

Guía de los fondos cotizados o ETFs



85	2.4	-0.1120
58	1.9	-0.8701
97	3.7	1.1040
73	9.6	-0.2717
06	6.8	0.0513
14	1.3	-0.2799
	7.9	0.7660
		-1.228
		0.72



GUÍA DE LOS FONDOS COTIZADOS o ETFs

©2008, José Luis Mateu Gordon.

Queda rigurosamente prohibida, sin la autorización escrita de los titulares del «copyright», bajo las sanciones establecidas en las leyes, la reproducción parcial o total de esta obra por cualquier medio o procedimiento, comprendidos la reprografía y el tratamiento informático, y la distribución de ejemplares de ella mediante alquiler o préstamo públicos.

Índice

1. ¿Qué son las Instituciones de Inversión Colectiva?	4
2. ¿Qué son y qué modalidades existen de Fondos de Inversión?	5
3. ¿Qué ventajas tiene el ahorro a través de Fondos de Inversión?	8
4. ¿Qué son los Fondos de Inversión Cotizados o ETFs?	9
5. ¿Qué tipos de ETFs existen?	10
6. ¿Cuáles son las instituciones participantes en la operativa con los ETFs?	11
7. ¿Cuáles son las funciones de los especialistas de los ETFs?	13
8. ¿A qué inversores van dirigidos los ETFs?	14
9. ¿Qué ventajas proporciona la inversión en ETFs?	15
10. ¿Cuáles son los riesgos asociados a la inversión en ETFs?	17
11. ¿Cuales son los ETFs emitidos en España?	21
12. ¿Qué ETFs ofrece INVERSIS Banco?	26
13. ¿En qué mercado cotizan los ETFs en España?	26
14. ¿Cuáles son los límites de fluctuación en el mercado de los ETFs?	28
15. ¿En qué consiste el mercado de bloques y de operaciones especiales para ETFs?	31
16. ¿A través de qué intermediarios se puede operar con ETFs?	32
17. ¿Cómo se invierte en ETFs?	33
18. ¿Cómo cotizan los ETFs?	34
19. ¿Cuál es el valor liquidativo y el valor indicativo de los ETFs?	36
20. ¿Cómo se calcula la rentabilidad de los ETFs?	37
21. ¿Cuáles son las órdenes bursátiles disponibles para suscribir o reembolsar las participaciones de los ETFs?	38
22. ¿Cuáles son las comisiones aplicables a los ETFs?	40
23. ¿Qué hay que tener en cuenta en los ETFs sobre índices internacionales?	44
24. ¿Cuáles son las técnicas de análisis que pueden utilizarse con los ETFs?	44
25. ¿Qué aspectos hay que tener en cuenta en los ETFs sobre el índice IBEX-35?	49
26. ¿Cuál es la fiscalidad en el IRPF de los ETFs?	51
Bibliografía	55
Normativa	55
Páginas web	56

1. ¿Qué son las Instituciones de Inversión Colectiva?

Las **Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)** son aquellas que captan públicamente fondos, bienes o derechos para invertirlos y gestionarlos de forma conjunta en **activos financieros o no financieros**.

En función del destino de la inversión las Instituciones de Inversión Colectiva se pueden agrupar en dos categorías generales o modalidades principales que, a su vez, incluyen modalidades más específicas:

1. Las **Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero**.
2. Las **Instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero**.

Éstas modalidades, además, se concretan en dos categorías específicas:

- Los **Fondos de Inversión** (tratados en el apartado siguiente).
- Las **Sociedades de Inversión**: que son sociedades por acciones, con forma jurídica de sociedad anónima, constituidas por inversores privados cuyo objeto social es la inversión en activos financieros (acciones, obligaciones, etc.) o en activos no financieros (inmuebles u otros bienes). Estas sociedades tributan al 1 por ciento en el Impuesto sobre Sociedades. Las sociedades de Inversión pueden adoptar las siguientes modalidades:

CUADRO 1: LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN	
Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV)	Sociedades de Inversión Inmobiliarias (SII)
Son sociedades cuyo objeto es la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros. Las SICAV podrán o no solicitar la admisión de sus acciones a negociación en bolsa. El capital social mínimo desembolsado en estas sociedades debe ascender a 2,4 millones de euros y no podrá superar 10 veces el capital inicial. El número mínimo de accionistas será de 100.	Son sociedades cuyo objeto social es la adquisición de inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, no pudiendo explotar el negocio o servicios anexos a los inmuebles ni realizar actividades de promoción inmobiliaria por lo que no pueden adquirir terrenos, aunque sí pueden rehabilitar los inmuebles para su alquiler. Las sociedades de inversión inmobiliaria son sociedades anónimas de capital fijo con un capital social mínimo totalmente desembolsado desde su constitución de 9 millones de euros.

A 31 de diciembre de 2007 constan registradas en la CNMV 6.296 Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero, de las cuales 2.954 son fondos de inversión, 3.290 son Sociedades de Inversión, 21 son IIC de Inversión Libre y 31 son IIC de IIC de Inversión Libre. Además, existen 18 Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero, de las cuales 9 son Fondos de Inversión Inmobiliaria y 9 son Sociedades de Inversión Inmobiliaria. Los fondos de inversión cuentan con más de 8,3 millones de partícipes.

Adicionalmente, existen 440 IIC extranjeras comercializadas en España de las cuales 225 son fondos de inversión y 215 son sociedades de inversión.

2. ¿Qué son y qué modalidades existen de Fondos de Inversión?

Los fondos de inversión son patrimonios sin forma jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores particulares y otras Instituciones de Inversión Colectiva, denominados partícipes, que invierten en todo tipo de activos financieros (acciones, obligaciones, divisas, materias primas, etc.) o activos no financieros (inmuebles, obras de arte, etc.).

La **clasificación de los fondos de inversión** se puede realizar de muy diversas formas: en función del destino de sus inversiones; de su vocación nacional o internacional; según la modalidad de su gestión, según la forma de reparto de los beneficios, según su especialización, etc.; si bien, al objeto de una mejor comprensión o localización de los mismos, y atendiendo a la normativa española en la materia, se han elegido aquí dos clasificaciones principales:

- Atendiendo a la forma de distribución de los beneficios.
- Atendiendo a la naturaleza de los activos en los que se materializa la inversión del patrimonio de los fondos.

El **criterio que atiende a la forma de distribución de beneficios** es el más importante a tener en cuenta desde la perspectiva fiscal de estas inversiones; por ello se distingue entre los fondos de renta o reparto y los fondos de capitalización, acumulación o crecimiento:

- En los **fondos de capitalización, crecimiento o acumulación** la sociedad gestora reinvierte constantemente los rendimientos obtenidos, aumentando o disminuyendo el valor liquidativo de cada participación. Por ello, el inversor no percibe nada hasta que no procede a su reembolso total o parcial, recuperando su inversión inicial con las ganancias o pérdidas acumuladas hasta la fecha. Este es el sistema más utilizado en España para los fondos de inversión convencionales.
- En los **fondos de reparto o de renta** se reparten los beneficios obtenidos a sus partícipes en forma de dividendos. Por tanto, el partícipe podrá obtener una renta periódica y, además, en el momento que lo desee, podrá liquidar su inversión. Este sistema es aplicado generalmente por los Fondos Inversión Cotizados.

Por lo que respecta al **criterio de la naturaleza de la inversión**, es decir, según el tipo de activos en los que el fondo invierte su patrimonio, la normativa española establece dos criterios generales de clasificación, como se indicó anteriormente, es decir, los fondos de inversión de carácter financiero y los fondos de inversión de carácter no financiero. A partir de esta clasificación se han creado unas modalidades específicas y se han eliminando las previamente existentes y tan populares (FIM, FIAMM):

CUADRO 2: LOS TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN SEGÚN LA LEY 35/2003	
Fondos por Compartimentos	Son fondos formados por otros fondos, subfondos o compartimentos especializados que invierten en diferentes activos y mercados financieros, nacionales e internacionales. Cada compartimento deberá tener su denominación específica, sus participaciones y costes. Y no podrán existir compartimentos de carácter financiero en IIC no financieras, ni compartimentos con carácter de IIC de inversión libre en IIC que no tengan esta naturaleza. Comúnmente denominados, con anterioridad a la vigente regulación, fondos paraguas .
Fondos de Inversión Cotizados	Conocidos también por su denominación en inglés “ Exchanged Trade Funds ” (ETF), son fondos cuyas participaciones son negociadas en el mercado de valores como si se tratara de una acción.
Fondos de Inversión Libre	Conocidos comúnmente como fondos alternativos, de alto riesgo o “Hedge Funds” , son fondos de inversión que pueden invertir en toda clase de activos e instrumentos financieros, no tienen límites de inversión salvo los establecidos en su propio reglamento, de tal forma que pueden invertir en cualquier mercado, endeudarse hasta 5 veces su patrimonio y suelen utilizar de forma intensiva instrumentos derivados.
Fondos de Fondos	Son fondos que invierten en participaciones de otros fondos de inversión de todo el mundo, siendo el gestor el que decide a qué fondos, mercados, sectores y activos va dirigido el patrimonio del fondo. La Ley actual menciona a los fondos de fondos de inversión libre , e indica que deben invertir, al menos, el 60% de su patrimonio en IIC de Inversión Libre constituidas en España o en IIC extranjeras asimilables y que no podrán invertir más del 10 por ciento de su patrimonio en una única IIC de Inversión Libre. La Ley especifica también a las IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión , es decir, aquellas en las que, al menos, el 80 por ciento de su patrimonio se invierte en un único fondo, pudiendo el resto invertir en valores de renta fija negociados en mercados secundarios asimilables a los españoles.

Además de las categorías establecidas por la normativa española, las diversas características específicas y la especialización de los fondos de inversión de carácter financiero han llevado a la utilización de denominaciones más concretas con el fin de diferenciar los fondos según su política de inversión. Entre estas modalidades podemos destacar las siguientes:

- Los **fondos de Renta fija**, que invierten en activos financieros de deuda pública o deuda empresarial, es decir, en renta fija pública estatal, en renta fija pública no estatal y en renta fija privada.
- Los **fondos de Renta variable**, que invierten en acciones cotizadas en los mercados bursátiles.

- Los **fondos mixtos**, que invierten en mayor o menor proporción en una combinación de activos de renta variable y de renta fija.
- Los **fondos monetarios** o de renta fija a corto plazo que invierten principalmente en deuda pública a corto plazo y de elevada liquidez.
- Los **fondos sectoriales**, que invierten su patrimonio en determinados sectores, tales como el energético, las telecomunicaciones, la industria, el farmacéutico, las materias primas, la construcción, el tecnológico, de consumo, etc.
- Los **fondepósitos**, que invierten exclusivamente en depósitos bancarios.
- Los **fondos de bonos convertibles**, que invierten en bonos convertibles en acciones.
- Los **fondos «High Yield»**, fondos que invierten en activos de deuda de alta rentabilidad, en deuda pública de países emergentes o en bonos u obligaciones de empresas de mediana calificación o «rating» (aproximadamente con calificación, en sus diferentes variedades, en la zona B), generalmente empresas medianas pertenecientes a sectores con potencial de crecimiento.
- Los **fondos en empresas de baja capitalización o «small caps»**, que invierten en empresas de baja capitalización bursátil.
- Los **fondos en Materias Primas o «commodities»**, que invierten en materias primas y mercancías que se negocian en los mercados mundiales, tales como productos agrícolas, petrolíferos y metales.
- Los **fondos multigestión**, que son gestionados por diversos profesionales o entidades especializadas, o bien fondos que invierten, a partir de una selección previa, en fondos gestionados por diversas entidades con el objetivo de lograr una mayor eficiencia su gestión.
- Los **fondos perfilados** o fondos con un perfil del riesgo determinado, que se adaptan las características personales del inversor y a su mayor o menor aversión al riesgo, sea así de un perfil conservador, arriesgado, moderado, moderado-arriesgado, etc. Normalmente, estos fondos funcionan bajo la forma de fondos de fondos.
- Los **fondos de gestión alternativa**, cuyo rendimiento no se somete a las tendencias de los mercados financieros, es decir, se obtiene una rentabilidad con independencia de lo que suceda en los mercados. Normalmente son fondos que no proporcionan rentabilidades elevadas en las fases alcistas de los mercados pero en las tendencias bajistas no pierden o incluso proporcionan rentabilidad.
- Los **fondos éticos o socialmente responsables**, que invierten con criterios sociales y medioambientales, excluyendo a empresas que no cumplen ciertos requisitos.
- Los **fondos solidarios**, aunque muy afines a los fondos éticos anteriores, son los que destinan una parte de la rentabilidad obtenida o de la comisión cobrada a Organizaciones No Gubernamentales (ONGs) u otras instituciones de ayuda.
- Los **fondos de rentabilidad absoluta**, fondos que tienen un objetivo de rentabilidad determinado para un período de tiempo, por ejemplo, un 7% anual, independientemente de lo que hagan los mercados financieros.

- Los **Fondos de Inversión Garantizados** son fondos de inversión que garantizan todo o parte del capital invertido, así como una rentabilidad media mínima prefijada para un determinado período de tiempo. Su rentabilidad puede ir referida a la evolución de un índice de referencia (como por ejemplo, el IBEX-35) o a un conjunto de ellos (el IBEX-35, el CAC-40 de París, el FT-100 de Londres, etc.). Para que el partícipe pueda beneficiarse de estas garantías el inversor debe mantener, sin vender, sus participaciones durante un determinado plazo (habitualmente entre 3 y 5 años).

Por otra parte, entre los fondos que invierten su patrimonio en activos de carácter no financiero, cabe destacar los siguientes:

- Los **Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII)**: son patrimonios colectivos que invierten en bienes inmuebles para su explotación. Pueden ser viviendas, oficinas, locales comerciales y plazas de aparcamiento.
- Si bien pueden darse otras modalidades como los Fondos en arboles, fondos de inversión en obras de arte, en violines de gran valor, etc.

3. ¿Qué ventajas tiene el ahorro a través de Fondos de Inversión?

Esta forma de inversión presenta una serie de ventajas para el inversor particular con respecto a la inversión que podría realizar individualmente, como son las siguientes:

- **Gestión profesionalizada**: esta forma de inversión permite una gran comodidad al inversor, al encomendar la gestión de sus fondos a gestores profesionales de los mercados financieros que disponen de amplia información para tomar decisiones lo más eficientemente posible.
- **Seguridad**: la seguridad que otorgan estas instituciones se debe, en gran parte, a que están sometidas a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV); lo que se une a la propias prácticas de gestión prudente de las inversiones y a la política de inversiones que realizan (por disposición legal se limita la concentración de riesgos y se obliga a diversificar la inversión entre diferentes activos). Adicionalmente, desde el año 2001, existe un Fondo de Garantía de Inversores, que se nutre de las aportaciones realizadas por las entidades adheridas y funciona de forma similar al más conocido Fondo de Garantía de Depósitos de las entidades bancarias.
- **Rentabilidad**: Las Instituciones de Inversión Colectiva ofrecen la posibilidad de obtener rentabilidades muy atractivas a pesar de invertir pequeñas cantidades.
- **Liquidez**: La inversión a través de la mayoría de estas instituciones resulta sencilla tanto en la compra como en la venta de las participaciones o acciones.
- **Costes reducidos**: se producen menores costes operativos derivados de las comisiones de intermediación, lo que implica que estas instituciones de inversión colectiva acuden a los mercados en mejores condiciones que el inversor particular, es decir, pueden operar obteniendo economías de escala y de gestión.
- **Diversificación**: Las Instituciones de Inversión Colectiva permiten diversificar e invertir en numerosos activos y mercados desde pequeños importes, lo cual resultaría difícil de realizar directamente por parte de los inversores individuales, a la vez que reduce el riesgo de las inversiones por las estrategias de gestión de las carteras de valores.

- **Amplias alternativas de inversión:** Cualquiera que sea el perfil del inversor existe una Institución de Inversión Colectiva, fundamentalmente fondos de inversión, adecuada a sus necesidades, perfil de riesgo, o particularidades de inversión. Las Instituciones de Inversión Colectiva permiten invertir en cualquier tipo de activo financiero, ya sea de renta fija o de renta variable, de prácticamente cualquier país del mundo con unos costes reducidos y son gestionados por analistas y gestores profesionales, que en muchos casos son originarios del país o del mercado objetivo de la inversión.
- **Información:** Las entidades están obligadas a proporcionar a sus socios o partícipes información sobre la evolución de su patrimonio y de las inversiones realizadas.
- **Ventajas Fiscales:** Las Instituciones de inversión Colectiva tienen, desde el 1 de enero de 2003, un tratamiento fiscal ventajoso frente a otras modalidades de inversión, que consiste en la eliminación del denominado «peaje fiscal», por el que los partícipes o socios de las Instituciones de Inversión Colectiva que obtenían plusvalías por la venta de sus participaciones o acciones debían tributar. A partir de dicha fecha se eliminó este efecto fiscal en el caso de invertir las cantidades obtenidas de la transmisión o venta en otra Institución de Inversión Colectiva, es decir, no tributa el cambio Institución de Inversión Colectiva. Ahora bien, esto no se aplica a los Fondos Cotizados (véase apartado correspondiente a la fiscalidad en el IRPF de los ETFs).

4. ¿Qué son los Fondos de Inversión Cotizados o ETFs?

Conocidos por su denominación en inglés «**Exchange Traded Funds**» (ETF), son un tipo de fondos de inversión cuyas participaciones son negociadas en el mercado de valores como si se tratara de acciones y cuya política de inversión consiste en replicar la composición de un índice bursátil, sea de renta variable, de renta fija, de materias primas o de divisas.

Los fondos de inversión cotizados deben cumplir los siguientes **requisitos para su admisión a bolsa**:

- Obtener la autorización de la CNMV de acuerdo con el procedimiento establecido y cumplir las reglas establecidas para los mismos.
- No es necesario cumplir con el requisito mínimo de 100 partícipes que se exige a los Fondos de Inversión en el momento de su admisión a cotización.
- Que la política de inversión consista en la reproducción de un índice financiero con una composición suficientemente diversificada, de fácil reproducción, de referencia adecuada de un mercado o conjunto de valores y que tenga una adecuada difusión.
- Que los valores que formen parte de la cesta sean considerados activos aptos para la inversión, según los términos establecidos por la normativa de IIC. Es decir, los mercados donde coticen los activos que componen el índice deberán reunir unas características similares a las exigidas a los mercados financieros españoles.
- La sociedad gestora determinará la composición del fondo y la cantidad de efectivo susceptible de ser intercambiado por participaciones (paridad).

- Con el fin de adecuar el valor liquidativo del fondo estimado en diferentes momentos de la sesión con el valor de cotización, deberán existir entidades que asuman el compromiso de ofrecer posiciones compradoras y vendedoras con un diferencial máximo de precios.
- Deberá difundirse adecuadamente, a través de la bolsa donde coticen la composición del fondo y el valor liquidativo estimado en diferentes momentos de la sesión.
- Estos fondos no están sometidos a los coeficientes de liquidez del tres por ciento exigidos a los fondos no cotizados, ni al procedimiento de traspaso de participaciones de los fondos de inversión de carácter financiero.
- Con respecto a la información a los partícipes/accionistas, la sociedad gestora esta exenta de entregar gratuitamente el folleto simplificado y el último informe semestral. Si bien, previa solicitud, se deberá entregar el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados.

5. ¿Qué tipos de ETFs existen?

El inversor podrá elegir, a medida que este nuevo producto financiero se desarrolle en España, entre un gran número de tipologías de fondos cotizados. En este sentido pueden establecerse las siguientes modalidades más comunes de fondos cotizados:

- **ETFs sobre índices de renta variable:** se trata de ETFs que replican índices de cestas de acciones de las principales bolsas mundiales, tales como el IBEX-35, DAX 30, FTSE 100, CAC 40, Dow Jones Industrial Average, Hang Seng Index, Standard & Poors 500, etc. Los fondos cotizados pueden replicar, en un mismo país, diferentes índices representativos de ese país. Por ejemplo, en el caso español en el que pueden constituirse fondos cotizados sobre el Ibex-35 o bien sobre el Índice General de la Bolsa de Madrid. Igualmente diferentes emisores o creadores de fondos cotizados pueden referenciar sus carteras al mismo índice bursátil. De hecho en España será muy frecuente ETFs sobre el Índice Ibex-35, así como, en los numerosos mercados financieros existentes en el mundo pueden cotizar numerosos fondos cotizados sobre el índice Dow Jones Industrial Average. Además, los ETFs pueden replicar índices de renta variable que sean ponderados por capitalización, por rentabilidad por dividendos, por rentabilidad de los recursos propios, por beneficios, por ratios bursátiles (PER), etc.
- **ETFs sobre índices de renta fija:** son aquellos que replican índices de activos financieros de deuda, comúnmente denominados activos de renta fija, que representan cestas de obligaciones o bonos, en el ámbito público o privado.
- **ETFs monetarios:** son índices que representan a activos de deuda estatal a corto plazo con máxima calificación crediticia, así como a activos monetarios negociados en el mercado interbancario.
- **ETFs sobre índices nacionales:** hacen referencia a índices que representan a los mercados o bolsas nacionales, sean de renta fija o de renta variable tales como el IBEX-35, CAC 40, DOW JONES, BOVESPA, Merval, FTSE 100, MIBTEL, AEX Index, NIKKEI 225, etc.
- **ETFs sobre índices regionales:** se trata de índices de renta fija o variable que representan a empresas pertenecientes a determinadas regiones dentro de los países (BCN INDEXCAT) o incluso regiones dentro de continentes o grupos económicos (EUROSTOXX 50, Euronext 100, MSCI BRIC, S&P Latin America 40, S&P BRIC 40, MSCI Pacific Index, etc).

- **ETFs sobre Índices globales:** hacen referencia a índices mundiales de renta fija o de renta variable que integran valores de los diferentes países del mundo con mercados organizados, tales como el S&P Global 100, el MSCI World Index, AC World Index, etc).
- **ETFs sobre índices según capitalización:** son índices que no representan a los mercados bursátiles nacionales, continentales o globales, sino que representan a grupos de valores atendiendo a su capitalización bursátil, por ejemplo, empresas de alta, de mediana y de baja capitalización (para el caso español podemos hablar del IBEX-35, IBEX Medium Cap y el IBEX Small Caps, respectivamente; así como otros internacionales tales como S&P MidCap 400, S&P Japan SmallCap, etc).
- **ETFs sectoriales:** hacen referencia a fondos que replican índices de los diferentes grupos o sectores empresariales, tal como índices sobre *utilities* o empresas de servicios públicos, índices del sector bancario, telecomunicaciones, farmacéutico, biotecnológicas, construcción, alimentación, transporte, etc.; sean de ámbito nacional, regional o mundial (S&P Global Clean Energy Index, Dow Jones Utility Average, etc).
- **ETFs sobre índices que replican carteras formadas por empresas con diferentes estilos de gestión,** es decir, fondos que invierten en empresas de valor o de calidad y de poca volatilidad normalmente pertenecientes a sectores maduros; o fondos que invierten en empresas de crecimiento que hacen referencia a empresas con expectativas de crecimientos superiores a la media en el largo plazo (MSCI Global Value, MSCI Global Growth, etc.)
- **ETFs inversos:** son aquellos que permiten a los inversores operar en sentido contrario al mercado en general ya que estos ETFs permiten ganar dinero cuando los mercados bajan; sin embargo, producen minusvalías cuando los mercados suben. Una Sociedad de Valores española ofrece ETFs inversos cotizados en Paris, Xetra y Amex.
- **ETFs apalancados:** son aquellos ETFs que replican el índice bursátil en una determinada proporción o apalancamiento, de tal forma que las ganancias o pérdidas del índice se incrementan según éste grado de apalancamiento. Por ejemplo, en un ETF apalancado en un 200% las ganancias y las pérdidas del índice subyacente son duplicadas por el ETF. Se trata, por tanto, de ETFs en los que se asume un mayor riesgo.
- **ETFs apalancados inversos o ultrainversos:** que son ETFs inversos que además replican de forma apalancada el índice bursátil, por ejemplo, en un 200%, de tal forma que las ganancias o pérdidas del índice subyacente se duplican con el ETF. Por tanto, se trata de ETFs de mayor riesgo en comparación con los ETFs no apalancados. Una Sociedades de Valores ofrece ETFs ultrainversos cotizados en Paris, Xetra y Amex.

6. ¿Cuáles son las instituciones participantes en la operativa con los ETFs?

Los sujetos o agentes que intervienen en la operativa de esta modalidad de Institución de Inversión Colectiva son: el emisor y gestor, los partícipes, los especialistas y el depositario.

El **emisor y gestor** es el que constituye el fondo cotizado y se encarga de la promoción o difusión, emisión y reembolso de las participaciones, administración, gestión y representación de los fondos, así como del cálculo del valor liquidativo indicativo.

Los **partícipes** son los inversores, es decir las personas físicas o jurídicas, así como otras Instituciones de inversión Colectiva, que realizan aportaciones al fondo de inversión y lo hacen con la esperanza de obtener una rentabilidad en el futuro. Los partícipes adquieren esta condición mediante la adquisición o suscripción de **participaciones**, las cuales representan un porcentaje del patrimonio del fondo de inversión.

Los **especialistas** son entidades que tienen la obligación de proporcionar liquidez en el mercado a los Fondos Cotizados (véase epígrafe siguiente).

El **Depositorio** es la entidad encargada de la custodia de los valores o activos adquiridos por el fondo de inversión, así como de la vigilancia de la gestión de la Sociedad Gestora. Pueden ser depositarias las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito), la Confederación Española de Cajas de Ahorros y las Sociedades y Agencias de Valores.

Hay que tener en cuenta que los Fondos Cotizados se negocian en el mercado de valores, en un segmento del denominado Mercado Continuo, e institucionalmente, este mercado se organiza de la siguiente forma:

- La **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, que es el organismo público al que corresponde la vigilancia, supervisión e inspección de los mercados de valores, de las Fondos de Inversión, de las Sociedades gestoras, de los depositarios y de aquellos que realicen operaciones en las IIC o puedan verse afectados por las normas relativas a las IIC. Por tanto, la CNMV velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.
- El «holding» **Bolsas y Mercados Españoles (BME)**: es la sociedad que integra los mercados de renta variable, de renta fija y de derivados, así como los sistemas de negociación, compensación y liquidación en España.

Dentro de este grupo se integran los mercados relacionados con la cotización de los ETFs, concretamente, en la negociación de éstos participan las siguientes instituciones:

- Las **Sociedades Rectoras**: se encargan de la administración y gestión de cada una de las bolsas que existen en España (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao) y se trata de sociedades anónimas cuyos accionistas son, exclusivamente, las Sociedades de Valores, las Agencias de Valores y las entidades de crédito miembros de las mismas.
- La **Sociedad de Bolsas**: La Sociedad de Bolsas es una institución que actúa como organismo encargado de la gestión del funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o mercado continuo que es un mercado electrónico que conecta a las cuatro bolsas españolas. Es en un segmento de este mercado donde se negocian los Fondos Cotizados.
- La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación (**Iberclear**): El proceso de inversión finaliza con la entrega y recepción (apunte mediante anotación en cuenta) de los valores y del efectivo resultante.

7. ¿Cuáles son las funciones de los especialistas de los ETFs?

Los especialistas son entidades miembros del mercado que tienen la obligación de proporcionar liquidez a los fondos cotizados y, por tanto, son agentes imprescindibles para el desarrollo de este mercado. Cada fondo cotizado deberá contar con, al menos, un especialista y, en el caso de ETFs sobre el IBEX-35, al menos deberán actuar dos especialistas.

Los especialistas están limitados a realizar las siguientes actuaciones:

- Introducir posiciones de venta y de compra en el mercado con una horquilla máxima entre los mejores precios de compra y de venta; estas posiciones de compra y de venta estarán en línea con el valor liquidativo indicativo del fondo publicado a lo largo de la sesión bursátil.
- Adicionalmente deberán introducir estas posiciones por un volumen mínimo de títulos y un importe efectivo mínimo
- Deberán actuar rápidamente en estas obligaciones anteriores cuando la situación justifique su intervención.

CUADRO 3: CRITERIOS APLICABLES A LOS ESPECIALISTAS DE ETFs SOBRE EL IBEX-35 Y EL EURO STOXX 50

- Deberán introducir posiciones de venta y de compra en el mercado con una horquilla máxima entre los mejores precios de compra y de venta del 0,25% y siempre que la situación de los instrumentos de cobertura sobre el índice lo permitan. Este límite podrá ser superado en el caso en que la variación mínima de 0,01 euros implique un mayor porcentaje.
- Deberán introducir estas posiciones por un importe efectivo mínimo de 1.000.000 de euros (500.000 euros para los ETFs EURO STOXX 50).
- Deberán actuar rápidamente, en un plazo máximo de tres minutos, en estas obligaciones anteriores desde el inicio del mercado abierto y cuando la situación del mercado justifique su intervención.
- Deberán estar presentes en las subastas de cierre.

Fuente: Instrucciones operativas N. 53 y 54 de 2007 de la Sociedad de Bolsas, por la que se establecen el número mínimo y parámetros de presencia del especialista en el segmento de ETFs para los Fondos de inversión cotizados referenciados al índice IBEX-35 y el índice EURO STOXX 50.

CUADRO 4: CRITERIOS APLICABLES A LOS ESPECIALISTAS DEL ETF EURO CASH

- Deberán introducir posiciones de venta y de compra en el mercado con un diferencial máximo entre ellas del 0,06% siempre y cuando la situación de los productos de cobertura lo permitan.
- Cada una de las mencionadas posiciones de compra y venta de cada especialista tendrá un importe mínimo de 5.000.000 de euros.
- Deberán actuar rápidamente, en un plazo máximo de tres minutos, en estas obligaciones anteriores desde el inicio del mercado abierto y cuando la situación del mercado justifique su intervención.
- Deberán estar presentes siempre en las subastas de cierre.

Fuente: Instrucción operativa N. 40/2008 de la Sociedad de Bolsas, por la que se establecen los parámetros de presencia del especialista en el segmento de ETFs para el fondo de inversión cotizado LYXOR EURO CASH.

8. ¿A qué inversores van dirigidos los ETFs?

En principio, y con carácter general, la inversión en ETFs está dirigida a inversiones institucionales y particulares con un **perfil de inversión arriesgado**, es decir dirigida a inversores capaces de asumir los riesgos derivados de las fluctuaciones de las cotizaciones en los mercados secundarios, sean de renta fija o de renta variable (los ETFs monetarios están sometidos a un riesgo muy reducido y, por tanto, aptos para inversores conservadores). Sin embargo, en este sentido se puede indicar, que al tratarse de fondos que replican índices o cestas de valores el riesgo asumido es inferior a la adquisición individualizada de acciones u otros activos dado que se trata de un producto que representa una cartera de valores diversificada.

Por otro lado, estos productos van dirigidos a inversores que han decidido adoptar una **gestión pasiva** en las inversiones en los mercados financieros, es decir, ésta modalidad de gestión tiene el objetivo de «replicar» la composición y ponderación de los valores de un índice bursátil de renta fija o variable; es decir, se adquieren los valores que componen un índice de mercado en las mismas proporciones en las que éstos participan en el índice. Lógicamente, las variaciones en la composición de la cartera del fondo dependerán de las variaciones en la composición de valores del índice. Ésta es una de las principales funciones de los fondos cotizados, replicar índices bursátiles, de tal forma que el fondo de inversión cotizado proporcionará la misma rentabilidad del mercado objeto de referencia.

La filosofía que subyace en estos fondos es la hipótesis de que el mercado es eficiente, y que según esto ningún inversor/gestor es capaz de superar o batir la rentabilidad obtenida por el mercado; por tanto, no es necesaria realizar una determinada gestión activa de la cartera de valores, sino que simplemente basta con representar al mercado por medio de un índice¹.

Si bien, teniendo en cuenta todo ello, la existencia de los ETFs permite adicionalmente a los inversores adoptar también una **gestión activa** con los fondos de inversión cotizados. Esta forma de gestión consiste en invertir activamente en los diferentes activos que se negocian en los mercados, sin la finalidad de replicar índices bursátiles. Por tanto, aplicada a los Fondos Cotizados consiste en seleccionar éstos en función de diferentes criterios de análisis, es decir, atendiendo a las expectativas de los mercados financieros, de los sectores o de cestas de valores o de empresas, de la coyuntura económica, etc. con la esperanza de maximizar la rentabilidad. Los métodos comúnmente utilizados en la gestión activa son básicamente, el análisis fundamental y el análisis gráfico y técnico.

Por tanto, dado que los ETFs cotizan en el mercado como si se tratara de una acción podemos adoptar una gestión activa con un ETFs comprando y vendiendo intradiariamente, semanalmente, según ciclos bursátiles, etc. Igualmente, se puede formar una cartera de ETFs en los que ponderen determinadas regiones o con mayor o menor exposición a sectores, o rotando la cartera según la evolución del ciclo económico, o bien formando carteras de ETFs con diversificación geográfica, etc. De esta forma estaremos realizando una gestión cuyo objetivo sea maximizar la rentabilidad de la cartera o cesta de ETFs, como si se tratara de la formación de una cartera de acciones.

En conclusión, aunque el objetivo inicial de los fondos de inversión de gestión pasiva, índice, referenciados o indexados era replicar el mercado de valores, dada la evidencia empírica de batirlo en rentabilidad a largo plazo; la existencia de los ETFs permite mantener este objetivo, a la vez

¹ De hecho, recientemente, en febrero de 2008, los autores Pablo Fernández y Vicente J. Bermejo han realizado un estudio sobre la Rentabilidad de los Fondos de Inversión en España. 1991-2007 en el que concluyen que sólo el 0,3% de ellos (30 de 935 fondos) bate su índice de referencia a 10 años.

que permite, dado que cotizan en el mercado como si fueran acciones, realizar una gestión activa eligiendo en cada momento el ETF o los ETFs que se pretendan con una visión inversora a largo, medio o corto plazo.

9. ¿Qué ventajas proporciona la inversión en ETFs?

La inversión en Fondos Cotizados presenta indudables ventajas en comparación con los fondos de inversión convencionales y éstas son:

- **Sencillez operativa:** Permite a los inversores particulares adquirir una cesta de valores que replica un mercado a través de la sencilla adquisición de una participación cotizada asimilable a una acción. Sin esta posibilidad, el inversor se vería obligado, para aplicar esta gestión pasiva, a comprar el conjunto de valores pertenecientes al índice con las dificultades y los costes que ello le supondría (o bien, comprar participaciones de un fondo indexado que cumpla este objetivo pero sin gozar de la flexibilidad operativa de los ETFs, al no cotizar en el mercado de valores).
- **Máxima Rentabilidad:** Permite a los inversores obtener rentabilidades equivalentes a las de un mercado sin dedicar el tiempo y el esfuerzo necesario para realizar una gestión activa que implica la continua compra y venta de valores.
- **Diversificación:** La adquisición de fondos cotizados implica directamente la compra de una cartera de valores altamente diversificada (con una adecuada combinación rendimiento-riesgo) y, por tanto, no resulta necesario comprar el conjunto de valores que forman parte del índice de referencia.
- **Mínimo riesgo:** como consecuencia de la diversificación se logra minimizar el riesgo, al menos en una gestión pasiva por parte del inversor.
- **Costes reducidos:** La adquisición de fondos cotizados se realiza al mismo coste que la compra o venta de acciones, no aplicándoseles las comisiones de suscripción y de reembolso habituales en los fondos de inversión no cotizados. Por tanto, por lo general, tienen menores costes que los fondos de inversión no cotizados. Adicionalmente, téngase en cuenta que reproducir un índice bursátil por parte de un inversor particular le llevaría consigo comprar el conjunto de valores de índice y soportar elevadas comisiones. Por ejemplo, para replicar el índice IBEX-35 el inversor debería comprar los 35 valores que lo componen en las mismas ponderaciones, mientras que la compra de un ETF implica una operación de compra pero que se invierte en una cesta de valores.
- **Liquidez:** La adquisición y venta de fondos cotizados tiene una liquidez inmediata, es decir, pueden ser adquiridos o vendidos en cualquier momento durante la fase del mercado abierto del mercado continuo. Esto no es posible en los fondos de inversión no cotizados (incluidos los fondos de inversión índice, referenciados o de gestión activa). Esta circunstancia se debe también gracias a la actuación de los especialistas que son los encargados de fomentar la liquidez de los ETFs.
- **Valoración en tiempo real:** El fondo cotizado tiene un precio o cotización en todo momento a lo largo de la sesión bursátil, al contrario que en el resto de los fondos de inversión cuyas participaciones son suscritas o reembolsadas al valor liquidativo diario que se obtiene al final de la sesión bursátil.

- **Transparencia:** En todo momento, durante la sesión bursátil, se conoce la composición de la cartera de valores del ETF, así como el precio de cotización (o valor liquidativo del mismo) al cual se puede comprar o vender en cada momento de la sesión, aspecto que no ocurre en los fondos de inversión convencionales. Además, la obligación de la gestora de difundir un valor liquidativo indicativo, interpretado como un valor teórico de las participaciones del fondo, permite a los inversores comparar ambos precios de tal forma que se garantice la transparencia y eficiencia del producto financiero. Si bien, se pueden producir diferencias entre el precio de cotización y el valor liquidativo indicativo por las siguientes causas:
 - Como finalmente los especialistas son los que proporcionan los precios de compra o de venta en el mercado continuo pueden existir diferencias entre ambos pero, en todo caso, su actuación debe conducir a que estas horquillas o diferencias entre precios sean mínimas.
 - Se pueden producir desajustes también en los ETFs sobre índices de acciones, debido al reparto de dividendos por parte de las empresas que forman parte del índice; si bien, este desajuste se corregirá una vez el ETF reparta los dividendos a los inversores.
- **Expectativas de crecimiento:** El futuro de este nuevo producto financiero se augura espectacular dado el amplio número de índices objeto de réplica. Ello, además, va a provocar la creación de nuevos índices bursátiles de todas las modalidades posibles que puedan ser replicados, bien de renta variable —representativos de los diferentes mercados mundiales, sectoriales, según capitalización de las compañías—, de renta fija, sobre materias primas, etc.; permitiendo acceder a los inversores a mercados ajenos y desconocidos sin la necesidad de seleccionar una cartera de valores específica.
- **Gestión pasiva:** permite a los inversores que consideran que los mercados son eficientes (según esta posición resulta prácticamente imposible de batir al mercado en el largo plazo) adoptar una postura pasiva en la inversión y obtener la rentabilidad del mercado, representado por el índice bursátil.
- **Inversión global:** permite a los inversores invertir en cualquier mercado del mundo sin tener conocimientos sobre las empresas que cotizan en estos mercados y con la dificultad que entraña su elección individual. Con ETFs simplemente es suficiente con adquirir un Fondo Cotizado que replique ese mercado.
- **Gestión activa:** La inversión en fondos cotizados permite, además, la realización de operaciones de «trading» o de especulación a corto plazo, a medio y a largo plazo como si se tratara de acciones. Incluso operar de esta forma activa, permite la aplicación de las herramientas fundamentales del análisis en los mercados financieros tales como el análisis fundamental, el análisis gráfico y técnico, el análisis del riesgo y el análisis de ratios o multiplicadores bursátiles. Incluso permite la formación de carteras de ETFs, sobreponderando o infraponderando los diferentes mercados o sectores en función de su sobrevaloración o infravaloración. Permite, por tanto, una asignación de activos o «asset allocation» disponiendo de una cartera de ETFs, en la cual se invierte en diversos países o sectores, con mayor o menor riesgo.
- **Dividendos:** a diferencia de la mayoría de los fondos de inversión de carácter financiero tradicionales, en los que los rendimientos de los títulos que forman parte de la cartera se reinvierten, los ETFs de renta variable pueden repartir dividendos, atendiendo al criterio del gestor del ETF.
- **Estrategias sofisticadas:** Adicionalmente a la adopción de una estrategia activa o pasiva en la inversión, estos fondos permitirán una amplia gama de estrategias de especulación e incluso

de cobertura con el lanzamiento de instrumentos financieros derivados (opciones y futuros) sobre ETFs.

10. ¿Cuáles son los riesgos asociados a la inversión en ETFs?

Los riesgos de la inversión en ETFs son los mismos que surgen de la inversión en los mercados secundarios de acciones, bonos, materias primas o divisas. Por tanto, estos productos de inversión son dirigidos a inversores arriesgados, que están dispuestos a asumir los riesgos habituales en la evolución de estos mercados; si bien, hay que tener en cuenta que al tratarse de una cartera diversificada se reduce significativamente el riesgo de la inversión. Además, hay que tener en cuenta que si se aplica una gestión activa con ETFs, es decir, formar una cartera de ETFs podemos plantear un proceso asimilable y, en general, de menor riesgo, al tratarse de una cesta de cestas de valores o ETFs de índices de renta variable de diversos países, sectores, etc.

1.- Riesgos asociados a los ETFs sobre renta variable:

Por todos es conocido que la inversión en acciones o en renta variable implica unos riesgos derivados de las empresas que emiten tales activos debido a que los rendimientos de las acciones, que se concretan principalmente en dividendos, derechos de suscripción, o en ganancias de capital (plusvalías o, en su caso, minusvalías), no son fijos ni conocidos de antemano, sino que dependen tanto de la situación económica general como de la situación particular de cada empresa que las emite. En consecuencia, las acciones, ante la incertidumbre sobre estos rendimientos futuros, varían constantemente por la confluencia de la oferta y la demanda y sus expectativas sobre el futuro.

GRÁFICO 1: EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE RENTA VARIABLE



Fuente: Metastock.

Teniendo en cuenta que en el caso de inversión en ETFs sobre índices de acciones o de renta variable, el riesgo de la cartera del ETF está sometida al riesgo de los títulos individualmente considerados y al riesgo de mercado, es decir:

- 1.- *El riesgo propio o específico del título*: es decir, el que depende de las características específicas de la empresa emisora del título y la gestión de la misma, es decir, depende de aspectos como son la naturaleza de su actividad productiva, sus planes de inversión y crecimiento, su solvencia, dimensión, endeudamiento, etc. Este tipo de riesgo propio es posible reducirlo, e incluso eliminarlo (al menos potencialmente) mediante una diversificación adecuada (función realizada por los fondos de inversión que replican índices bursátiles).
- 2.- *El riesgo de mercado o sistemático*: que no depende de las características individuales del título, sino de factores muy diversos que influyen en los precios del mercado de valores en su conjunto, como puede ser los datos económicos, los acontecimientos geopolíticos, etc. Este tipo de riesgo no es diversificable porque nunca se puede eliminar completamente mediante diversificación a través de un fondo de inversión. En todo caso, la diversificación sectorial o geográfica puede ayudar (aunque no necesariamente) a mitigar los efectos de este riesgo.

Por tanto, si los inversores invierten en índices bursátiles que son supuestamente carteras suficientemente diversificadas, el Riesgo Propio de los títulos de la cartera queda reducido sustancialmente o incluso eliminado, es decir, los acontecimientos negativos o las malas noticias de unas empresas son compensados con las buenas de otras empresas; si bien un acontecimiento político relevante inesperado, un atentado terrorista de gran magnitud o una crisis en el mercado inmobiliario o en el mercado de divisas, va a afectar al mercado en su conjunto por lo que se trata de riesgos de mercado que no pueden diversificarse y, en consecuencia, no podrán reducirse ni eliminarse.

2.- Riesgos asociados a los ETFs sobre índices de renta fija:

Los activos de renta fija no están exentos de riesgo. El riesgo de los índices de renta fija y por tanto de los activos de renta fija se concretan en los siguientes:

■ Riesgo de variación de los tipos de interés:

- Si los tipos de interés suben: las nuevas emisiones de renta fija en el mercado primario deberán aumentar sus tipos de emisión para ser atractivo a los inversores y la renta fija ya emitida y cotizada en mercados secundarios bajará.
- Si los tipos de interés bajan: las nuevas emisiones saldrán con menores tipos y las ya emitidas y cotizadas en los mercados secundarios subirán.
- Además, los cambios de valor no son proporcionales, el efecto de una caída de tipos no es igual que el de una subida. Este hecho se explica por la llamada convexidad de la curva de precios en relación con los tipos de mercado.

- **Riesgo del emisor**: Este riesgo hace referencia a que los emisores de los títulos de deuda no puedan hacer frente a sus pagos o que dichos pagos sufran retraso. Se califica como riesgo de insolvencia, que trata de medir el llamado riesgo de crédito («credit risk»). Es decir, no ofrece la misma solvencia un Estado de un país emergente o subdesarrollado que la deuda de países desarrollados como España cuyos activos emitidos por el Tesoro gozan de la máxima calificación crediticia. Igualmente tampoco tienen el mismo riesgo los bonos emitidos por empresas multinacionales de cierta solvencia que los emitidos por empresas de menor dimensión o capitalización. Las agencias de «rating» independientes que se ocupan de calificar las emisiones son principalmente Moody's, Standard & Poor's, y Fitch.

- **Riesgo de liquidez:** Este riesgo hace referencia a la mayor o menor posibilidad de invertir o cerrar posiciones en el mercado sin sufrir pérdidas. Es decir, no es lo mismo la liquidez de que gozan los activos de deuda del tesoro (de la máxima liquidez en los mercados secundarios) que la liquidez de las empresas privadas en sus correspondientes mercados secundarios.
- **Riesgo de cambio o de divisa,** este riesgo surgen en las inversiones en renta fija denominada en una divisa diferente al euro.

3.- Riesgos asociados a los ETFs sobre índices monetarios:

Los riesgos de los activos negociados en los mercados son los mismos que en el mercado de renta fija, si bien en el caso de los activos a corto plazo emitidos por el Estado con alta calificación crediticia este riesgo es muy reducido. También existe el riesgo de tipos de interés si bien es mínimo dado que se invierte en activos a muy corto plazo. Igualmente el riesgo de liquidez es mínimo puesto que se invierte en activos de muy elevada liquidez.

CUADRO 5: PERFIL DEL INVERSOR Y VOCACIÓN DE INVERSIÓN DE LOS ETFs

Emisor	Emisión	Perfil de riesgo	Vocación del fondo
BBVA	<u>Acción IBEX 35 ETF</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Acción IBEX Top Dividendo ETF</u>	Agresivo	Renta Variable España
	<u>Acción DJ Eurostoxx 50 ETF</u>	Agresivo	Renta variable Euro
	<u>Acción FTSE Latibex Top ETF</u>	Agresivo	Renta variable Internacional Emergentes
	<u>Acción FTSE Latibex Brasil ETF</u>	Agresivo	Renta variable Internacional Emergentes
	<u>AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF</u>	Moderado	Renta fija a largo plazo
	<u>AFI Monetario Euro ETF</u>	Conservador	Renta fija a corto plazo


	<u>Lyxor ETF China Enterprise</u>	Agresivo	Renta variable Internacional China
	<u>Lyxor ETF DJ Industrial Average</u>	Agresivo	Renta variable EE.UU.
	<u>Lyxor ETF DJ Eurostoxx 50</u>	Agresivo	Renta Variable Unión Europea
	<u>Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30</u>	Agresivo	Renta Variable Unión Europea
	<u>Lyxor ETF Eastern Europe</u>	Agresivo	Renta variable Internacional Emergentes
	<u>Lyxor ETF IBEX 35</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Lyxor ETF Japan (TOPIX)</u>	Agresivo	Renta variable Japón
	<u>Lyxor ETF Leveraged DJ Euro Stoxx 50</u>	Agresivo	Renta variable Unión Europea
	<u>Lyxor ETF MSCI Emerging Markets</u>	Agresivo	Renta variable Internacional Emergentes
	<u>Lyxor ETF MSCI EM Latin America</u>	Agresivo	Renta variable Iberoamérica
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Lyxor ETF MSCI India</u>	Agresivo	Renta variable India
	<u>Lyxor ETF MSCI Russia</u>	Agresivo	Renta Variable Rusia
	<u>Lyxor ETF NASDAQ 100</u>	Agresivo	Renta variable EE.UU.
	<u>Lyxor ETF New Energy</u>	Agresivo	Renta variable internacional sector energía


	<u>Flame ETF IBEX 35</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Flame ETF IBEX Mid Caps</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Flame ETF IBEX Small Caps</u>	Agresivo	Renta variable España
	<u>Flame ETF Monetario</u>	Conservador	Monetario

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de emisión, fichas y dípticos elaborados por BBVA, LYXOR y SANTANDER, en <http://www.bolsasymercados.es>, (<http://www.sbolsas.es>) y <http://www.lyxoretf.es>


11. ¿Cuales son los ETFs emitidos en España?

Los Fondos de Inversión Cotizados emitidos en España, hasta el 6 de mayo de 2008, son recogidos en la tabla siguiente:

CUADRO 6: ESPECIALISTAS, HORQUILLAS MAXIMAS Y EFECTIVOS EN LOS ETFs				
Emisor	Emisión	Especialista	Horquilla Máxima	Efectivo C/V
	<u>Acción IBEX 35 ETF</u>	BBVA Intermoney Merrill Lynch Renta 4	0,25%	1.000.000 €
	<u>Acción IBEX Top Dividendo ETF</u>	BBVA	0,4%	250.000 €
	<u>Acción DJ Eurostoxx 50 ETF</u>	BBVA Intermoney Merrill Lynch	0,5%	500.000 €
	<u>Acción FTSE Latibex Top ETF</u>	BBVA	1%	100.000 €
	<u>Acción FTSE Latibex Brasil ETF</u>	BBVA	1%	100.000 €
	<u>AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF</u>	BBVA	0,1%	10.000.000 €
	<u>AFI Monetario Euro ETF</u>	BBVA	0,05%	10.000.000 €



<u>Lyxor ETF China Enterprise</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF DJ Industrial Average</u>	Société Générale	1%	1.500.000 €
<u>Lyxor ETF DJ Eurostoxx 50</u>	Société Générale	0,5%	500.000 €
<u>Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF Eastern Europe</u>	Société Générale	2%	400.000 €
<u>Lyxor ETF IBEX 35</u>	Société Générale	0,25%	1.000.000 €
<u>Lyxor ETF Japan (TOPIX)</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF Leveraged DJ Euro Stoxx 50</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF MSCI Emerging Markets</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF MSCI EM Latin America</u>	Société Générale	2%	200.000 €
<u>Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap</u>	Société Générale	1,2%	700.000 €
<u>Lyxor ETF MSCI India</u>	Société Générale	4,4%	120.000 €
<u>Lyxor ETF MSCI Russia</u>	Société Générale	4%	200.000 €
<u>Lyxor ETF NASDAQ 100</u>	Société Générale	1%	500.000 €
<u>Lyxor ETF New Energy</u>	Société Générale	4%	150.000 €
Lyxor ETF Euro Cash	Société Générale	0,06%	5.000.000 €
Lyxor ETF Brazil (Ibovespa)	Société Générale	3%	200.000 €
Lyxor ETF DJ STOXX 600 Banks	Société Générale	2%	200.000 €
Lyxor ETF MSCI EMU Value	Société Générale	2%	200.000 €
Lyxor ETF MSCI EMU Growth	Société Générale	2%	200.000 €
Lyxor ETF World	Société	4%	200.000 €

	<u>Flame ETF IBEX 35</u>	Merrill Lynch Santander Investment	0,25%	1.000.000 €
	<u>Flame ETF IBEX Mid Caps</u>	Santander Investment	0,8%	500.000 €
	<u>Flame ETF IBEX Small Caps</u>	Santander Investment	1%	500.000 €
	<u>Flame ETF Monetario</u>	Santander Investment	0,1%	1.000.000 €

Fuente: <http://www.bolsasymercados.es>

Estos ETFs emitidos en España replican a los siguientes índices bursátiles:

CUADRO 7: CARACTERÍSTICAS DE LOS ÍNDICES DE REFERENCIA DE LOS ETFs	
ÍNDICE DE REFERENCIA	CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES
IBEX-35	Es el principal índice del mercado continuo español y es representativo de la evolución del mercado de renta variable en España. Es un índice ponderado por capitalización que incluye a las 35 sociedades con mayor capitalización (precio por número de acciones) y liquidez del mercado continuo o cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Además es un índice en el que las empresas ponderan en función del capital flotante o "free float" (resultado de reducir del capital total el capital cautivo, entendiéndose por este las participaciones directas iguales o superiores al 5% de capital y las participaciones de los miembros del Consejo de Administración de la sociedad en cuestión).
IBEX TOP Dividendo	Es un índice formado por 25 valores del segmento de Contratación General y pertenecientes al IBEX-35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap tengan mayor rentabilidad por dividendos durante el período de control, teniendo en cuenta que este índice se revisa anualmente. La ponderación máxima permitida a un valor en el índice es del 10%.
EURO STOXX 50	Es índice compuesto por las 50 compañías de mayor capitalización bursátil y de los principales sectores cotizadas en las bolsas de los 12 países de la zona Euro.
FTSE Latibex Top	Índice que integra a los 15 valores de mayor capitalización y liquidez del Mercado Latinoamericano en Euros (Latibex).
FTSE Latibex Brasil	Índice que integra a los valores más líquidos del Latibex pertenecientes a empresas brasileñas.
AFI BONOS MEDIO PLAZO	Es un índice de renta fija que representa el comportamiento de las emisiones vivas de bonos a tipo fijo y amortización a vencimiento, con un vencimiento residual entre 2 y 4 años realizados por gobiernos de los Estados miembros de la Eurozona.
AFI MONETARIO	Índice de renta fija que representa el comportamiento de las emisiones vivas de Letras del tesoro con vencimiento residual inferior o igual a 12 meses realizadas por gobiernos de los Estados miembros de la UME.

CUADRO 7: CARACTERÍSTICAS DE LOS ÍNDICES DE REFERENCIA DE LOS ETFs (cont.)

HANG SENG CHINA ENTERPRISES	Índice compuesto por la principales empresas de la República Popular China cotizadas en la Bolsa de Hong Kong, mercado de valores chino en dólares de Hong Kong.
DOW JONES IA	Índice compuesto por las 30 empresas estadounidenses tradicionalmente industriales de mayor capitalización de la Bolsa de Nueva York.
DJ STOXX SELECT DIVIDEND 30	Índice compuesto por 30 valores que ofrecen el ratio dividendo neto mas elevado de sus respectivos países, y son seleccionados entre aquellas compañías que han tenido un crecimiento no negativo de su dividendo por acción en los últimos 5 años.
EASTERN EUROPE (CECE EUR)	Índice compuesto por empresas cotizadas en países de Europa del este. Actualmente integra compañías que forman parte de los índices de Hungría (Hungarian Traded Index) de la República Checa (Czech Traded Index) y de Polonia (Polish Traded index).
TOPIX	Índice ponderado por capitalización compuesto por 30 empresas que cotizan en la Primera Sección de la Bolsa de Tokio.
MSCI EMERGING MARKETS	Índice compuesto por compañías cotizadas de 25 mercados emergentes tales como: Corea del sur, Brasil, Hong Kong, Taiwan, Marruecos, India, Rusia, Sudáfrica, México, Malasia, Israel, Indonesia, Polonia, Tailandia, etc.
IBEX Medium Cap	Es un índice de 20 empresas de mediana capitalización cotizadas en el mercado continuo.
IBEX Small Cap	Es un índice de 30 empresas de pequeña capitalización cotizadas en el mercado continuo.
NASDAQ 100	Índice bursátil que incluye las 100 empresas de mayor importancia del Nasdaq Stock Market de los Estados Unidos, mercado electrónico con más de 7.000 empresas cotizadas, de pequeña y mediana capitalización de los sectores de la alta tecnología en informática, electrónica, biotecnología, etc.
MSCI INDIA	Índice compuesto por un conjunto de empresas cotizadas en el mercado de valores indú.
NEW ENERGY (WORLD ALTERNATIVE ENERGY INDEX CW)	Índice compuesto por 30 compañías de todo el mundo pertenecientes al sector energético, seleccionados por Sustainable Asset Management).
MONETARIO (ML SPANISH GOVERNMENT BILL INDEX)	Índice compuesto por un conjunto de Letras del Tesoro Español, con vencimiento entre 1 mes y 1 año, con un volumen mínimo de 1.000 millones de euros y con máxima calificación crediticia, asimilable a la del reino de España, actualmente AAA.
MSCI EM LATIN AMERICA	Índice de mercados emergentes (EM) en Iberoamérica y que consiste en seguir los índices de seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
MSCI EMU SMALL CAP	Índice compuesto por las empresas de mayor liquidez de la zona Euro que tengan una capitalización entre los 200 y 1.500 millones de dólares.

CUADRO 7: CARACTERÍSTICAS DE LOS ÍNDICES DE REFERENCIA DE LOS ETFs (cont.)

RUSSIA (DJ RUSINDEX TITANS 10)	El índice esta compuesto por las 10 empresas de mayor liquidez y capitalización de la Bolsa de Moscú.
Euro cash (EUROMTS EONIA Investable)	El índice EUROMTS EONIA Investable se calcula a partir del indicador de referencia EONIA (European Overnight Index Average) que es el tipo de referencia diario de los depósitos interbancarios sin estar pignorados por títulos efectuados al día en la zona euro. El EONIA es calculado por el Banco Central Europeo y difundido por la Federación Bancaria Europea, el tipo EONIA es la media ponderada por los importes, de los tipos efectivamente utilizados en el mercado monetario interbancario del euro durante la jornada por una muestra de 57 grandes bancos para los depósitos/préstamos hasta el siguiente día laborable.
WORLD WATER INDEX CW (WOMAX)	<p>Índice de referencia para el sector del agua formado por 20 valores de Europa, América, Asia y Oceanía cuya parte principal de los ingresos provienen de las siguientes actividades:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Infraestructuras: canalizaciones, bombas y contadores. - Productos y equipos para el tratamiento del agua. - Distribución y gestión de las redes hidráulicas del agua. <p>Los valores que lo componen no pueden ponderar más del 10% del índice.</p>
IBOVESPA	Es el índice de acciones compuesto por 63 acciones de la Bolsa de Sao Paulo.
MSCI EMU GROWTH	Índice de 213 empresas cotizadas con altas expectativas de crecimiento en el futuro.
MSCI EMU VALUE	Índice de 159 empresas de valor, es decir, infravaloradas con respecto al valor de sus activos.
DJ STOXX 600 BANKS	Índice que engloba a 62 bancos cotizados en bolsas de valores de la Zona Euro.

Fuente: Folletos de emisión de los ETFs emitidos en España, en <http://www.sbolsas.es>

12. ¿Qué ETFs ofrece INVERSIS Banco?

Inversis Banco ofrece la posibilidad de invertir en todos los ETFs emitidos en España, así como en 343 ETFs cotizados en mercados internacionales:

CUADRO 8: ETFs en INVERSIS BANCO (a abril de 2008)	
MERCADO	NÚMERO DE ETFs
MERCADO CONTINUO ESPAÑOL	26
MERCADO CONTINUO ITALIANO	45
XETRA	47
ÁMSTERDAM	2
AMEX	19
FRANKFURT	1
PARIS	126
SUIZA	21
LONDRES	26
NYSE	24
TOTAL	343

Fuente: elaboración propia a partir de <http://www.inversis.com>

13. ¿En qué mercado cotizan los ETFs en España?

Los fondos cotizados se negocian en dos mercados oficiales y organizados:

- En el Mercado primario: es el mercado donde participan los inversores institucionales con el fin de suscribir y reembolsar las participaciones de los fondos atendiendo a las exigencias de la sociedad gestora.
- En el Mercado secundario: mercado al que acuden los inversores, gestores e inversores institucionales para comprar o vender las participaciones de los ETFs.

El mercado secundario se corresponde con el **Mercado Continuo Español**, que es un **mercado informatizado** o sistema de contratación de **ámbito nacional denominado SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español)**, que comunica a las cuatro bolsas españolas, asegurando un único precio por activo y que permite realizar operaciones de compra y de venta en un amplio período de tiempo, haciendo posible que los intermediarios financieros puedan ejecutar las ordenes de sus clientes desde cualquier lugar.

El S.I.B.E., como sistema de difusión de información en tiempo real de lo que sucede en el mercado, ofrece los siguientes **contenidos**:

- Negociaciones: informa del precio, del volumen y de los miembros participantes en la negociación.
- Libro de Ordenes: informa de las posiciones de compra y/o venta.
- Información de índices: informa de todos los índices IBEX®.

Hay cinco **mercados específicos** o segmentos diferenciados en el mercado continuo por su diversa especialización:

- El mercado de Contratación General.
- El mercado de «fixing».
- El Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros (LATIBEX).
- El Mercado Alternativo Bursátil (MAB).
- El Mercado de Fondos Cotizados (ETFs).
- El mercado de «warrants» y certificados.
- El mercado de bloques y el mercado de operaciones especiales.

El **segmento de Fondos Cotizados** del mercado continuo español, comenzó a funcionar en julio de 2006 y es un segmento del mercado dedicado a la cotización de los ETFs. Este segmento de contratación tiene el siguiente horario de funcionamiento²:

a) Subasta de Apertura.

La sesión comienza con un periodo de ajuste comprendido entre las 8:30 y las 9:00 de la mañana, durante el cual se introducen, modifican o cancelan ordenes de compra y de venta de fondos cotizados, pero no se casan o negocian. La subasta de apertura finaliza con un cierre aleatorio dentro un plazo de 30 segundos, asignándose los ETFs participaciones que puedan ser ejecutados al precio de equilibrio fijado en la subasta. Este **precio de equilibrio** se fija de la siguiente forma:

1. El sistema elige el precio al que se negocie el mayor número de títulos o ETFs.
2. En caso de dos o más precios con equivalente número de títulos se elige aquel que produzca menor desequilibrio (diferencia entre el volumen ofrecido y el volumen demandado susceptibles de negociarse a un mismo precio).
3. Si coinciden las condiciones anteriores se elige la de mayor volumen o peso.
4. En caso de que coincidan las tres anteriores, se aplica el más cercano al último negociado, y en su defecto, el último precio estático.

b) Mercado abierto.

La negociación de fondos cotizados se realiza continuamente en el periodo comprendido entre las 9 y las 17:35 horas, durante el cual se introducen, modifican, cancelan y negocian o casan órdenes de compra y de venta. Durante este periodo de negociación se pueden producir interrupciones ocasionadas por las subastas de volatilidad o por suspensiones declaradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

c) Cierre de la sesión.

La sesión bursátil se cierra a las 17:35 horas al que se le añade un plazo final aleatorio de un máximo de treinta segundos. Para los ETFs no se realiza subasta de cierre como ocurre con las acciones.

² SOCIEDAD DE BOLSAS: Sistema de Interconexión Bursátil Español: Modelo de Mercado (Versión junio 2004), pp. 6-9, en <http://www.sbolsas.es>

El precio de cierre será el punto medio de la mejor posición de compra y de la mejor posición de venta, redondeado al alza. Si no existe alguna de estas posiciones o el precio de cierre es superior al rango estático o el ETF esté suspendido de cotización, el precio de cierre será el correspondiente a la última negociación y, en su defecto, el que se hubiera tenido de referencia para la sesión.

En casos excepcionales ocasionados por noticias o acontecimientos podrá interrumpirse cautelarmente la negociación hasta que se conozca el alcance del acontecimiento o noticia. Finalizada la suspensión se procederá a un periodo de subasta y se reanudará la negociación. En el caso de que la noticia o acontecimiento se produjese cerca de la finalización de la sesión podrá ampliarse el periodo de negociación.

Igualmente, en casos excepcionales que impidan el normal funcionamiento de la negociación se podrá mantener el fondo cotizado en periodo de subasta hasta la normalización de la situación, o bien se podrán modificar los rangos estáticos.

GRÁFICO 2: HORARIO DEL SEGMENTO DE NEGOCIACIÓN DE ETFs



14. ¿Cuáles son los límites de fluctuación en el mercado de los ETFs?

La **variación mínima de los precios de los fondos cotizados o «ticks»** es de **0,01 euros** para fondos con precios inferiores o iguales a 50 euros; y **0,05 euros** para fondos cuyos precios sean superiores a 50 euros.

La variación máxima o los límites de fluctuación de los fondos cotizados de los precios en el mercado continuo vienen determinados por unos rangos especificados en función de su volatilidad histórica, y que son los siguientes:

- **Rangos estáticos:** Los rangos estáticos son los porcentajes o variaciones máximas de fluctuación, sea al alza o a la baja, de los fondos respecto del **precio estático**, es decir, el precio fijado en la última subasta (apertura, cierre o volatilidad). Se calculan atendiendo a la volatilidad de los fondos en su historia reciente, por tanto, se trata de rangos diferentes para cada fondo cotizado, si bien, se han establecido unos determinados porcentajes: 4%, 5%, 6%, 7% y 8%, y del 10%.
- **Rangos dinámicos:** Los rangos dinámicos son los porcentajes o variaciones máximas de fluctuación de los fondos respecto del **precio dinámico**, es decir, el precio fijado en la última negociación; que puede ser el resultado de una subasta (coincide con el precio estático) o de una negociación realizada en mercado abierto. Se calculan atendiendo a la volatilidad de los fondos en su historia reciente, tratándose de rangos específicos para cada fondo, si bien, se

han establecido unos determinados porcentajes aplicables: 1%, 1,5%, 2%, 2,5%, 3%, 3,5%, 4% y 8%. Los rangos dinámicos sólo están activos durante el mercado abierto y son menores o iguales a los rangos estáticos.

Estos rangos son publicados mensualmente por la Sociedad de Bolsas y cuando así lo considere podrá especificar otro rango diferente para aquellos fondos que así lo requieran.

Por tanto, cuando un fondo alcanza o intenta negociarse por encima del rango estático o dinámico se produce una subasta de volatilidad, es decir, una suspensión en la negociación, que tiene una duración de 5 minutos durante el cual se introducen, modifican o cancelan órdenes de compra y de venta pero no se casan operaciones. La subasta finaliza con un cierre aleatorio dentro de un plazo de 30 segundos y con la asignación de ETFs que puedan ser ejecutados al precio de equilibrio.

Por tanto, cuando se rompe o se alcanza un rango estático o dinámico se produce una de las siguientes subastas de volatilidad:




- **Subastas por Volatilidad por rango estático:** se producen cuando un fondo se intenta negociar en el límite establecido por el rango estático de precios.
- **Subastas por Volatilidad por rango dinámico:** se producen cuando un fondo se intenta negociar en el límite establecido por el rango dinámico de precios. En el segmento de cotización de los Fondos Cotizados las subastas de volatilidad por rango estático y dinámico también se producirán cuando la diferencia entre el precio y el valor liquidativo indicativo que proporcionará la gestora del fondo en diferentes momentos de la sesión se considere significativo, con el fin de ajustar el precio al valor liquidativo del fondo.

En conclusión, este sistema de rangos y subastas de volatilidad permite fluctuaciones ilimitadas durante la sesión, aunque con interrupciones en la negociación a través de las subastas.

Adicionalmente, la Sociedad de Bolsas podrá aplicar, una subasta de volatilidad en los fondos cotizados cuando la diferencia entre el precio de cotización del fondo y el valor liquidativo indicativo difieran de forma significativa, con la finalidad que la cotización se ajuste al valor del fondo. Esta subasta de volatilidad tendrá una duración de 5 minutos con un final aleatorio con un máximo de treinta segundos.

La duración de las subastas podrá ser modificada cuando las circunstancias especiales del valor o ETF así lo aconsejen.

CUADRO 9: RANGOS ESTÁTICOS Y DINÁMICOS DE LOS ETFs

Emisor	Emisión	Rango Estático	Rango Dinámico
	<u>Acción IBEX 35 ETF</u>	10%	8%
	<u>Acción IBEX Top Dividendo ETF</u>	4%	2%
	<u>Acción DJ Eurostoxx 50 ETF</u>	4%	1%
	<u>Acción FTSE Latibex Top ETF</u>	4%	1%
	<u>Acción FTSE Latibex Brasil ETF</u>	4%	1%
	<u>AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF</u>	4%	1%
	<u>AFI Monetario Euro ETF</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF China Enterprise</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF DJ Industrial Average</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF DJ Eurostoxx 50</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF Eastern Europe</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF IBEX 35</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF Japan (TOPIX)</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF Leveraged DJ Euro Stoxx 50</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI Emerging Markets</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI EM Latin America</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI India</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI Russia</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF NASDAQ 100</u>	4%	1%
	<u>Lyxor ETF New Energy</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF Euro Cash</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF Brazil (Ibovespa)</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF DJ STOXX 600 Banks</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Value</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Growth</u>	4%	2%
	<u>Lyxor ETF World Water</u>	4%	2%
	<u>Flame ETF IBEX 35</u>	4%	1%
	<u>Flame ETF IBEX Mid Caps</u>	4%	1%
	<u>Flame ETF IBEX Small Caps</u>	4%	1%
	<u>Flame ETF Monetario</u>	4%	2%

Fuente: Elaboración propia a partir de <http://www.bolsasymercados.es> y las instrucciones operativas de la Sociedad de Bolsas (<http://www.sbolsas.es>).

La negociación con ETFs podrá interrumpirse de forma cautelar cuando concurren alguna de las circunstancias siguientes:

- Imposibilidad de cálculo del índice bursátil que actúe como subyacente del ETF.
- Imposibilidad de cálculo del valor liquidativo indicativo.
- Falta de comunicación en la forma y plazos establecidos de la cartera de valores del fondo y el importe susceptible de ser intercambiado por participaciones y el valor liquidativo indicativo.

El levantamiento de la suspensión de negociación será una vez que las causas que la motivaron se hayan subsanado.

15. ¿En qué consiste el mercado de bloques y de operaciones especiales para ETFs?

El **Mercado de bloques** es utilizado para operaciones de gran envergadura aplicadas por los miembros de mercado, que por sus características no son fáciles de realizar en la contratación principal y no reducen la liquidez del mercado. El horario de este mercado coincide con el del mercado continuo en mercado abierto, es decir, entre las 9:00 y las 17:30 horas. Se opera bajo dos modalidades, sin embargo, los ETFs sólo se negocian en este segmento bajo la modalidad de Bloques parametrizados (por precios) —ya que no se les aplica la modalidad de bloques convenidos—, en el cual se introducen ordenes de compra o de venta que pueden ser casadas por cualquier otro miembro del mercado. El volumen de los bloques debe ser superior al 5% de la media diaria contratada en el mercado de contratación principal en el último trimestre y a 1.200.000 euros. La variación máxima del precio es del 15% con respecto al precio estático. Los ETFs sobre los que se puede operar son todos los del mercado continuo.

El **mercado de operaciones especiales para ETFs** es un segmento en el que se negocian ETFs sobre el IBEX-35 con las contrapartidas fijadas de antemano. El horario de este mercado es de 17:40 a 20:00 horas. La autorización de las operaciones especiales sobre ETFs requerirá el cumplimiento de las condiciones siguientes³:

- La autorización se referirá a las operaciones consistentes en realizar simultáneamente, una operación especial sobre el fondo de inversión cotizado sobre el índice IBEX 35® de que se trate y las operaciones especiales correspondientes a los valores que componen la cesta subyacente, en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE).
- El precio de la operación especial sobre el fondo de inversión cotizado sobre el índice IBEX 35® deberá corresponder al valor liquidativo correspondiente a la sesión en que se comunique la operación combinada e informado en dicha sesión.
- El precio de las operaciones especiales relativas a los valores que componen la cesta subyacente deberá corresponder al precio de cierre en el Sistema de Interconexión Bursátil de dichos valores, en la sesión en que se comunique la operación combinada.

³ SOCIEDAD DE BOLSAS: Instrucción operativa N. 49/2006, por la que se desarrollan las condiciones de comunicación y autorización de las operaciones especiales vinculadas a la suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión cotizados sobre el índice IBEX-35., art. 1.

- El número mínimo de operaciones correspondientes a los valores que componen la cesta subyacente será de 30.
- El efectivo de la operación sobre el fondo de inversión cotizado habrá de ser equivalente, al menos, al importe mínimo de suscripción y reembolso de participaciones señalado en el correspondiente folleto de emisión.
- El efectivo de cada una de las operaciones especiales tendrá un peso sobre la suma de las operaciones similar al que tenga el valor tenga en la cesta comunicada diariamente por la gestora del fondo de inversión cotizado correspondiente. Las contrapartidas en las operaciones relativas a la cesta de valores subyacente deberán ser las mismas que en la operación relativa al fondo de inversión cotizado, con sentido comprador y vendedor contrarios.
- En el caso de suscripción y reembolso de participaciones mediante efectivo, la autorización se referirá únicamente a la operación especial sobre el fondo de inversión cotizado sobre el índice IBEX 35® de que se trate, en el Sistema de Interconexión Bursátil.
- Sin perjuicio de su tramitación como operaciones especiales, las operaciones deberán ser comunicadas, por la gestora del Fondo de Inversión Cotizado correspondiente, al Departamento de Supervisión de Sociedad de Bolsa.

16. ¿A través de qué intermediarios se puede operar con ETFs?

La Ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores calificó a las denominadas **Empresas de Servicios de Inversión (ESI)** como aquellas entidades que prestan servicios profesionales de inversión y asesoramiento en los mercados de valores.

Las Empresas de Servicios de Inversión pueden ser de dos tipos genéricos: los **miembros del mercado** que están autorizados a contratar directamente en los mercados de valores puesto que son accionistas de alguna de las bolsas; y los **no miembros del mercado** que no tienen facultad de contratación directa ya que no son accionistas de las bolsas. Así, tenemos como intermediarios bursátiles en España los siguientes:

- Los miembros del mercado: las Sociedades de Valores y Bolsa (SVB), las Agencias de Valores y Bolsa (AVB) y entidades de crédito.
- Las entidades no miembros del mercado: las Sociedades de Valores (SV), Agencias de Valores (AV) y entidades de crédito.

Por tanto, en España los intermediarios bursátiles especializados son:

- Las **Sociedades de Valores:** son los intermediarios más completos del mercado, ya que tienen la posibilidad de ejercer todas las funciones bursátiles fijadas por la Ley. A diferencia de las Agencias de Valores, **pueden negociar tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros** toda clase de valores con cualquier persona física o jurídica.

Las Sociedades de Valores miembros de una Bolsa o de varias —en cuyo caso se denominan **Sociedades de Valores y Bolsa (SVB)**— pueden, además, contratar en el mercado de todas aquellas Bolsas de las que sean miembros.

- **Las Agencias de Valores:** estos intermediarios pueden realizar las mismas actividades que las Sociedades de Valores, si bien **no pueden realizar operaciones por cuenta propia, sólo atender órdenes por cuenta de sus clientes**. Tampoco pueden otorgar créditos relacionados con la compra-venta de valores, ni asegurar la suscripción de emisiones de valores.

Una Agencia de Valores también puede ser miembro de una o varias Bolsas y, en tal caso, se denomina **Agencia de Valores y Bolsa (AVB)**.

- **Las entidades de crédito** también pueden realizar y ofrecer los servicios de las Empresas de Servicios de Inversión. En este sentido, desde el 1 de enero de 2000 pueden ser miembros del mercado las entidades de crédito españolas, las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito de la Unión Europea y las no pertenecientes a la Unión Europea siempre que cumplan los requisitos para operar en España y aquellos otros que determinen las Comunidades Autónomas con competencias en la materia. **Inversis Banco** es una entidad de crédito miembro del mercado.

- **Los representantes o agentes de las agencias y sociedades de valores:** Las agencias y sociedades de valores pueden contar con delegaciones propias y con representantes que realizan la comercialización de servicios de inversión a cambio de una comisión, no pudiendo, en ningún caso, actuar por cuenta propia, respondiendo ante la sociedad o agencia de valores y estando sometidas a la supervisión de la CNMV. En todo caso, la agencia o sociedad es la titular de los contratos, cuentas corrientes, depositaria de los valores, etc.; en ningún caso lo serán los representantes, los cuales son meros comercializadores.

Si bien, es importante advertir que existen empresas que prestan servicios de inversión pero que **no están autorizadas** para ello, son los denominados «**chiringuitos financieros**» que no deben confundirse estas empresas con las sociedades de valores, agencias de valores y otros intermediarios especializados. Los popularmente llamados «chiringuitos financieros» son empresas que prestan servicios de inversión de forma no legal, pues se trata de entidades no autorizadas ni registradas en la Comisión Nacional de Mercado de Valores y, consecuentemente, no proporcionan a los inversores ningún tipo de garantía en su inversión.

17. ¿Cómo se invierte en ETFs?

Toda aquella persona que tenga intención de invertir en ETFs requiere, como primer paso, abrir una **cuenta de valores** en un intermediario financiero, ya sea una sociedad de valores, una agencia de valores, un banco, una caja de ahorros o una cooperativa de crédito.

La red de oficinas de la que disponen estos tres últimos tipos de intermediarios financieros bancarios ofrece la alternativa más inmediata, disponible y cómoda. Sin embargo, las agencias, sociedades de valores y las entidades de crédito que son miembros del mercado (como es el caso de **Inversis Banco**), operan directamente en el mercado de valores y, por tanto, son los que suelen prestar los mejores o más completos servicios de inversión a precios competitivos.


A través del intermediario elegido transmitiremos nuestras órdenes de compra y venta de ETFs, por lo que habrá que destinar una cantidad en efectivo a la cuenta de valores. El intermediario le asignará al cliente/inversor una clave o código de identificación para formular las órdenes de compra o venta de valores, bien personalmente, o a través de medios telefónicos o a través de la red Internet.

Para la inversión en ETFs no se establece una inversión mínima, ahora bien téngase en cuenta que las comisiones, en este caso, serían muy relevantes comparativamente con el volumen de la operación.

18. ¿Cómo cotizan los ETFs?

Los fondos cotizados sobre índices bursátiles cotizan a un precio o **paridad** en euros resultante de dividir o multiplicar el valor del índice en puntos entre una determinada cantidad:

CUADRO 10: FORMA DE COTIZACIÓN DE LOS ETFs			
Emisor	Emisión	Tipo de fondo	Forma de cotización en euros (Paridad)
BBVA	<u>Acción IBEX 35 ETF</u>	Fondo de reparto	Valor índice/1.000
	<u>Acción IBEX Top Dividendo ETF</u>	Fondo de reparto	Valor índice/100
	<u>Acción DJ Eurostoxx 50 ETF</u>	Fondo de reparto	Valor índice/100
	<u>Acción FTSE Latibex Top ETF</u>	Fondo de reparto	Valor índice/100
	<u>Acción FTSE Latibex Brasil ETF</u>	Fondo de reparto	Valor índice/100
	<u>AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF</u>	Fondo de capitalización	Valor índice/1
	<u>AFI Monetario Euro ETF</u>	Fondo de capitalización	Valor índice/1

	<u>Lyxor ETF China Enterprise</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/10
	<u>Lyxor ETF DJ Industrial Average</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF Eastern Europe</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF IBEX 35</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF Japan (TOPIX)</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice x 10
	<u>Lyxor ETF Leveraged DJ Euro Stoxx 50</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/10
	<u>Lyxor ETF MSCI Emerging Markets</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/10
	Lyxor ETF DJ Euro Stoxx 50		Valor índice /100
	<u>Lyxor ETF MSCI EM Latin America</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/1
	<u>Lyxor ETF MSCI India</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/1
	<u>Lyxor ETF MSCI Russia</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	<u>Lyxor ETF NASDAQ 100</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/250
	<u>Lyxor ETF New Energy</u>	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/100
	Lyxor ETF Euro Cash	Fondos de reparto y/o capitalización	Valor índice/
	Lyxor ETF Brazil (Ibovespa)	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/1000
	Lyxor ETF DJ STOXX 600 Banks	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/10
	Lyxor ETF MSCI EMU Value	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/1
	Lyxor ETF MSCI EMU Growth	Fondo de reparto y/o capitalización	Valor índice/1

	<u>Flame ETF IBEX 35</u>	Fondo de Reparto	Valor índice/1.000
	<u>Flame ETF IBEX Mid Caps</u>	Fondo de reparto	Valor índice/1.000
	<u>Flame ETF IBEX Small Caps</u>	Fondo de reparto	Valor índice/1.000
	<u>Flame ETF Monetario</u>	Fondo de capitalización	(Valor índice/130,8496) x100

Nota: En los ETFs sobre índices internacionales pero cotizados en Euros para conocer el precio de cotización no sólo hay que tener en cuenta la Paridad sino también el tipo de cambio con la divisa correspondiente al índice bursátil (EUR/USD, EUR/JPY, etc).

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de emisión, fichas y dísticos elaborados por BBVA, LYXOR y SANTANDER, en <http://www.bolsasymercados.es>, (<http://www.sbolsas.es>) y <http://www.lyxoretf.es>

19. ¿Cuál es el valor liquidativo y el valor indicativo de los ETFs?

El valor de las participaciones de los fondos de inversión viene dado por el **valor liquidativo**, el cual varía en función de la evolución de la cesta de valores del fondo, y se calcula, por lo general en los fondos de inversión convencionales, diariamente, mientras que en los fondos cotizados se corresponde con el valor de cotización. La adquisición o la venta de participaciones del fondo se realiza en función de este precio de cotización, que resulta de dividir el valor total del patrimonio del fondo (suma de todos los activos menos las cuentas acreedoras) entre el número total de participaciones; y, posteriormente, aplicando las comisiones correspondientes.

Valor liquidativo = Patrimonio Neto del Fondo / N° de participaciones en circulación.

$$VL = \frac{P}{N} = \frac{VC + RN}{N}$$

Donde:

P: patrimonio neto del fondo = VC + RN.

VC: Valor de la Cartera del fondo.

RN: Rendimiento Neto del Fondo (después del Impuesto de Sociedades).

VL: Valor Liquidativo.

N: Número de participaciones del fondo.

Si bien, en el caso de los Fondos de Inversión Cotizados, hay que hacer un ajuste a este valor liquidativo del fondo de inversión, que consiste en el ajuste por paridad, es decir, el fondo no cotiza exactamente a su valor liquidativo sino en una proporción de él, como ya se trató anteriormente.

El **valor liquidativo indicativo** es el valor que proporciona la gestora del ETF en diversos momentos de la sesión bursátil con el fin de que el inversor pueda compararlo y tome las decisiones oportunas. Normalmente lo calculará tomando el valor liquidativo de la sesión anterior y la evolución del índice de referencia durante la sesión bursátil.

20. ¿Cómo se calcula la rentabilidad de los ETFs?

Para el cálculo de la **rentabilidad neta del fondo** durante un determinado período (que suele calcularse mensualmente, trimestralmente o anualmente) se utiliza la siguiente expresión (cuyo resultado se expresa directamente como porcentaje):

$$RNF = \frac{VL_f - VL_i + D}{VL_i} \times 100$$

Siendo:

VL_f : valor liquidativo final o del último día del período.

VL_i : valor liquidativo inicial o del último día del período anterior.

D: Dividendos repartidos por el fondo cotizado, en el caso de que existan y se repartan.

Esta rentabilidad no tiene porqué estar referida a un periodo anual puesto que los inversores toman posiciones en el mercado, incluso durante periodos inferiores a un año, por tanto, puede resultar interesante calcular la -o el- **TAE o Tasa Anual Equivalente**, que viene a ser una forma de calcular en términos de rentabilidad anual, las ganancias obtenidas en periodos inferiores al año.

Por tanto, la TAE permitirá comparar, en términos de interés anual o de rentabilidad anual o anualizada las diferentes rentabilidades obtenidas en diferentes periodos de tiempo y, por tanto, comparar la rentabilidad obtenida por la inversión en los fondos de inversión cotizados por parte de los inversores.

En este caso la TAE se obtiene de la siguiente forma:

$$TAE = (1 + t)^{\frac{365}{n}} - 1$$

Donde:

- t: rentabilidad obtenida en un período inferior a un año.
- n: número de días en los que se ha generado la rentabilidad.

EJEMPLO 1: CALCULO TAE DE UN FONDO DE INVERSIÓN COTIZADO

Un grupo de inversores se reúnen y exponen las rentabilidades que han obtenido cada uno al invertir en un fondo cotizado:

- a) Inversor que obtiene un 10% en un año.
- b) Inversor que obtiene un 2% en 1 semana
- c) Inversor que obtiene un 6% en 54 días

Una medida que normaliza todas estas rentabilidades es la TAE de tal forma que al calcularla nos permitirá compararlas y saber cual ha obtenido más rentabilidad en términos anuales.

$$a) TAE = (1 + 0,1)^{365/365} - 1 = 0,1 \approx 10\%$$

$$b) TAE = (1 + 0,02)^{365/7} - 1 = 1,81 \approx 181\%$$

$$c) TAE = (1 + 0,06)^{365/54} - 1 = 0,48 \approx 48\%$$

En términos anuales, el Inversor «b» ha obtenido la mayor rentabilidad anualizada. Si bien, téngase muy en cuenta que estas rentabilidades anuales realmente sólo se obtendrían si durante todos los periodos dentro del año se generara esa rentabilidad (es decir, la rentabilidad del 181% se obtendría si el resto de las semanas del año se obtuviese también esa rentabilidad y se acumulase).

21. ¿Cuáles son las órdenes bursátiles disponibles para suscribir o reembolsar las participaciones de los ETFs?

Una **orden de Bolsa** es la instrucción que emite un inversor a un intermediario para que éste intente ejecutarla en el mercado bursátil. El objetivo es que quede perfectamente identificada mediante una definición clara y simple. Toda orden de Bolsa debe, por tanto, indicar si es de compra o de venta; los valores o fondos cotizados objeto de la orden; el número de participaciones o importe que se quiere comprar o vender; la forma de ejecutar la orden y el plazo de validez.

Las órdenes tienen prioridad atendiendo al precio y tiempo de introducción de las mismas. Es decir, las órdenes con mejor precio (más alto en las compras y más bajo en las ventas) tienen prioridad, y en caso de igualdad de precios tiene prioridad la que se ha introducido primero. Por tanto, con todas las peticiones de compra y de venta se forma el mercado y el precio, y esto es lo que muestra el S.I.B.E. o lo que se observa en un sistema de información financiera con cotizaciones en tiempo real como en el caso del sitio web de **Inversis Banco** (5 posiciones en tiempo real para clientes). Así, proporcionan información de las órdenes o peticiones de compra a diferentes precios («Bid» en sistemas de información financiera), el número de ETFs demandados a cada precio («Bid Size»), las órdenes de venta a diferentes precios («Ask») y el número de participaciones a la venta a cada precio («Ask Size»); y todas ellas ordenadas de mejor a peor precio. Además, se incluye el número de órdenes que se corresponden con el conjunto de compras o ventas a cada precio.

EJEMPLO 2: COTIZACIÓN DE ETF LYXOR IBEX 35

COMPRA			VENTA		
Órdenes	Títulos	Precio	Precio	Títulos	Órdenes
1	10000	129,65	129,75	9961	1
1	25000	129,60	129,80	25000	1
1	47	127,90	130,00	15	1
0	0	0,00	140,00	5	1
0	0	0,00	142,00	80	1

Fuente: <http://www.inversis.com>, 6 de marzo de 2008.

Concretamente, las **modalidades de propuestas** que se admiten durante la sesión bursátil son las siguientes⁴:

- A) Orden limitada o con límite de precio:** son ordenes de compra o de venta en las que se fija el precio máximo al que se acepta negociar la operación en el caso de compra, y el mínimo en el caso de venta.
- B) Orden por lo mejor:** según la cual el inversor asume el mejor precio que ofrezca el mercado en el momento de su edición, en el lado contrario, es decir, al mejor precio de compra o de venta. Si no existen suficientes ETFs al mejor precio, **no se negocia a otros precios** si no que se posiciona como orden limitada a dicho precio. Si no hay contrapartida el sistema no acepta tal orden.
- C) Orden de mercado,** es una orden sin precio de oferta o demanda, sin precio limitado. La orden se negocia a los precios del lado contrario, «barriendo» las contrapartidas existentes, **incluso a distintos precios**. Si no se negocia en su totalidad queda posicionada por el resto.

Las condiciones que se pueden establecer para la ejecución de las órdenes bursátiles son las siguientes:

- **Volumen mínimo:** en el momento de introducirse se establece una cantidad mínima de participaciones a realizar, el resto se realizará sin límite en el volumen.
- **Ejecutar o anular:** la orden se ejecuta inmediatamente por el número de participaciones disponibles en el momento de su introducción en el mercado y se rechaza el resto.
- **Todo o Nada:** aquellas que se ejecutan inmediatamente por la totalidad de las participaciones, en caso contrario no se ejecutan.
- **Con volumen oculto:** son aquellas ordenes que muestran solo una parte del volumen a negociar (mínimo de 250 participaciones), no el total de la orden. A medida que la parte visible del volumen total es ejecutada aparece otra cantidad de participaciones. Es de gran utilidad para órdenes de gran tamaño.

⁴ SOCIEDAD DE BOLSAS: Sistema de Interconexión Bursátil Español: Modelo de Mercado (Versión junio 2001), pp. 12-26, en <http://www.sbolsas.es>.

22. ¿Cuáles son las comisiones aplicables a los ETFs?

Los fondos de inversión tienen una serie de **comisiones** que hay que tener muy en cuenta, ya que suponen una disminución de la rentabilidad real o efectiva de la inversión y son determinantes para una selección adecuada del fondo en el que se desea invertir. Estas comisiones son las siguientes:


- La **Comisión de suscripción y la comisión de reembolso**, que se aplican al comprar o vender la participaciones en el mercado, respectivamente. Estas comisiones incluyen en el caso de los ETFs:
- **Comisión de intermediación o corretaje**, que es una comisión cobrada por el intermediario por la operación de compra o venta de valores. Actualmente sólo las sociedades y agencias de valores son miembros del mercado y, por tanto, las únicas que pueden realizar directamente estas operaciones. En el caso de que la orden bursátil se curse a través de una entidad no miembro del mercado hay que añadir una comisión adicional aplicada por esta institución. Desde enero de 1992 las comisiones asignadas a operaciones bursátiles están liberalizadas. De este modo, cada intermediario puede aplicar la tarifa que considere conveniente para cada tipo de orden, cada nivel de inversión, o según el valor añadido que crea adecuado a la información, análisis o agilidad operativa que ofrece a su cliente.
- **Cánon cobrado por la Bolsa** (de Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao) en función del efectivo de la operación.
- **Cánon cobrado por Iberclear**, por la compensación y liquidación de valores y en función del efectivo de la operación.
- La **Comisión de gestión**, que es aplicada por la gestora en concepto de su intermediación. Esta comisión se determina en función del patrimonio del fondo, de sus rendimientos o resultados o de ambos elementos a la vez.
- La **Comisión de administración, depósito o custodia de valores** que se aplica, normalmente, con periodicidad semestral. Este servicio consiste en la administración informática (anotaciones en cuenta) de las participaciones y de los títulos que forman parte de la cartera (gestión del cobro de dividendos, primas de asistencia a juntas, canje de valores, información de su cartera de valores, etc.).

En todo caso deben respetarse los límites establecidos por la Ley y el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva:

CUADRO 11: COMISIONES MÁXIMAS APLICABLES EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN	
Comisión de suscripción (sobre importe de inversión)	5%
Comisión de reembolso (sobre importe reembolso)	5%
Comisión de gestión sobre:	
- % Patrimonio (P)	2,25%
- % Resultados (R)	18%
- % Ambas	1,35% s/ P y 9% s/ R
Comisión de depósito	0,2%

Las comisiones gestión y/o de depósito aplicables para 2008 a los Fondos Cotizados, que se descuentan del valor liquidativo de las participaciones, son las del cuadro siguiente:

CUADRO 12: COMISIONES APLICADAS A LOS ETFs			
Emisor	Emisión	Comisión de gestión sobre patrimonio	Comisión de depósito sobre patrimonio
BBVA	<u>Acción IBEX 35 ETF</u>	0,33%	0,05%
	<u>Acción IBEX Top Dividendo ETF</u>	0,40%	0,05%
	<u>Acción DJ Eurostoxx 50 ETF</u>	0,15%	0,05%
	<u>Acción FTSE Latibex Top ETF</u>	0,55%	0,05%
	<u>Acción FTSE Latibex Brasil ETF</u>	0,55%	0,05%
	<u>AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF</u>	0,15%	0,01%
	<u>AFI Monetario Euro ETF</u>	0,05%	0,01%
LYXOR <small>ASSET MANAGEMENT</small>	<u>Lyxor ETF China Enterprise</u>	0,65%	-
	<u>Lyxor ETF DJ Industrial Average</u>	0,50%	-
	<u>Lyxor ETF DJ Eurostoxx 50</u>	0,25%	-
	<u>Lyxor ETF DJ Stoxx Select Dividend 30</u>	0,30%	-
	<u>Lyxor ETF Eastern Europe</u>	0,50%	-
	<u>Lyxor ETF IBEX 35</u>	0,30%	-
	<u>Lyxor ETF Japan (TOPIX)</u>	0,50%	-
	<u>Lyxor ETF Leveraged DJ Euro Stoxx 50</u>	0,40%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI Emerging Markets</u>	0,65%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI EM Latin America</u>	0,65%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap</u>	0,40%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI India</u>	0,85%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI Russia</u>	0,65%	-
	<u>Lyxor ETF NASDAQ 100</u>	0,30%	-
	<u>Lyxor ETF New Energy</u>	0,60%	-
	<u>Lyxor ETF Euro Cash</u>	0,15%	-
	<u>Lyxor ETF Brazil (Ibovespa)</u>	0,65%	-
	<u>Lyxor ETF DJ STOXX 600 Banks</u>	0,3%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Value</u>	0,4%	-
	<u>Lyxor ETF MSCI EMU Growth</u>	0,4%	-
	<u>Lyxor ETF World Water</u>	0,6%	-

	Flame ETF IBEX 35	0,30%	0,1%
	Flame ETF IBEX Mid Caps	0,35%	0,05%
	Flame ETF IBEX Small Caps	0,35%	0,05%
	Flame ETF Monetario	0,15%	0,02%

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos de emisión, fichas y dípticos elaborados por BBVA, LYXOR y SANTANDER, en <http://www.bolsasymercados.es>, (<http://www.sbolsas.es>) y <http://www.lyxoretf.es>

Y las comisiones aplicables por **Inversis Banco** a la intermediación con Fondos Cotizados, es decir, la compra (suscripción) y la venta (reembolso) son las siguientes:

CUADRO 13: COMISIONES APLICABLES POR INVERSIÓN BANCO EN LA INTERMEDIACIÓN CON ETFs EN 2008			
Operaciones de valores (Acciones/ETFs) negociados en mercados españoles: ^{[2] [3]}			
	Acciones Tarifa para inversor no frecuente		Tarifa para inversor frecuente ^[4]
órdenes dadas por internet	0,15%	Mínimo: 7,00 EUR	0,07% Mínimo: 5,00 EUR
órdenes dadas por teléfono	0,25%	Mínimo: 12,00 EUR	
órdenes dadas por oficina	0,35%	Mínimo: 13,00 EUR	
Compraventa de derechos de suscripción ^[3]	2,50 €		En operaciones de importe superior a 7.000,00 Euros, se aplicará una comisión adicional del 0,05% sobre el importe efectivo de la operación.
Recepción de valores de terceras entidades	0,00 €		Aplicable en traspasos libres de pago
Entrega de valores a terceras entidades	9,00 €		Por valor, en traspasos libres de pago
Custodia y depósito de valores	0,25%	4,00 € /trimestre	Porcentaje expresado como tipo anual con devengo diario que se aplicará sobre el valor efectivo total de los valores del cliente, calculado en base a los precios de cierre diarios de mercado (o últimos disponibles).
Operaciones financieras de carácter económico, sin orden previa del titular	0,25%	1,50 €	Porcentaje a aplicar sobre el importe efectivo de la operación. Se considera importe efectivo de la operación el importe efectivamente percibido por la Sociedad por cuenta del cliente, antes de deducir cuantas retenciones deba de practicar la Sociedad. Se consideran incluidas en este apartado operaciones como dividendos, devoluciones de nominal y/o primas de emisión, etc
Operaciones financieras de carácter voluntario, que puedan requerir orden previa del titular	0,25%	3,00 €	Porcentaje a aplicar sobre el importe efectivo de la operación. Se incluyen en este apartado operaciones como suscripciones, canjes, conversiones, dividendos opcionales en efectivo y valores, etc.
Operaciones de valores (Acciones/ETFs) negociados en mercados internacionales			
Operación/Mercado	Comisión		
	Tarifa para inversor no frecuente		Tarifa para inversor frecuente ^[5]
Compraventa de valores (acciones/ETFs) ^[3]			

Europa Euro				
Alemania (Frankfurt, Xetra, Neuer Market)	0,35%	Mínimo: 30,00 EUR	0,30%	Mínimo: 20,00 EUR
Austria (Viena)	0,65%	Mínimo: 60,00 EUR	0,55%	Mínimo: 50,00 EUR
Bélgica (Bruselas)	0,55%	Mínimo: 45,00 EUR	0,50%	Mínimo: 35,00 EUR
EASDAQ	0,55%	Mínimo: 45,00 EUR	0,50%	Mínimo: 35,00 EUR
Francia (Paris)	0,35%	Mínimo: 30,00 EUR	0,30%	Mínimo: 20,00 EUR
Finlandia (Helsinki)	0,65%	Mínimo: 100,00 EUR	0,50%	Mínimo: 90,00 EUR
Holanda (Amsterdam)	0,35%	Mínimo: 30,00 EUR	0,30%	Mínimo: 20,00 EUR
Irlanda (Dublín)	0,65%	Mínimo: 60,00 EUR	0,55%	Mínimo: 50,00 EUR
Italia (Mercado continuo)	0,35%	Mínimo: 30,00 EUR	0,30%	Mínimo: 20,00 EUR
Portugal (Lisboa)	0,65%	Mínimo: 60,00 EUR	0,55%	Mínimo: 50,00 EUR
Europa No Euro				
Reino Unido (Londres, SETS)	0,35%	Mínimo: 30,00 GBP	0,30%	Mínimo: 22,00 GBP
Suecia (Estocolmo)	1,20%	Mínimo: 1003 SEK	1,00%	Mínimo: 912 SEK
Suiza (Mercado electrónico)	0,65%	Mínimo: 60,00 CHF	0,55%	Mínimo: 50,00 CHF
América Norte				
Estados Unidos (NYSE, Nasdaq)	0,35%	Mínimo: 30,00 USD	0,30%	Mínimo: 20,00 USD
Asia				
Japón (Tokio)	3,00%	Mínimo: 3500 JPY	2,50%	Mínimo: 2400 JPY
Compraventa de derechos de suscripción		0,30%	Mínimo: 50% del mínimo por compraventa de acciones en el mercado correspondiente	
Recepción de valores de terceras entidades		0,00 EUR	Por valor en recepciones libres de pago	
Entrega de valores a terceras entidades		50,00 EUR		

^[1] Se aplicarán las tarifas mínimas o fijas a cada operación realizada aunque correspondan a una única orden.

Cada orden se refiere a una operación sobre cada clase de valor, aunque en un mismo acto el ordenante lo haya hecho sobre distintos valores.

^[2] El porcentaje se calcula sobre el importe efectivo de la operación.

^[3] Gastos de mercado no incluidos

^[4] La tarifa "para inversor frecuente" en mercados españoles se aplicará previa solicitud del cliente y su efectividad estará condicionada a la realización de un mínimo de 15 operaciones en cada trimestre natural en mercados españoles. En caso contrario, se aplicará la tarifa de órdenes dadas a través de canal internet para inversor no frecuente en mercado español.

^[5] La tarifa "para inversor frecuente" en mercados internacionales se aplicará previa solicitud del cliente y su efectividad estará condicionada a la realización de un mínimo de 10 operaciones en cada trimestre natural en cualquier mercado internacional. En caso contrario, se aplicará la tarifa para inversor no frecuente en mercados internacionales.

Fuente: <http://www.inversis.com>

23. ¿Qué hay que tener en cuenta en los ETFs sobre índices internacionales?

En el caso de invertir en ETFs emitidos en países fuera de la zona Euro hay que tener en consideración que éstos se negociarán en divisas diferentes y, por tanto, los inversores estarán sometidos al riesgo del tipo de cambio, es decir, sometidos a la fluctuaciones de las monedas en el mercado de divisas y, concretamente, ante la fortaleza del euro con respecto a esas monedas o el debilitamiento de las divisas con respecto al Euro.

En los ETFs emitidos en España también estamos sometidos al riesgo de tipo de cambio al adquirir ETFs cotizados en Euros pero cuyos subyacentes son índices de países o regiones fuera de la Zona euro, aunque este efecto de la evolución del tipo de cambio se aplicara directamente en la cotización del ETF en el mercado continuo.

24. ¿Cuáles son las técnicas de análisis que pueden utilizarse con los ETFs?

La inversión en ETFs pretende satisfacer a los inversores que consideran que resulta prácticamente imposible batir al mercado a largo plazo y, por tanto, la mejor estrategia que se puede adoptar al respecto es la estrategia pasiva de invertir en el índice de referencia y obtener la misma rentabilidad que el mercado; si bien, el hecho de que se trate de fondos que cotizan en Bolsa como si se tratara de acciones permite que se pueda operar a largo, medio, corto plazo e incluso en el intradía adoptando técnicas de análisis o especulación con base en diversos métodos que permiten adoptar una gestión activa, bien invirtiendo en ETFs, o bien, gestionando carteras más o menos diversificadas con ETFs correspondientes a diversos sectores, países, expectativas de crecimiento, etc. y procediendo a su rotación en función de la evolución y las expectativas de los mercados o sectores

En este sentido es de gran utilidad la aplicación de los principales métodos de análisis como son el **análisis fundamental**, el **análisis de ratios bursátiles o multiplicadores** y el **análisis gráfico y técnico**. Pero también existen otros métodos menos conocidos o más especializados como son el análisis del riesgo, la aplicación de la Teoría del Caos a los mercados de valores, de las denominadas redes neuronales y los algoritmos genéticos los cuales pretenden, en todo caso, anticiparse a la evolución de los mercados y adoptar adecuadas decisiones de inversión.

En este sentido, y sin entrar en profundidad, se va a exponer en qué consisten estos análisis y se van a presentar sus ventajas e inconvenientes, de tal forma que el inversor se decida por alguno de ellos o una combinación que le satisfaga, y comience así un estudio detallado sobre cómo funcionan las dos principales técnicas de análisis en los mercados financieros.

El **análisis fundamental** argumenta los motivos para que la decisión de inversión se haga lo más lógicamente posible, dependiendo lo menos posible de la suerte, por ello se basa en el estudio de toda información disponible en los mercados sobre su situación macroeconómica, sectorial, política, jurídica, expectativas de crecimiento, etc. con la finalidad de descubrir oportunidades de futuro de tal forma que:

- Si se entiende que un mercado, sector, grupo de empresas, etc. están **infravalorados** en el mercado se formulará una recomendación de Compra.

- sin embargo, si se entiende que están **sobrevalorados** en el mercado se formulará un recomendación de Venta.

Para realizar este análisis se requiere un conocimiento de la economía y sus componentes macroeconómicos, sectoriales y empresariales, si bien también influyen aspectos geopolíticos.

Una parte del análisis fundamental o complementario a este es el análisis de multiplicadores o ratios bursátiles. De entre todos ellos una relación conocida por la mayoría de los inversores es la Ratio PER que puede ser aplicado sencillamente al análisis de los índices bursátiles, y, en consecuencia, para los fondos cotizados.

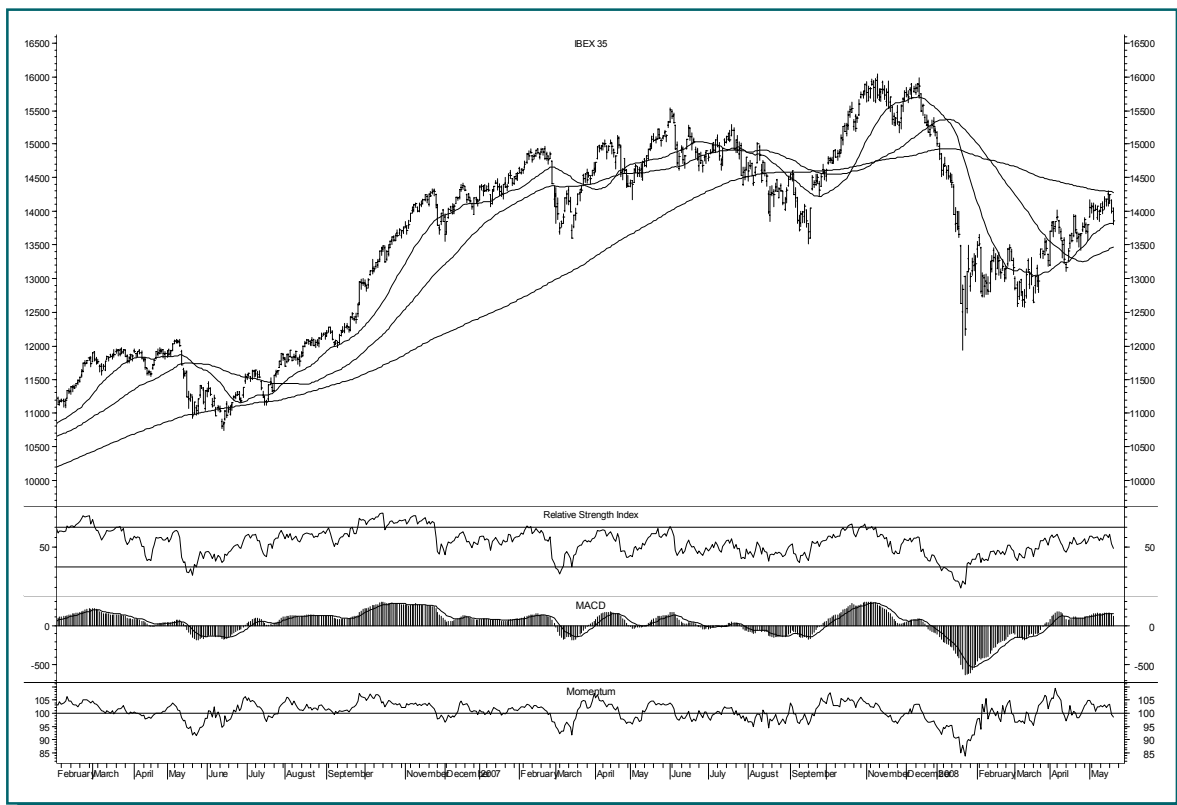
La **Ratio Precio-Ganancia o PER** aplicado a los índices bursátiles expresa lo que paga el mercado por cada unidad monetaria de beneficios de las empresas que componen el índice. Es representativa de la valoración que realiza la bolsa de la capacidad de generar beneficios de las empresas y se trata de una ratio muy utilizada y de fácil cálculo:

$$\text{PER} = \text{Valor de Mercado de las empresas que componen el índice (capitalización del índice)} / \text{Beneficios de las Empresas (B. Netos)}$$

El **análisis gráfico o «chartista»** es un método de análisis que se basa en observar la evolución a lo largo del tiempo de los movimientos que realizan las cotizaciones, mediante la utilización de gráficos o «charts».

Por tanto, un **«chart»** es un gráfico en el que se representa la evolución de las cotizaciones, tanto de los mercados como de las empresas, así como de los fondos cotizados. En el eje vertical del gráfico se ubican las cotizaciones o precios y en el eje horizontal se indica el tiempo, es decir, las sesiones de negociación, sean diarias, semanales, mensuales, etc. El **objetivo** del análisis gráfico consiste en determinar en qué situación se encuentran las cotizaciones y procurar predecir cual va a ser su evolución futura con base en su evolución pasada o historia gráfica.

El **análisis técnico** es un término comúnmente utilizado para definir y englobar todo lo concerniente al análisis basado en la utilización de gráficos, si bien, siendo más precisos es una técnica que toma como base las cotizaciones, pero que, a través de procedimientos matemáticos, estadísticos y modelos econométricos, pretende presentar indicadores que eliminen la subjetividad generada por la interpretación de los gráficos y servir de apoyo y mejora en el objetivo de predecir la evolución de las cotizaciones.

GRÁFICO 3: GRÁFICO DE COTIZACIONES DEL IBEX-35 CON INDICADORES TÉCNICOS

Nota: La cotización del índice IBEX-35 se va acumulando a medida que transcurren las sesiones de negociación, de tal forma que se va generando un gráfico o «chart» que recoge la evolución en el tiempo de la evolución del mercado. Sobre el gráfico de cotizaciones y en gráficos independientes, ubicados en la parte inferior, se incluyen algunos de los indicadores técnicos más utilizados (Medias móviles, RSI, MACD y Momentum).

Fuente: Metastock.

CUADRO 14: TIPOS PRINCIPALES DE ANÁLISIS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	
ANÁLISIS FUNDAMENTAL	ANÁLISIS GRÁFICO Y TÉCNICO
<p>1.- ANÁLISIS GEOPOLÍTICO</p> <p>2.- ANÁLISIS MACROECONÓMICO INTERNACIONAL Y NACIONAL:</p> <p>El crecimiento (PIB) de la economía mundial/europea/española</p> <p>El índice de precios al consumo (IPC)</p> <p>Los tipos de interés y la oferta monetaria</p> <p>El tipo de cambio</p> <p>La Demanda interna/externa</p> <p>La inversión pública/privada</p> <p>Tasa de ahorro</p> <p>El déficit público Y deuda pública sobre PIB</p> <p>Balanza de pagos</p> <p>Política fiscal</p> <p>Índice de precios industriales</p> <p>Mercado de trabajo (costes salariales, flexibilidad laboral)</p> <p>Política económica del gobierno</p> <p>Tasa de paro</p> <p>3.- ANÁLISIS SECTORIAL</p> <p>4.- ANÁLISIS EMPRESARIAL</p> <p>5.- VALORACIÓN DE LA EMPRESA:</p> <p>El método del valor contable, del valor de liquidación, método de descuento de dividendos, método de descuento de los Flujos de Caja Libre, valoración mediante opciones reales, método del Valor Económico Añadido (EVA).</p> <p>6.- EL ANÁLISIS BURSÁTIL DE RATIOS O MÚLTIPLOS COMPARABLES:</p> <p>La ratio precio-beneficio (PER), La ratio precio-“cash-flow” (PCF), ratio precio-valor contable, ratio Valor de la Empresa sobre Ventas, ratio Valor de la Empresa sobre EBITDA, “pay-out”, rentabilidad por dividendos.</p>	<p>1.- El análisis de los soportes, las resistencias y del volumen.</p> <p>2.- El análisis de las tendencias, las líneas de abanico, las líneas de velocidad, las líneas de Fibonacci, los canales.</p> <p>3.- Las formaciones de cambio de tendencia: hombro-cabeza-hombro, hombro-cabeza-hombro invertido, dobles y triples techos, doble y triples suelos, techos y suelos redondeados, vuelta en un día, formaciones en “V”, cuñas ascendentes y descendentes.</p> <p>4.- Las formaciones de continuación e indecisión en la tendencia: banderas, gallardetes, cuñas, triángulos, rectángulos, huecos, islas o los islotes.</p> <p>5.- Análisis de los indicadores técnicos: medias móviles, Momento, Precio R.O.C., RSI, MACD, estocástico, Parabólico SAR, sobres o “envelopes”, bandas de Bollinger, OBV, Chaikin A/D, Money Flow Index, Williams %R, etc.</p> <p>6.- Análisis de las ondas de Elliot.</p>

Fuente: Elaboración propia.

El análisis fundamental y el análisis gráfico y técnico son los métodos más conocidos para la toma de decisiones de inversión en los mercados financieros. Ambos métodos tienen como objetivo proporcionar recomendaciones de inversión con el máximo grado de fiabilidad posible, determinando, en todo caso, si se debe comprar o vender un activo, producto o instrumento financiero, habida cuenta que en los últimos años se han desarrollado sistemas más complejos que, como los anteriores, pretenden ayudar a la toma de decisiones en los mercados financieros, si bien no están disponibles, en general, para los pequeños inversores e incluso para los analistas, pues requieren de sofisticados equipos y programas informáticos o son realizados por cualificados matemáticos incorporados a las plantillas de las entidades que prestan servicios de asesoramiento o de inversión en los mercados financieros.

Las **ventajas del análisis fundamental** en la toma de decisiones de inversión en los mercados financieros son las siguientes:

- El análisis fundamental proporciona los criterios de carácter económico-financiero para la toma de decisiones de inversión, de tal forma que se trata de análisis especializados y desarrollados, generalmente, por economistas y analistas empresariales que, con base en su formación, metodología y experiencia determinan qué mercados, sectores, o grupos de empresas son más adecuados para la inversión en cada momento. Consecuentemente, proporcionan los verdaderos criterios lógicos y para algunos, los únicamente válidos, de análisis empresarial para la valoración de las acciones o de las empresas cotizadas.
- Es el método aceptado por la mayoría de los profesionales, académicos e inversores, a la vez de que se trata de métodos con validez universal.

Los **inconvenientes del análisis fundamental** son los siguientes:

- Para realizar un informe sobre un mercado, sector, empresa, mercado, etc. y que éste sea lo más preciso posible, se requiere disponer de la adecuada información, experiencia y tiempo para su elaboración, en caso contrario, no será completo y comportará un cierto grado de subjetividad, sobre todo, en lo que respecta a la hora de fijar la valoración económica de la empresa o precio teórico u objetivo de la misma.

Las **ventajas del análisis técnico** para la toma de decisiones de inversión son las siguientes:

- Se trata de un análisis relativamente sencillo y rápido de realizar. Cualquier persona, independiente de su formación o profesión puede realizarlo y con sólo observar la evolución gráfica de un valor o mercado se pueden destacar las principales características del mismo, su situación, etc.
- El acceso a la información no resulta excesivamente complicado. Los gráficos o «charts» son habitualmente proporcionados por los periódicos económicos, portales financieros de Internet, e incluso, no resulta difícil acceder a un programa informático básico gratuito para realizar este análisis.
- El análisis gráfico y técnico se puede utilizar para el análisis de cualquier mercado, ETF, valor, índice, divisa, materia prima, instrumento derivado o cualquier activo financiero o no financiero susceptible de negociarse en un mercado; y se puede analizar tal activo o mercado aunque se ignoren sus «fundamentales» y características principales. Los gráficos son homogéneos para todos, consecuentemente no se requiere una especialización en conocimientos económicos, financieros, estratégicos, según el mercado u activo objeto de análisis.
- Como consecuencia de todo ello se trata de un análisis que resulta menos costoso en su realización que el análisis fundamental.
- Los mercados descuentan el futuro y ello se observa inmediatamente en los precios, por tanto, la evolución de un gráfico de precios se anticipa a la situación económica y a los fundamentos económicos y empresariales. Es decir, la bolsa, al descontar expectativas, las refleja inmediatamente en la formación de los precios. La bolsa se anticipa a los fundamentos económicos y empresariales.

Los siguientes **inconvenientes del análisis técnico** son los siguientes:

- Requiere para su adecuada interpretación de sólidos conocimientos sobre el funcionamiento de los mercados o de los movimientos bursátiles; a la vez que exige el máximo rigor y disciplina en su aplicación y ejecución, cuestión arduamente difícil de lograr como consecuencia de diversos aspectos particulares innatos en las personas, tales como su propia personalidad, psicología, perfil de inversión, rapidez en las decisiones, etc.
- El análisis gráfico tiene componentes que le confieren un alto grado de subjetividad; es decir, la interpretación de los gráficos y las formaciones «chartistas» es realizada por los analistas muy particularmente. Esta subjetividad puede ser reducida gracias a la utilización del denominado análisis técnico.
- El análisis gráfico no proporciona un análisis con criterios económicos lógicos y reconocidos por el público en general, es decir, se trata de un análisis poco científico, con poco reconocimiento académico y no siempre defendible o creíble para terceros.

Pero, en todo caso, el análisis fundamental y el análisis técnico son métodos que no deben tener un carácter excluyente o tratarse de metodologías enfrentadas como parece que comúnmente ocurre; al contrario, ambas deben ser de utilidad para aquellos inversores y gestores de carteras que invierten tanto a corto como a medio y largo plazo; para los que operan con acciones, materias primas, bonos, derivados financieros, e incluso para aquellos inversores, gestores, etc. que, analizando y tomando decisiones con base en el análisis fundamental, pretendan optimizar la rentabilidad de su cartera o decidir más adecuadamente los momentos de adquisición o venta de valores u otros instrumentos u activos financieros, ejecutando de esta forma la decisión previamente definida por el análisis fundamental.

25. ¿Qué aspectos hay que tener en cuenta en los ETFs sobre el índice IBEX-35?

Un aspecto a tener en consideración en el momento de decidirse a invertir en fondos cotizados es que representan índices bursátiles que pretender representar la evolución de los mercados y, sin embargo, se producen algunas anomalías que hemos de analizar con el fin de saber exactamente qué afecta sustancialmente a la evolución de ese índice y, por tanto, de su ETF correspondiente; y de esta manera, a los inversores que apliquen la gestión activa con ETFs les permitirá anticiparse a la evolución del ETF.

Así, por ejemplo, podemos observar que en el IBEX-35, con fecha 21 de mayo de 2008 existen un grupo de valores, concretamente cinco valores (Telefónica, Banco Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol-YPF) que ponderan en el índice un 58,3%, mientras que el resto de los 30 valores representan en el índice un 41,7%; e incluso valores como Acerinox, Iberia, FCC, MAPFRE, BME no alcanzan individualmente ni el 1% de ponderación en el índice. Si tomamos las 10 empresas con mayor capitalización suman un 71,1%.

Por tanto, resulta que ciertos valores tienen gran influencia en la evolución del índice o el mercado y otros apenas tienen esa capacidad. Es decir, existe una elevada correlación entre un grupo reducido de valores y el índice representativo del mercado.

También se observa que, en la actualidad, Telefónica y Santander representan un 36,7% por lo que una buena parte de la evolución del mercado depende de la evolución de éstos y no del resto del mercado, provocando una elevada anomalía entre lo que debe ser un índice bursátil y lo que realmente al final es.

Por ello podemos encontrarnos que numerosos valores del mercado continuo bajen y el índice suba si Telefónica y los bancos le apoyan, manifestándose en los medios de comunicación un mercado al alza cuando el alza realmente se produce en pocos valores. Y viceversa, el mercado o el Ibex-35 puede bajar sustancialmente, debido a que los valores directores del índice bajan, y la mayor parte de los valores pueden estar subiendo.

CUADRO 15: LISTADO Y PONDERACIÓN DE LOS VALORES EN EL ÍNDICE IBEX-35

Composición del índice IBEX 35® al cierre de la sesión del día: 21/05/2008						
Cod.	Valor	Ajuste Free-Float	# Acciones	Cierre €	Capitalización €	% Ponderación
Sym.	Company	Free-Float Adjust.	# of Shares	Closing €	Capitalisation €	% Weighting
TEF	TELEFONICA		4.773.496.485	18,49	88.261.950.007,65	18,55
SAN	SANTANDER		6.254.296.579	13,78	86.184.206.858,62	18,12
BBVA	BBVA		3.747.969.121	14,78	55.394.983.608,38	11,64
IBE	IBERDROLA		4.993.742.040	9,49	47.390.611.959,60	9,96
REP	REPSOL YPF		1.220.863.463	27,52	33.598.162.501,76	7,06
ACS	ACS CONST.		352.873.134	39,16	13.818.511.927,44	2,90
POP	B.POPULAR		1.215.432.540	11,01	13.381.912.265,40	2,81
ITX	INDITEX	60%	373.998.240	33,63	12.577.560.811,20	2,64
ABE	ABERTIS INFR	80%	536.263.245	20,95	11.234.714.982,75	2,36
UNF	UNION FENOSA	80%	243.743.461	41,10	10.017.856.247,10	2,11
GAS	GAS NATURAL	60%	268.665.617	35,78	9.612.855.776,26	2,02
ANA	ACCIONA	80%	50.840.000	183,95	9.352.018.000,00	1,97
SAB	B. SABADELL		1.224.013.680	6,53	7.992.809.330,40	1,68
GAM	GAMESA		243.299.904	32,24	7.843.988.904,96	1,65
FER	G.FERROVIAL	80%	112.211.794	54,80	6.149.206.311,20	1,29
REE	RED ELEC.ESP		135.270.000	44,10	5.965.407.000,00	1,25
CRI	CRITERIA	40%	1.345.155.935	4,35	5.851.428.317,25	1,23
ACX	ACERINOX		259.500.000	17,90	4.645.050.000,00	0,98
ENG	ENAGAS		238.734.260	19,05	4.547.887.653,00	0,96
GRF	GRIFOLS		213.064.899	19,06	4.061.016.974,94	0,85
BKT	BANKINTER		396.876.110	9,64	3.825.885.700,40	0,80
IBR	IBE.RENOVABL	20%	844.812.980	4,49	3.793.210.280,20	0,80
FCC	FCC	60%	78.340.490	46,40	3.634.998.736,00	0,76
CIN	CINTRA	60%	324.873.317	10,31	3.349.443.898,27	0,70
TRE	TEC.REUNIDAS		55.896.000	56,15	3.138.560.400,00	0,66
MAP	MAPFRE	40%	910.129.665	3,40	3.094.440.861,00	0,65
IDR	INDRA "A"		164.132.539	18,34	3.010.190.765,26	0,63
SYV	SACYR VALLEH	40%	113.854.485	24,49	2.788.296.337,65	0,59
BME	BOLSAS Y MER		83.615.558	30,66	2.563.653.008,28	0,54
IBLA	IBERIA		952.908.815	2,23	2.124.986.657,45	0,45
ELE	ENDESA	5%	52.937.606	31,76	1.681.298.366,56	0,35
ABG	ABENGOA	80%	72.375.744	23,00	1.664.642.112,00	0,35
BTO	BANESTO	20%	138.866.020	11,42	1.585.849.948,40	0,33
TL5	TELECINCO	60%	147.985.114	10,65	1.576.041.464,10	0,33
			32.141.038.840			
IBEX 35® de cierre			13.857,2	Capitalización total IBEX 35®	475.713.637.973,48 €	100,00

Fuente: <http://www.sbolsas.es>

26. ¿Cuál es la fiscalidad en el IRPF de los ETFs?

Los Fondos de inversión cotizados, desde el punto de vista del IRPF, tiene la misma calificación y tratamiento que la inversión realizada en otro u otros fondos de inversión.

Ahora bien, la inversión en este tipo de fondos de inversión cotizados tiene unas notas diferenciadoras con respecto a los restantes fondos de inversión tanto en el momento de la obtención de la ganancia de patrimonio, que la misma no se encuentra sujeta a retención, como a la imposibilidad de acogerse al régimen de diferimiento por reinversión.

Estos y otros aspectos, son analizados a continuación de forma detallada y sistemática.

Calificación fiscal de los Fondos Cotizados.

El importe obtenido en la venta o transmisión de participaciones en Fondos de Inversión Cotizados recibe el tratamiento fiscal de **ganancia o pérdida patrimonial**, por importe de la diferencia entre el valor de venta o transmisión y el valor de adquisición o compra:

$$\text{Variación Patrimonial} = \text{Valor de transmisión} - \text{Valor de adquisición.}$$

La tributación de la variación de patrimonio se produce en el momento de la transmisión o venta. Esto es, las plusvalías o minusvalías latentes, es decir, no realizadas no tributan en el IRPF. En el IRPF, se tributa una vez que se procede a la venta o transmisión de las participaciones de los fondos de inversión. Mientras no se produce esta venta o transmisión no se produce ningún efecto fiscal en el IRPF del contribuyente.

Cuando se transmiten participaciones de Fondos de Inversión se considera que las primeras transmisiones corresponden a las adquiridas en primer lugar por el contribuyente; es decir, se sigue el criterio F.I.F.O. (primera entrada primera salida «First In First Out»). Es el contribuyente persona física el que ha de aplicar este criterio puesto que puede tener depositadas participaciones de un mismo fondo de inversión cotizado en diferentes entidades financieras, siendo una obligación del contribuyente la aplicación de este criterio F.I.F.O en su correspondiente declaración del IRPF.

Como se puede apreciar, en este punto no se diferencia de la fiscalidad común aplicable a la transmisión de las participaciones en Fondos de Inversión.

Ajuste de los valores de adquisición y de transmisión o amortización.

Los **gastos y tributos** derivados de la adquisición o compra y de la transmisión o venta de participaciones de fondos de inversión se suman y se restan, respectivamente, considerándose como un mayor valor de adquisición y como un menor valor de venta. Esto es, los gastos de comisiones o corretaje que se repercuten al contribuyente, tanto en la compra como en la venta, tienen la consideración de un mayor valor de compra y un menor valor de venta respectivamente. Por tanto, estos gastos no tienen incidencia en la declaración del IRPF del contribuyente hasta el momento en que el mismo procede a su transmisión. Dicho de otro modo, en estos gastos se difiere el momento de su imputación hasta el momento en que se produce la transmisión de las participaciones de los Fondos de Inversión Cotizados.

Retención.

Las ganancias de patrimonio obtenidas en la transmisión o reembolso de participaciones en **Fondos de Inversión Cotizados (FIC o «Exchanged Traded Funds» ETF)** no se encuentran sometidas a retención del 18%.

Esta es una de las grandes diferencias con respecto a la inversión en otro tipo de fondos de inversión o sociedades de inversión, en la que las ganancias de patrimonio producidas por las transmisiones de participaciones en Fondos de Inversión están sometidas a un **tipo de retención del 18%**.

Por tanto, en la ganancia patrimonial obtenida en la transmisión de participaciones de Fondos de Inversión cotizados al no encontrarse sometida a retención, el contribuyente asumirá la totalidad de la carga tributaria en el momento de realizar su declaración de la renta donde tributará al tipo fijo del 18%.

Titularidad a efectos fiscales.

Cuando se trata de **varios titulares** de las mismas participaciones, los rendimientos obtenidos se dividen en proporción a la titularidad que tengan asignada. Si no se ha señalado expresamente ningún porcentaje determinado se presume que la titularidad es por partes iguales y, por tanto, se dividirá entre los titulares que figuren.

En caso de **matrimonio en régimen de gananciales** las participaciones adquiridas con posterioridad al matrimonio se presume que son de ambos cónyuges, con independencia de quién aparezca como titular, salvo prueba en contrario. Esto tiene como consecuencia que si un matrimonio en régimen de gananciales adquiere participaciones a nombre de uno sólo de los cónyuges se entiende que el titular es la sociedad de gananciales y que los rendimientos corresponden, al 50%, a cada cónyuge, salvo que se pueda probar que se han adquirido con bienes privativos de sólo uno de ellos.

En cambio, en el caso de **matrimonio en régimen de separación de bienes** los rendimientos se atribuyen sólo a quien aparezca como titular de las participaciones.

Integración en el Impuesto.

Las ganancias o pérdidas patrimoniales obtenidas por la transmisión de participaciones en fondos de inversión cotizados se integran, con independencia de su período de generación, en la **Base Imponible del Ahorro**, tributando al **tipo único del 18%**.

Esto es, la tributación es la misma que para la inversión realizada en Fondos de Inversión no cotizados con la salvedad que a estos últimos al encontrarse sometidos a retención la carga fiscal efectiva para el contribuyente en su declaración del IRPF se ve neutralizada con la retención realizada del 18%. Mientras que en la transmisión de participaciones de Fondos de Inversión Cotizados al no encontrarse sometidos a retención su carga fiscal es la resultante de aplicar el tipo de la Base Imponible del Ahorro, esto es, el 18%.

EJEMPLO 3: TRANSMISIÓN DE PARTICIPACIONES EN UN FONDO DE INVERSIÓN COTIZADO.

El Sr. Sánchez adquiere, el 8 de octubre de 2007, 500 participaciones en un «ETF» por importe de 200.000 euros. El 12 de enero de 2008 vende estas participaciones por importe de 500.000 euros.

Determinación de la ganancia o pérdida de patrimonio.

- Valor Transmisión = 500.000 euros.
- Valor Adquisición = 200.000 euros.
- Ganancia de patrimonio = 300.000 euros. (500.000 - 200.000).

Integración de la ganancia de patrimonio.

La ganancia de patrimonio de 300.000 euros se integra en la Base Imponible del Ahorro.

Tipo de Gravamen.

Tipo único del 18%.

«Traspaso» de un fondo de inversión a otro.

Es importante tener en cuenta, que no se aplica a los fondos de inversión cotizados el procedimiento de traspaso de participaciones. Esto es, no se aplica el régimen de diferimiento por el traspaso de participaciones desde o hacia **Fondos de Inversión Cotizados (ETFs)**.

Esto quiere decir, que cada vez que se transmitan participaciones de un Fondo de Inversión Cotizado se ha de tributar por la ganancia o pérdida patrimonial producida, aunque el importe de la transmisión se reinvierta en otro u otros fondos de inversión cotizados o no. También se aplica la misma regla (se tributa por la ganancia o pérdida de patrimonio) si la transmisión o venta de participaciones procede de un fondo de inversión no cotizado y se reinvierte su importe en la adquisición de participaciones de un Fondo de Inversión Cotizado.

En conclusión, el traspaso de participaciones **desde o hacia Fondos de Inversión Cotizados** no se puede acoger al régimen de diferimiento debiendo tributar por la ganancia o pérdida patrimonial obtenida.

Régimen de compensación de pérdidas de patrimonio.

Las pérdidas de patrimonio puestas de manifiesto por la transmisión de participaciones de fondos de inversión cotizados se pueden compensar con las ganancias de patrimonio, con independencia de su período de generación, que se integran en la Base Imponible del Ahorro. Si después de dicha compensación existiese pérdida pendiente de compensar, bien por no haber ganancias de patrimonio o bien por resultar estas insuficientes, se compensará en los cuatro años siguientes con ganancias de patrimonio procedentes de la transmisión de elementos patrimoniales, esto es, procedentes de otros fondos de inversión, acciones, inmuebles, etc.

CUADRO 16: RÉGIMEN DE COMPENSACIÓN DESDE EL 1 DE ENERO DE 2007 DE LAS PÉRDIDAS DE PATRIMONIO		
	COMPENSACIÓN EN EL MISMO EJERCICIO	COMPENSACIÓN EN LOS CUATRO AÑOS SIGUIENTES
BASE IMPONIBLE DEL AHORRO (BIA)	Se compensa con ganancias de patrimonio con independencia de su período de generación	Se compensa en los cuatro años siguientes con ganancias de patrimonio con independencia de su período de generación

Fiscalidad de los fondos de inversión con «modalidad de reparto»

El tratamiento fiscal de los **beneficios periódicos (o resultados participativos) distribuidos entre los partícipes por los Fondos de Inversión con modalidad de reparto** (situación muy poco habitual en España) se consideran **rendimientos de capital mobiliario**, sujetos a un **tipo de retención del 18%**.

En cuanto a los **gastos deducibles** a los que tienen derecho estas rentas, son los gastos de administración y depósito de valores negociables.

No procede en este caso exención alguna en concepto de beneficios puesto que la Ley del IRPF establece que la exención prevista para los dividendos no es de aplicación a los dividendos y beneficios distribuidos por las Instituciones de Inversión Colectiva.

Aspectos sobre otros Impuestos.

Cuando se trata de la **transmisión de participaciones en fondos de inversión recibidas como herencia**, se toma como fecha de adquisición de las mismas la fecha del fallecimiento del causante, y como valor de adquisición el que resulte de aplicar las reglas del **Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones**, en aquellas comunidades autónomas en las que sea preceptivo.

Bibliografía

- INVERCO: *Características generales de las Instituciones de Inversión Colectiva*, INVERCO, en <http://www.inverco.es>
- LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I. (2002): *Cómo elegir un fondo de inversión*, Cie Dossat 2000, Madrid.
- MASCAREÑAS, J. (Coord.); LÓPEZ PASCUAL, J. (1997): *Renta fija y fondos de inversión*, Pirámide, Madrid.
- MATEU GORDON, J. L. (2004): *Análisis técnico de los mercados financieros*, ISTEPB, Madrid, 2003.
- MATEU GORDON, J.L.; PALOMO ZURDO, R.J.; (2004): *Productos financieros y operaciones de inversión*, ISTEPB, Madrid.
- REY PAREDES, V.; PALOMO ZURDO, R.; MATEU GORDON, J.L. (2008): *Guía Fiscal del Inversor*, (8ª. Ed.), Gabinete de Analistas Económico Financieros-FISCALWEB, Madrid.
- SOLDEVILLA, E. (1999): *Los fondos de inversión. Gestión y Valoración*, Pirámide, Madrid.
- INSTITUTO SUPERIOR DE TÉCNICAS Y PRÁCTICAS BANCARIAS (2002): *Manual práctico de los mercados financieros*, ISTEPB, Madrid.
- SOCIEDAD DE BOLSAS (2004): *Sistema de interconexión bursátil, Modelo de mercado (Versión mayo 2004)*, Sociedad de Bolsas, 2004.
- MALKIEL, B. G. (1997): *Un paseo aleatorio por Wall Street*, Alianza editorial, Madrid.

Normativa

- LEY 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- REAL DECRETO 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.
- REAL DECRETO 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.
- SOCIEDAD DE BOLSAS: CIRCULAR N° 01/2006, de 15 de mayo de 2006: Normas de Funcionamiento del Segmento de negociación de Fondos de Inversión Cotizados
- SOCIEDAD DE BOLSAS: INSTRUCCIÓN OPERATIVA N° 51/2006, de 28 de junio de 2006, sobre horarios y forma de comunicación de la composición de la cartera del fondo, cesta de valores o cantidad de efectivo susceptibles de ser intercambiados por participaciones, valor liquidativo y horarios y forma de difusión del valor liquidativo indicativo.
- SOCIEDAD DE BOLSAS: INSTRUCCIÓN OPERATIVA N° 49/2006, de 22 de junio de 2006, sobre el Desarrollo de las condiciones de comunicación y autorización de las operaciones especiales vinculadas a la suscripción y reembolso de participaciones de fondos de inversión cotizados sobre el índice ibex 35®.
- SOCIEDAD DE BOLSAS: INSTRUCCIÓN OPERATIVA N° 43/2006 del 6 junio de 2006 sobre el número mínimo y parámetros de presencia del especialista en el segmento ETF para los fondos de inversión cotizados referenciados al índice IBEX 35®.
- SOCIEDAD DE BOLSAS: CIRCULAR N° 01/2006, de 17 de mayo de 2006, sobre las Normas de funcionamiento del Segmento de negociación de Fondos de inversión cotizados en el SIBE.
- SOCIEDAD DE BOLSAS: CIRCULAR N° 1/2008, de 1 de abril de 2008, por la que se modifica la Circular 1/2006, sobre normas de funcionamiento del segmento de negociación de Fondos de Inversión Cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil.

Páginas web

ASOCIACIÓN DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y FONDOS DE PENSIONES	http://www.inverco.es
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	http://www.cnmv.es
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES	http://www.bolsasymercados.es
SOCIEDAD DE BOLSAS	http://www.sbolsas.es
BOLSA DE BARCELONA	http://www.borsabcn.es
BOLSA DE BILBAO	http://www.bolsabilbao.es
BOLSA DE MADRID	http://www.bolsamadrid.es
BOLSA DE VALENCIA	http://www.bolsavalencia.es
LATIBEX	http://www.latibex.com
IBERCLEAR	http://www.iberclear.es
INVERSI	http://www.inversis.com
INDICES MSCI	http://www.mscibarra.com
BBVA	http://www.bbva.com
BANCO SANTANDER	http://www.gruposantander.es
LYXOR	http://www.lyxoretf.es