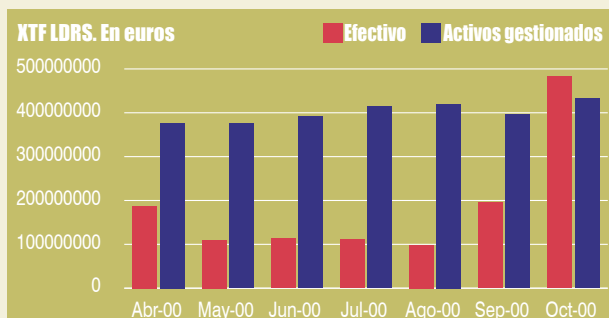
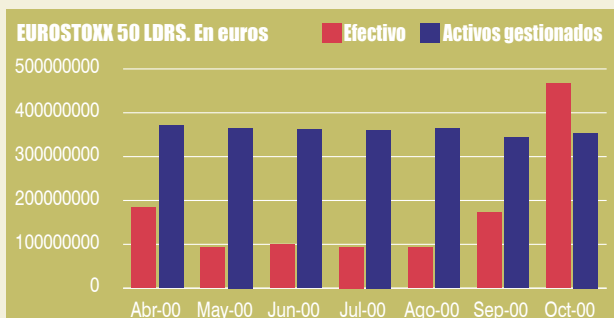
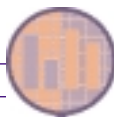
• **Bajos Costes de Transacción:** si se quisiera replicar un índice, se tendría que formar una cartera de valores que incluyera todos los componentes de dicho índice según su ponderación en el mismo, por ejemplo si esta actuación se aplicara a un índice compuesto por

35 valores, se tendrían que introducir 35 órdenes en el mercado lo que lleva consigo posibles riesgos como retrasos en la ejecución de las órdenes, cambios de precio e incluso, dependiendo del volumen de la inversión, compras a distintos precios. Sin embargo, adquiriendo títulos de ETF se consigue el objetivo de replicabilidad en una única transacción. Así mismo, hay que considerar, que en el primer caso, se debe realizar un seguimiento constante de los cambios y ajustes del índice para que la cartera replique de forma eficiente el índice, en cambio, a través de la opción de los ETF se pasa a una re-

plicabilidad pasiva, ya que la función de seguimiento y recomposición del índice se deja en manos del gestor del Fondo.

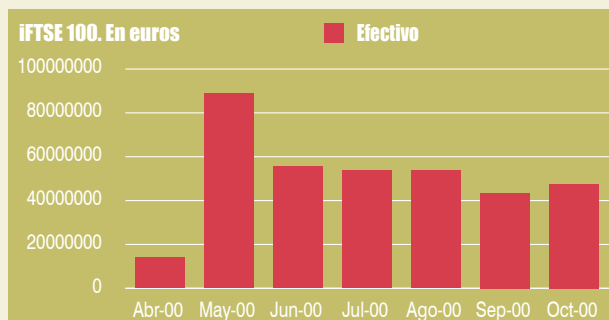
Pero el ahorro, no solo reside en los costes de transacción, sino que además hay que tener en cuenta que las comisiones que llevan implícitas estos fondos son inferiores a las de los fondos tradicionales.

• **Transparencia:** Como los ETF representan a un índice, en todo momento se conoce la composición del ETF, y como para ambos se puede disponer de información en tiempo real de sus cotizaciones, durante el horario de

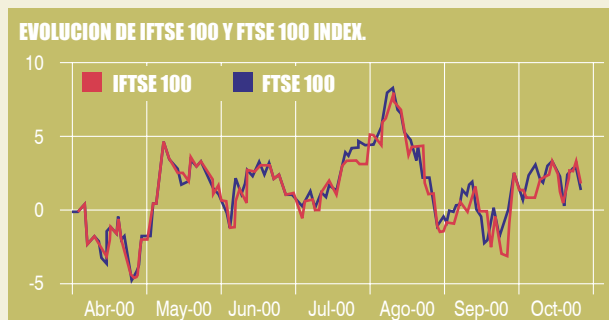


Para la totalidad de los LDRS en el mercado XTF:

XTF (DATOS EN EUROS)			
FECHA	EFFECTIVO	ACTIVOS GESTIONADOS	RATIO DE EFFECTIVO
abr-00	187.589.399	376.646.863	49,81%
may-00	109.784.277	375.492.568	29,24%
jun-00	113.244.932	391.566.287	28,92%
jul-00	111.398.431	414.956.980	26,85%
ago-00	98.519.376	420.179.882	23,45%
sep-00	195.843.048	396.643.978	49,38%
oct-00	483.021.294	433.169.761	111,51%



Por último podemos ver la evolución que ha tenido el iFTSE100 que negocia en el ExtraMark de Londres, y cómo han evolucionado los precios del iFTSE 100 y el índice FTSE 100: Como conclusión podemos decir que los ETFs son un producto nuevo en Europa que beneficiará a los mercados de acciones y derivados sobre renta variable, a los gestores de los índices, a las Sociedades y Agencias de Valores y al inversor final. ■



contratación, sus precios son fácilmente contrastables.

● **Estabilidad:** La característica anterior, sin duda, nos conduce a la posibilidad de llevar a cabo estrategias de arbitraje, que permite que la formación del precio de los ETF sea muy similar a la del índice, lo que hace que el mercado sea estable y poco manipulable. De esta manera se evita, en gran medida, el habitual descuento existente en los Fondos tradicionales entre su precio y el valor neto de sus activos. Por todo ello mediante la contratación de ETF's se pueden conseguir resultados equivalentes a la negociación de todos los

componentes del índice.

● **Reducción del riesgo:** Viene dado por una doble vertiente, la primera y más fácilmente reconocible es la diversificación, y la segunda se basa en la consecución de la réplica de un índice a través de un solo título.

● **Liquidez y Flexibilidad:** Las compras o ventas de los títulos de los ETF se formalizan en un mercado secundario organizado con un libro de órdenes propio, lo que permite tomar o abandonar posiciones en cualquier momento del horario de mercado. Si bien esta liquidez se encuentra supeditada a lo que ocurre en el mercado primario donde

las Entidades Autorizadas pueden formar o rescatar sus carteras, este problema puede quedar paliado mediante la existencia de los Creadores de Mercado. Generalmente para conseguir un mayor grado de liquidez se suele conceder a la gestora del ETF la exclusividad temporal para la explotación del nombre comercial del Fondo, y darle la condición de Creador de Mercado.

En cuanto al tratamiento de los dividendos, pueden ser repartidos o reinvertidos en el Fondo. ●

Calidad de Mercado.
Sociedad de Bolsas.