

FUNDACIÓN DE INVESTIGACIÓN DEL INSTITUTO CFA / INFORME

UNA GUÍA COMPLETA TO ETFs (2ª EDICIÓN)

MÓDULO 1: CARACTERÍSTICAS DE LOS ETF
Y UN PAISAJE EN EVOLUCIÓN

Joanne M. Hill

ELISABETH KASHNER, CFA

Dave Nadig



**CFA Institute
Research
Foundation**

UNA GUÍA COMPLETA TO ETFs (2.^a EDICIÓN)

MÓDULO 1: CARACTERÍSTICAS DE LOS ETF
Y UN PAISAJE EN EVOLUCIÓN

Joanne M. Hill

ELISABETH KASHNER, CFA

Dave Nadig

Declaración de propósito

La Fundación de Investigación del CFA Institute es una organización sin fines de lucro creada para promover el desarrollo y la difusión de investigaciones relevantes para los profesionales de la inversión en todo el mundo.

© 2025 Fundación de Investigación del CFA Institute. Todos los derechos reservados.

Ni la Fundación de Investigación del CFA Institute, ni el CFA Institute, ni el equipo editorial de la publicación son responsables de los hechos y opiniones presentados en esta publicación. Esta publicación refleja las opiniones de los autores y no representa la postura oficial de la Fundación de Investigación del CFA Institute.

Ninguna parte de esta publicación podrá reproducirse ni transmitirse en ninguna forma ni por ningún medio, electrónico o mecánico, incluyendo fotocopias, grabaciones o cualquier sistema de almacenamiento y recuperación de información, sin la autorización del titular de los derechos de autor. Las solicitudes de autorización para realizar copias de cualquier parte de la obra deben enviarse por correo a: Copyright Permissions, CFA Institute, 915 East High Street, Charlottesville, Virginia 22902. CFA® y Chartered Financial Analyst® son marcas registradas propiedad de CFA Institute. Para consultar la lista de marcas registradas de CFA Institute y la Guía para el uso de las marcas de CFA Institute, visite nuestro sitio web: www.cfainstitute.org.

CFA Institute no ofrece asesoramiento financiero, fiscal, legal ni de ninguna otra índole en materia de inversiones. Este informe se elaboró únicamente con fines informativos y no pretende ofrecer asesoramiento financiero, fiscal, legal ni de ninguna otra índole, ni debe utilizarse como base para dicho asesoramiento. CFA Institute no se responsabiliza del contenido de los sitios web ni de los recursos de información a los que se haga referencia en el informe. La referencia a estos sitios o recursos no implica la aprobación por parte de CFA Institute de la información contenida en ellos. La inclusión de ejemplos de empresas no implica en ningún caso la aprobación de estas organizaciones por parte de CFA Institute.

Si bien nos hemos esforzado por garantizar que la información contenida en este informe se haya obtenido de fuentes confiables y actualizadas, la naturaleza cambiante de las estadísticas, leyes, normas y regulaciones puede resultar en demoras, omisiones o inexactitudes en la información contenida en este informe.

Crédito de la foto: Yurou Guan / Moment / Getty Images

ISBN impreso: 978-1-952927-51-5

Libro electrónico ISBN: 978-1-952927-52-2

CONTENIDO

Fondos cotizados en bolsa: características y panorama en evolución	1
Características de los productos ETF y enfoque en las comisiones	3
Beneficios de los ETF y factores de crecimiento	3
Los ETF conllevan riesgos y desafíos	10
Tendencias en las comisiones de gestión de ETF: La gran compresión	11
Cómo funcionan los ETF	14
Creación y redención	15
Liquidación, compensación y ventas en corto	20
Estructuras legales de los ETF de EE. UU.	23
Participantes en el ecosistema de ETF	26
Entendiendo el panorama de los ETF	27
Solicitudes de ETF y categorías de inversores	27
Estrategias de ETF: alcance y crecimiento	29
Panorama de emisores de ETF	34
Los ETF como una invención disruptiva	38
Apéndice A. Una breve historia de la industria de los ETF desde el inicio de la bolsa de valores de 1987	
Caída del mercado para detectar ETF de Bitcoin	40
Apéndice B. Cronología del ETF	43



CFA Institute

ACTIVIDAD CUALIFICADA DE APRENDIZAJE PROFESIONAL

Esta publicación califica para 1,5 créditos PL según las pautas del Programa de Aprendizaje Profesional del CFA Institute.

UNA GUÍA COMPLETA SOBRE LOS ETF (2ª EDICIÓN)

Módulo 1: Características de los ETF y panorama en evolución

Joanne M. Hill

Socio gerente

Asesoría de Bear Creek, LLC

Elisabeth Kashner, CFA

Director de Investigación y Análisis de Fondos Globales

Sistemas de investigación FactSet, Inc.

Dave Nadig

Experto independiente en ETF

Nadig.com

Fondos cotizados en bolsa: características y Paisaje en evolución

Desde su creación a principios de la década de 1990, los fondos cotizados en bolsa (ETF) han sido el segmento de mayor crecimiento en el negocio de la gestión de inversiones, alcanzando más de 11 billones de dólares a nivel mundial a finales de 2024.¹ Inversores de todo tipo recurren ahora a los ETF para operaciones a corto plazo e inversiones a largo plazo. Los ETF proporcionan acceso líquido a prácticamente todos los rincones de los mercados financieros. Como resultado, tanto grandes como pequeños inversores pueden crear carteras de calidad institucional con comisiones de gestión significativamente más bajas que las que suelen ofrecer los fondos mutuos. La transparencia de las tenencias de fondos y las estrategias de inversión permite a los inversores evaluar fácilmente la rentabilidad y los riesgos potenciales de los ETF. Esta guía ayudará a los lectores a comprender las características distintivas de los ETF como productos de inversión y negociación, así como a comprender la situación actual de los participantes actuales y futuros en la industria de los ETF.

Los ETF son productos de inversión híbridos que combinan las características comerciales de las acciones comunes con las características de inversión y estructurales de los fondos mutuos. Los fondos mutuos y los ETF ofrecen participaciones proporcionales en activos agrupados, y ambos son gestionados por asesores de inversión a cambio de una comisión. La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 regula la mayoría de los ETF y todos los fondos mutuos. Sin embargo, a diferencia de los fondos mutuos, las acciones de los ETF se negocian en el mercado secundario (bolsas de valores) y, por lo tanto, también se rigen por la infraestructura y el entorno regulatorio de las acciones y los bonos. Se accede a ellas a través de cuentas de corretaje, están disponibles en las bolsas de valores mundiales y tienen precios y liquidez continuos durante toda la jornada bursátil. Al ser valores negociados en bolsa, pueden ser objeto de margen, préstamo, venta en corto o cualquier otra estrategia utilizada por inversores de renta variable sofisticados. Se utilizan con frecuencia como valores subyacentes para derivados, como opciones y swaps.

¹Los primeros dos módulos de esta serie sobre ETF se centrarán principalmente en Estados Unidos y, por lo tanto, se utilizarán dólares estadounidenses (\$) como métrica del tamaño del activo.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Los ETF lograron su éxito y crecimiento inicial en parte porque la gestión de activos y la infraestructura de negociación estaban preparadas para la disrupción durante los dos mercados bajistas profundos de la década de 2000 a 2009. Los ETF surgieron combinando clases de activos, segmentos de mercado y factores simples en estrategias de inversión basadas en reglas, ofreciendo transparencia, bajo costo y flexibilidad.

Los inversores, frustrados por las inversiones activas de compra y retención, que no lograban protegerlos de las caídas sostenidas y profundas del mercado de valores, optaron por productos indexados para expresar sus perspectivas tácticas y buscar aplicaciones de cartera más estratégicas. La negociación electrónica sustituyó a la negociación presencial y a los creadores de mercado "de arriba". El fondo indexado cotizado en bolsa era el vehículo ideal en ese momento.

A medida que los ETF se expandieron a nuevas clases de activos, se volvieron atractivos para asesores, instituciones e incluso particulares. La liquidez diaria y la transparencia de sus carteras transformaron la forma en que los inversores acceden a estos mercados, lo que tuvo un profundo impacto en los mercados subyacentes.

La Fundación de Investigación del CFA Institute publicó Una guía completa sobre ETF en 2015.

La primera edición explicó el funcionamiento y la negociación de los ETF, así como su integración en la gestión de carteras. Esta guía también abordó la mejor manera de evaluar los ETF para cualquier objetivo de inversión o trading. Diez años después, es aún más importante que los inversores y profesionales del mercado comprendan la mecánica de los ETF y la debida diligencia. Los ETF modernos han evolucionado para ofrecer acceso a prácticamente todas las clases de activos, segmentos de mercado y estrategias de inversión, y para atender a una amplia gama de inversores, desde el inversor a largo plazo hasta el especulador intradía más activo. Esta segunda edición abarca la evolución, las características y el uso eficaz de los ETF para todo el espectro de estrategias de inversión. Segmentamos la historia de los ETF en tres breves secciones:

- **Módulo 1. Fondos cotizados en bolsa: características y panorama en evolución:**

El primer módulo se centra en los conocimientos básicos necesarios para comprender la industria de los ETF, incorporarlos a las carteras y realizar operaciones tácticas. Incluye una visión general del ecosistema y panorama actual de los ETF, un tutorial sobre la estructura y las propiedades de los ETF, un análisis de las tendencias en las comisiones de los ETF y una descripción general de las operaciones con estos.

- **Módulo 2. Evaluación de fondos cotizados en bolsa: Adecuación de las opciones a los objetivos de inversión**

El segundo módulo abordará los aspectos cruciales para que los inversores evalúen los ETF según las necesidades específicas de su cartera, comparando los ETF dentro de una categoría de inversión para inversores de diferentes tipos, desde institucionales hasta particulares, y con diferentes horizontes de inversión. También abordará los aspectos prácticos de la gestión de una cartera de ETF, desde las cuestiones de negociación y liquidez hasta la comprensión del verdadero coste total de propiedad.

- **Módulo 3. Fondos cotizados en bolsa: marco regulatorio y nuevas direcciones para la Industria**

El tercer módulo evaluará el futuro de la inversión en ETF, comenzando por el análisis del entorno regulatorio en Europa, el Reino Unido, Norteamérica y Asia, incluyendo los principales mercados globales de ETF por tamaño y actividad de negociación. Examinará temas que los emisores e inversores de ETF deben tener en cuenta en los próximos años, desde la negociación interna impulsada por impuestos hasta el crecimiento de los productos ETF. El módulo comparará los ETF con competidores actuales y potenciales, como los fondos de inversión colectiva (CIT) y la indexación directa, y abordará la posible convergencia de los ETF y los fondos mutuos a través del ETF como clase de acción. Este módulo también considerará las perspectivas de mayor innovación en los ETF y los futuros desafíos del sector.

Características de los productos ETF y enfoque en las comisiones

Beneficios de los ETF y factores de crecimiento

Para comenzar cualquier análisis del mercado de ETF, debemos preguntarnos: ¿por qué? ¿Por qué han tenido tanto éxito los ETF? ¿Qué características y factores los distinguen? Las respuestas a estas preguntas son diversas e importantes, incluyendo su origen en estrategias indexadas y estructuradas; su capacidad para ofrecer exposición a una amplia gama de clases de activos y temas de inversión; y sus ventajas estructurales frente a vehículos alternativos en cuanto a accesibilidad, coste, transparencia, liquidez, flexibilidad y eficiencia fiscal.

Los índices y las estrategias estructuradas sientan las bases para el crecimiento

La mayoría de los ETF siguen estrategias transparentes basadas en índices, en lugar de confiar la selección de valores, la ponderación y la sincronización del mercado a un equipo de gestión de cartera discrecional. Inversores de todos los tamaños han inundado las estrategias basadas en índices en las últimas dos décadas, ya sea gestionadas en cuentas separadas para inversores institucionales, CIT para quienes ahorran para la jubilación y la universidad, fondos mutuos, plataformas de indexación directa o ETF. Los inversores invirtieron en índices para aprovechar las comisiones más bajas y reducir el riesgo activo, ya que muchos comprendieron la dificultad de generar alfa real y, por lo tanto, se cansaron de pagar por un rendimiento inferior.

(A menos que se especifique lo contrario, definimos “inversiones en índices” como estrategias que se gestionan de acuerdo con la metodología y las tenencias de un índice específico, calculado y distribuido por un proveedor de índices).

El gráfico 1 muestra el crecimiento de la inversión indexada como proporción de los activos de fondos registrados en Estados Unidos, que aumentó del 19% en 2010 al 48% a fines de 2024. La proporción de activos de fondos indexados representada por ETF se ha triplicado desde 2010, del 9% al 27%, mientras que la de los fondos mutuos aproximadamente se ha duplicado, hasta llegar al 21%.

Otra perspectiva sobre este cambio hacia estrategias de fondos basados en índices se muestra en los gráficos 2 y 3, que cubren compañías de inversión registradas en Estados Unidos.

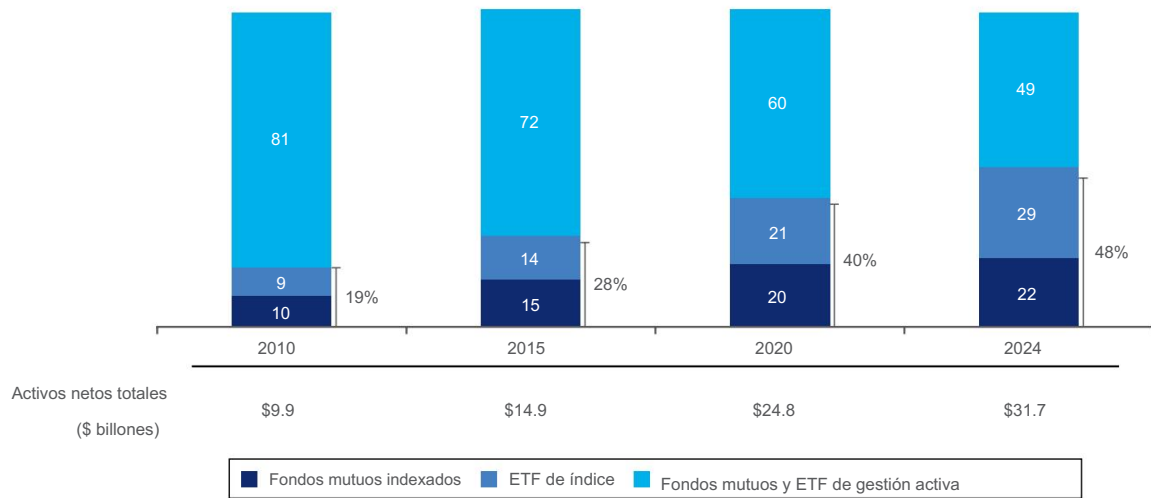
El Gráfico 2 muestra los flujos hacia fondos de renta variable nacionales durante los últimos 10 años. En conjunto, los activos de los fondos mutuos siguen siendo significativamente mayores que los de los ETF, pero la evolución de los flujos a lo largo de los años para los activos de los fondos de renta variable estadounidenses refleja la preferencia por la inversión indexada. Las salidas de cerca de 3.000 millones de dólares de las estrategias de renta variable de gestión activa se han visto reflejadas por entradas de índices de magnitud similar, la mayor parte de las cuales se han destinado a ETF.

El Anexo 3 muestra el recuento y los activos de varios tipos de fondos a fines de 2024 en los Estados Unidos, incluidos fondos mutuos, ETF, fondos cerrados (CEF) y fideicomisos de inversión unitaria (UIT).

A pesar de la ventaja de flujo de los ETF en la última década, los activos de los fondos mutuos, con 25,5 billones de dólares, todavía eran tres veces el tamaño de los activos de los ETF en los Estados Unidos a fines de 2024. Los fondos mutuos aún dominan la inversión en fondos de jubilación, donde los ETF aún no han logrado una presencia significativa, en gran parte debido a las complejidades operativas del acceso a través de transacciones bursátiles.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

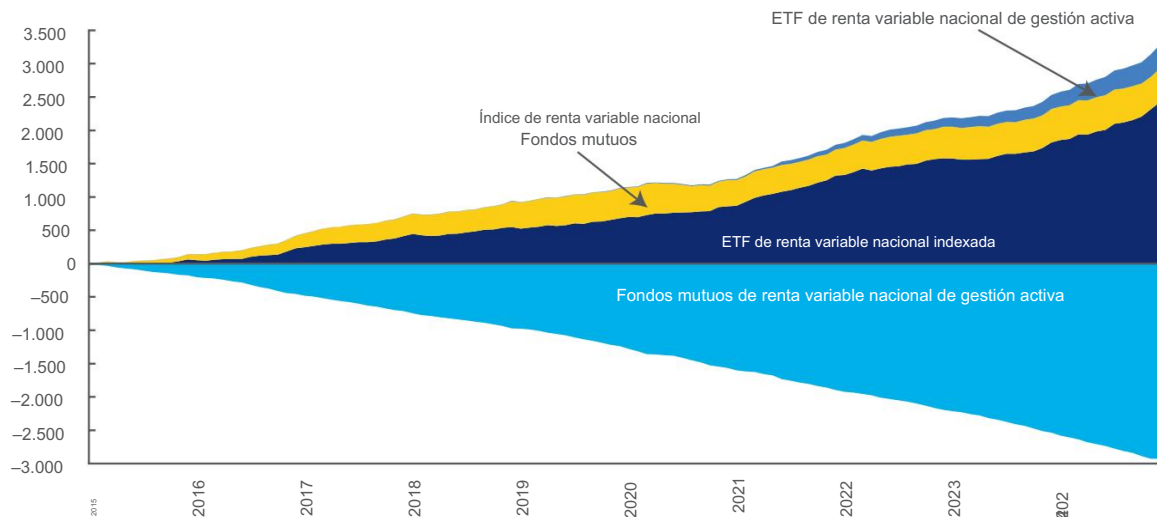
Gráfico 1. Fondos indexados como proporción del mercado de fondos
(% del total de activos netos de los fondos a largo plazo), 2010-2024



Notas: Los datos excluyen los fondos del mercado monetario. Los datos de ETF excluyen los ETF no sujetos a la Ley de 1940.

Fuente: Investment Company Institute.

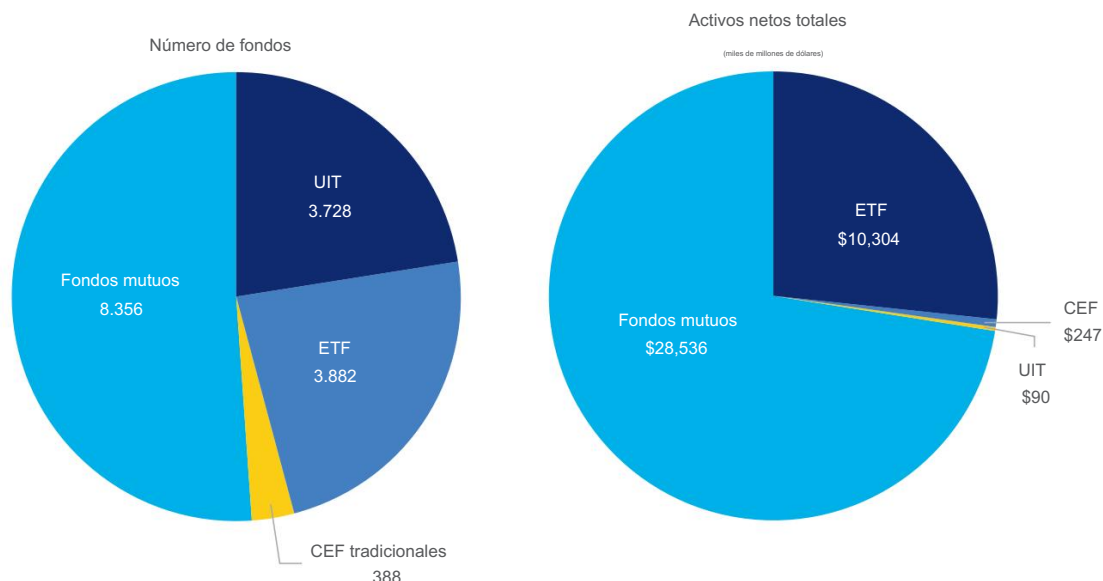
Gráfico 2. Flujos acumulados de fondos mutuos y ETF de renta variable nacional (miles de millones de dólares), 2015-2024



Notas: Los datos del fondo incluyen el flujo de caja neto nuevo y los dividendos reinvertidos. Los datos del ETF para la emisión neta de acciones incluyen los dividendos reinvertidos.

Fuente: Investment Company Institute.

Anexo 3. Activos netos totales y número de fondos de las empresas de inversión estadounidenses, al cierre del año 2024



Notas: Los datos de fondos mutuos y ETF corresponden al 31 de diciembre de 2024. Los datos de CEF y UIT tradicionales corresponden al 30 de septiembre de 2024. Los datos de fondos mutuos y ETF para el número de fondos incluyen fondos que invierten principalmente en otros fondos. Los datos de CEF incluyen únicamente CEF tradicionales. Los datos de CEF para el patrimonio neto total incluyen las clases de acciones preferentes.

Fuente: Investment Company Institute.

Los bajos costos atraen activos

Las estrategias basadas en índices se pueden ejecutar eficientemente y, por lo tanto, se pueden ofrecer a los clientes a un precio accesible. Los gestores de carteras indexadas no necesitan invertir en investigación ni análisis de valores. Los índices de base amplia y ponderados por capitalización presentan una baja rotación en comparación con las estrategias activas y, por lo tanto, requieren menos reequilibrio e incurren en menores costos de negociación que sus contrapartes activas con alta rotación. Los ETF tienen una ventaja adicional en cuanto a costos: la mayoría de los costos de negociación se externalizan, ya que los compradores y vendedores asumen el costo de la adición o el reembolso de sus activos.

La ventaja de costo de los ETF está implícita en su nombre: estos fondos se negocian en bolsas. Los inversores compran o venden un ETF a través de un bróker en una bolsa. El bróker asume los costes de registrar su identidad, enviar el prospecto, gestionar consultas y otros factores. Esto significa que los emisores de ETF solo tienen un puñado de "clientes" desde una perspectiva operativa. Es decir, las firmas comerciales (generalmente grandes creadores de mercado) que actúan como participantes autorizados (PA), es decir, autorizados para crear o reembolsar las acciones de los ETF. En cambio, en el mundo de los fondos mutuos, la gestora interactúa directamente con el inversor individual. Como resultado, los costos de distribución y registro recaen sobre el fondo, lo que eleva el costo total de propiedad. Estas son generalidades, pero la idea central se refleja en los datos: los ETF suelen ser más económicos de gestionar que los fondos mutuos tradicionales, las estrategias institucionales activas y, sin duda, los fondos de cobertura, y esos ahorros se acumulan para los inversores.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Los menores costos de invertir en ETF también se deben a la competencia. Los inversores utilizan las comisiones como criterio clave para seleccionar un ETF, ya que los ratios de gastos son visibles e impulsan el rendimiento.

La competencia ha reducido las comisiones de los ETF del índice S&P 500 a cifras de un solo dígito o incluso a cero. En el caso de las nuevas categorías de ETF, como los ETF de bitcoin al contado que se lanzaron en 2024, estos lanzamientos suelen ir acompañados de exenciones de comisiones a corto plazo para ganar cuota de mercado. La importancia de las comisiones como catalizador del crecimiento de los ETF queda patente en la compresión de comisiones que se ha producido en las distintas categorías de ETF a lo largo del tiempo, que abordaremos más adelante.

Es común que varios patrocinadores de fondos ofrezcan ETF que replican los índices más conocidos, lo que genera una competencia de precios extrema. Los cuatro ETF con diferentes comisiones que replican el S&P 500 ofrecen los mejores ejemplos: el SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY; 0,09 %) y el SPDR Portfolio S&P 500 ETF (SPLG; 0,02 %) de State Street Global Advisors (SSGA), el iShares Core S&P 500 (IVV; 0,03 %) de BlackRock y el Vanguard S&P 500 Index Fund (VOO; 0,03 %). Para los operadores frecuentes, la liquidez y el coste de las transacciones pueden compensar las diferencias en las comisiones de gestión. El mejor ejemplo de este enfoque en factores distintos a las comisiones es que el ganador en liquidez en el complejo de ETF del S&P 500, SPY, continúa cobrando una comisión del 0,09 %. Aunque esta tarifa es baja, sigue siendo la más alta en esta categoría.

Acceso a todas las clases de activos y temas de inversión

Los ETF ofrecen acceso a una amplia variedad de estrategias de inversión. Muchos inversores y asesores utilizan actualmente ETF para toda su cartera, abarcando todas las clases de activos y necesidades de inversión, desde estrategias agresivas de alto riesgo hasta instrumentos similares al efectivo. Por lo tanto, los ETF han creado una gran cantidad de nuevas oportunidades de construcción de carteras para grandes y pequeños inversores, al poner a disposición una amplia gama de clases de activos y estrategias. Incluso en la década de 1990, era difícil y costoso poseer activos alternativos, como lingotes de oro, futuros de materias primas, bonos de mercados emergentes, divisas u obligaciones de préstamos garantizados (CLO), lo que limitaba el acceso a los grandes inversores institucionales. Las estrategias complejas de renta fija se ofrecían principalmente en paquetes de fondos mutuos o a través de cuentas institucionales, ya que el mercado de intermediarios encarecía demasiado la compra (o venta) de bonos corporativos para la mayoría de los pequeños inversores.

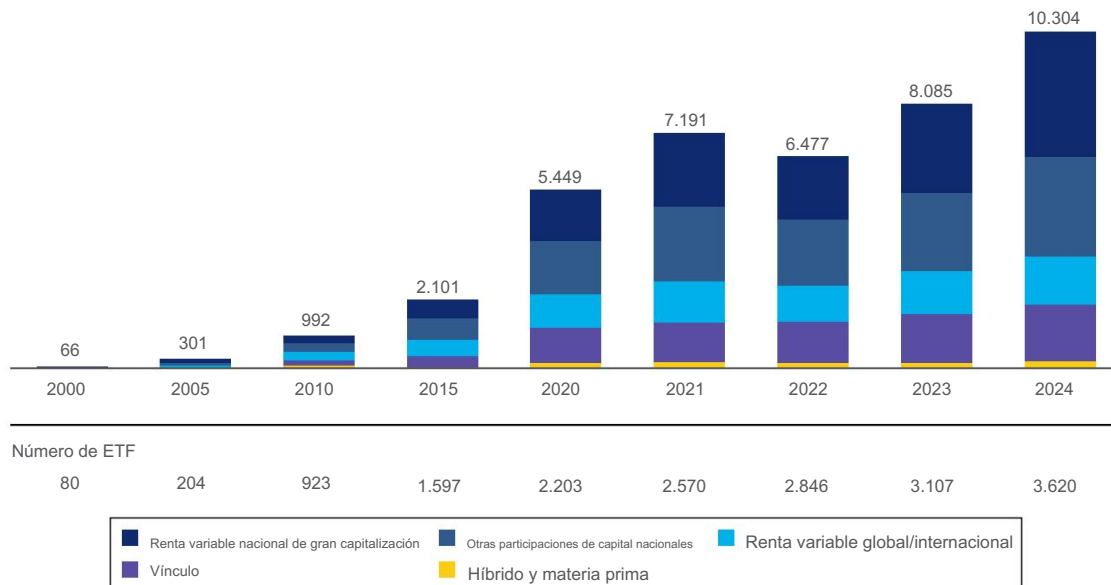
Los ETF ahora cubren todo el espectro del mercado de bonos, ofreciendo diferentes perfiles de emisor, vencimientos, riesgos crediticios y tipos de productos, como hipotecas, bonos municipales, préstamos bancarios, bonos de mercados emergentes e instrumentos más exóticos. Además, el oro, el petróleo y las materias primas agrícolas e industriales están representados en la gama de productos de los ETF, junto con las principales divisas.

El último tipo de valor en ingresar al espacio ETF es la criptomoneda, con un conjunto de ofertas de ETF de proveedores líderes con exposiciones subyacentes al contado de bitcoin y futuros de bitcoin y ether.

El Gráfico 4 muestra el desglose por clase de activo de los ETF estadounidenses desde el año 2000, según el Investment Company Institute (ICI). En 2015, los activos alcanzaron los 2.000 millones de dólares, tras haber alcanzado los 1.000 millones de dólares tan solo cinco años antes. A finales de 2024, el total de activos en ETF estadounidenses había superado los 10.000 millones de dólares, y el componente más importante, la renta variable estadounidense, se distribuyó de forma prácticamente equitativa entre renta variable de gran capitalización y otras categorías. Los ETF de renta variable y bonos globales e internacionales también han representado una parte considerable y creciente del mercado de ETF, de modo que todas las principales clases de activos están representadas y prosperan. Analizaremos con más detalle las tendencias de los flujos de capitalización a medida que analicemos el panorama de los ETF más adelante.

Muchos asesores de inversión han adoptado el enfoque de utilizar ETF exclusivamente para armar conjuntos de carteras modelo que puedan adaptarse a los objetivos de inversión y al riesgo objetivo.

Gráfico 4. Activos netos totales de ETF (miles de millones de dólares al final del año) y número de ETF, 2000-2024



Notas: Los primeros ETF de bonos, híbridos y materias primas se lanzaron en 2002, 2007 y 2004, respectivamente. Los ETF de materias primas incluyen fondos (registrados y no registrados) que invierten principalmente en materias primas, divisas y futuros.

Fuente: Investment Company Institute.

Perfil de cada inversor. De igual forma, los ETF de cartera de un solo ticker pueden utilizarse para simplificar la gestión de carteras, ofreciendo exposición a una amplia gama de clases de activos con reglas de reequilibrio predefinidas.

Además de ofrecer exposición principal a las principales clases de activos, cientos de ETF especializados ofrecen exposiciones a medida para inversores que buscan estrategias más especializadas para complementar sus posiciones de cartera exclusivamente a largo plazo. Como objetivo de inversión, algunos ETF ofrecen exposición diaria apalancada o inversa, lo que facilita el acceso a quienes buscan beneficiarse de las caídas de precios, así como del impulso alcista. Los ETF apalancados e inversos se ofrecían originalmente sobre índices, sectores y materias primas de base amplia, pero ahora también están disponibles sobre acciones individuales, compitiendo esencialmente con las ventas en corto tradicionales. Los ETF pueden incluso combinar posiciones en efectivo con swaps extrabursátiles, lo que permite a los inversores acceder a patrones de rentabilidad de productos derivados en una estructura fácilmente negociable. Por último, los ETF que combinan posiciones en opciones con un índice subyacente o una cartera de acciones también han experimentado un crecimiento significativo de sus activos desde su lanzamiento en 2018. Permiten a los inversores moldear su patrón de rendimiento con protección a la baja, límites al alza e ingresos continuos, creando una amplia gama de caminos para acceder a los rendimientos de un solo índice subyacente, como el S&P 500. Estas estrategias basadas en opciones, que tradicionalmente estaban disponibles solo para instituciones o como productos estructurados para los inversores más ricos, son mucho menos complejas de gestionar y utilizar en el paquete ETF.

Transparencia

Los ETF son, sin duda, la estructura de inversión colectiva más transparente jamás creada y se distinguen de la mayoría de los enfoques tradicionales de gestión de activos, que limitan la divulgación de las inversiones para proteger el valor de su proceso de inversión. La mayoría de los ETF publican diariamente la totalidad de las inversiones de su cartera en sus sitios web. Esta transparencia es valiosa para que los inversores supervisen la exposición, sigan cómo el ETF alcanza sus objetivos de inversión, se aseguren de que replica sus índices de referencia y verifiquen que los precios intradía se ajusten a las inversiones.

Por el contrario, los fondos mutuos actualmente deben divulgar sus tenencias de cartera cada trimestre, con un retraso de hasta 60 días. Los fondos de cobertura y los administradores de fondos institucionales generalmente informan sobre el rendimiento y las posiciones solo cuatro veces al año, con un retraso de algunas semanas después del final del trimestre, e informan solo a sus clientes actuales y potenciales. Entre estos períodos de informe, los inversores no saben si un fondo se ha invertido de acuerdo con su objetivo de inversión establecido o si el administrador ha tomado riesgos inesperados, como una apuesta significativa en una sola empresa. Los fondos pueden, y ocasionalmente lo hacen, desviarse de sus objetivos de inversión establecidos, lo que puede tener un impacto negativo en el plan de asignación de activos de un inversor. Esta falta de transparencia puede crear la oportunidad de problemas de exposición oculta. Por ejemplo, si un fondo mutuo activo decide tomar una posición significativa en un valor en particular entre períodos de informe, un inversor que mantiene ese valor en otro lugar "duplicará" su posición con una exposición no deseada.

Los proveedores de datos financieros, como Bloomberg, FactSet y Refinitiv/LSEG, proporcionan datos sobre las tenencias de ETF recopilados de los custodios como parte de sus servicios. También ofrecen detalles sobre las tenencias y los fundamentos de las carteras, como la rentabilidad por dividendo, los ratios financieros y las métricas crediticias. Los sitios web de índices ofrecen una cobertura similar para sus productos y también publican las rentabilidades diarias del índice desde su creación, que, en la mayoría de los casos, precede al lanzamiento del ETF. Como resultado, los inversores pueden evaluar las características de rentabilidad y riesgo del índice subyacente en una amplia gama de condiciones y horizontes históricos del mercado.

Liquidez y descubrimiento de precios

Otra gran ventaja de los ETF es su liquidez. Pueden comprarse o venderse durante la jornada bursátil (e incluso fuera del horario laboral) en mercados secundarios. Se han convertido en instrumentos de negociación populares, sirviendo como instrumentos de capitalización y herramientas tácticas, y brindando acceso a clases de activos volátiles.

La característica distintiva de los ETF es que, a diferencia de los CEF, cuentan con un mecanismo de creación y reembolso que garantiza que se negocien cerca de su valor liquidativo real (VL) a lo largo del día. Este proceso, que se explica más adelante en este módulo, permite el arbitraje entre el ETF y sus valores subyacentes. Los creadores de mercado y los arbitrajistas verifican continuamente la alineación de precios entre el precio de mercado del ETF y el precio de los valores subyacentes o futuros durante la jornada bursátil. Cuando la discrepancia de precios supera el coste de operar con el ETF y la cesta subyacente, los operadores tienden a actuar con rapidez para aprovechar la oportunidad de obtener beneficios, impulsando el precio hacia el VL en el proceso.

Las mesas de negociación de ETF en bancos de inversión, corredores y fondos de cobertura compiten por el flujo de órdenes de los clientes y buscan oportunidades de arbitraje entre los ETF y otros productos, incluidas las carteras.

Operaciones, swaps, opciones y futuros sobre índices similares. Estas mesas están estructuradas para comprometer capital, proporcionar información sobre los ETF y responder a preguntas sobre ejecución para inversores institucionales, asesores de inversión registrados y redes de asesores financieros. Esta estructura de mercado facilita la determinación eficiente de precios y una mayor liquidez, y es, sin duda, beneficiosa para los inversores: no solo garantiza un precio justo por sus operaciones, sino que también facilita el proceso continuo de determinación de precios para carteras que, de otro modo, serían ilíquidas. Cuando el volumen se desplaza hacia los ETF (algo habitual en periodos de alta volatilidad), el precio intradía del ETF se convierte en un dato crucial para evaluar el valor razonable de los valores que posee.

Dado que los ETF se negocian como un único valor y son más eficientes que una cartera completa, sus precios suelen ser los primeros en fluctuar cuando llega nueva información que afecta a las inversiones de un ETF. En el caso de muchos mercados ilíquidos o con precios bajos, los ETF suelen ser una fuente de descubrimiento de precios para los valores del fondo. Los ETF que contienen acciones y bonos internacionales continúan cotizando cuando los mercados de valores subyacentes están cerrados. En otoño de 2010, por ejemplo, los mercados de bonos municipales se volvieron extremadamente ilíquidos, y los ETF que replicaban estos bonos se convirtieron en la única fuente de liquidez en ese mercado. Los ETF permitieron a los inversores comprar o vender esos bonos en un momento en que los mercados primarios estaban prácticamente congelados. De hecho, muchos inversores ahora creen que los ETF proporcionan la fijación de precios más precisa de las carteras e índices de renta fija del mercado.

Flexibilidad y anonimato

La posibilidad de modificar posiciones mediante operaciones anónimas con ETF ofrece una función crucial para fondos de pensiones, fondos soberanos de inversión, dotaciones, fundaciones y fondos de cobertura: permite a estos grandes inversores institucionales acumular o reducir grandes posiciones sin revelar el tamaño de sus necesidades de negociación. Los ETF permiten a los inversores invertir o captar capital de forma eficiente con mínimas interrupciones en los mercados financieros, ya que crean un mercado centralizado para la negociación de segmentos de clases de activos, factores y temas.

Incluso los fondos que cambian entre diversas estrategias de inversión activa pueden mantener temporalmente ETFs para capitalizar su efectivo durante un período de transición entre inversiones activas. Por ejemplo, si un gran fondo de pensiones desea reemplazar a un gestor activo por otro, como un gestor de valor de mediana capitalización, podría solicitar al gestor despedido que transfiera los activos a un ETF que siga su índice de referencia. Esta posición en ETF puede luego transferirse al nuevo gestor, quien con el tiempo tendrá la oportunidad de cambiarla a acciones específicas que representen su estrategia de inversión activa.

Eficiencia fiscal y equidad fiscal

Otra ventaja clave de los ETF para los inversores es la eficiencia fiscal. En cuanto a la rentabilidad después de impuestos, en la mayoría de los casos, los ETF ofrecen una clara ventaja sobre los fondos mutuos. Los ETF ofrecen una mayor eficiencia fiscal por dos razones: (1) una menor rotación de la cartera para la gran mayoría de los ETF basados en índices y (2) la capacidad de gestionar los reembolsos de forma fiscalmente eficiente. Dado que la mayoría de las estrategias indexadas tienden a tener una rotación menor que las estrategias de gestión activa, no generan ganancias de capital en la misma medida que las estrategias activas y discrecionales comunes a los fondos mutuos. (Por supuesto, esto depende del índice porque algunas estrategias de ETF basadas en derivados y beta inteligente pueden tener una alta rotación y algunos administradores de fondos mutuos activos pueden ejecutar estrategias comerciales conscientes de los impuestos que buscan minimizar las ganancias de capital).

La equidad fiscal es otra cuestión. En un fondo mutuo tradicional, cuando los inversores desean canjear valores (o si el gestor cambia de opinión sobre los mismos), este los vende, lo que podría generar ganancias de capital que deben distribuirse entre todos los inversores individuales del fondo, quienes podrían pagar impuestos sobre las ganancias de capital por dichas distribuciones. Por el contrario, los ETF rara vez realizan distribuciones de ganancias de capital; en cambio, los canjes se gestionan en especie mediante la entrega de una cesta de valores en lugar de efectivo al beneficiario final que realiza el canje. Al entregar valores en lugar de efectivo, los gestores de cartera de ETF suelen evitar incurrir en ganancias de capital. Esto difiere los eventos fiscales hasta que el inversor del ETF liquide la participación vendiendo las acciones del ETF, lo que la mayoría prefiere. (No todos los ETF pueden aprovechar esta situación; normalmente, los ETF basados en bonos y derivados pierden esta ventaja fiscal en cierta medida).

Los ETF ofrecen una excelente oportunidad para la recuperación de pérdidas fiscales. Normalmente, si los inversores quieren vender un valor para registrar una pérdida y compensar las ganancias de otras inversiones, se aplica la regla de la venta ficticia. El artículo 1091 del Código de Rentas Internas les prohíbe reclamar la pérdida a efectos fiscales si compran un valor sustancialmente idéntico en un plazo de 30 días. Esta norma plantea problemas para una estrategia de asignación de activos a largo plazo. Sin embargo, con un ETF, los inversores a menudo pueden vender un fondo y sustituirlo por otro que siga un índice diferente pero similar, manteniendo así el foco de su exposición a la inversión y, al mismo tiempo, recuperando la pérdida fiscal.

Los ETF conllevan riesgos y desafíos

Los ETF ofrecen numerosas ventajas, como se explicó en la sección anterior. Sin embargo, antes de incorporarlos a una estrategia de inversión, los inversores deben ser conscientes de varias posibles desventajas.

El acceso sin comprensión puede ser riesgoso

Los inversores que se inician en los ETF —y sus a veces novedosas clases de activos y estrategias— podrían no estar familiarizados con los activos subyacentes, los factores de rentabilidad y los riesgos asociados. Dicho de otro modo, el hecho de que un ETF exista para facilitar la adquisición de algo no significa necesariamente que sea adecuado para todos los inversores ni para cualquier propósito específico.

A medida que los ETF se han generalizado, los inversores pueden creer que saben lo que compran simplemente por el nombre del fondo o el ticker. Podrían llevarse una gran sorpresa si no se toman el tiempo de investigar la estrategia del fondo. Esta información es fácil de obtener, dado que los reguladores exigen una divulgación pública significativa de los objetivos, estrategias y riesgos de los ETF. Quizás más que con cualquier otra forma de inversión, con los ETF, la responsabilidad de comprender la metodología de construcción de la cartera y las posibles exposiciones recae en el inversor.

Además, muchos ETF ofrecen exposición a través de futuros, pagarés estructurados o swaps; estos vehículos de inversión implican estructuras de cartera más complejas, riesgos de contraparte, apalancamiento y un tratamiento fiscal poco común. Los ETF que ofrecen exposición a materias primas, rentabilidades apalancadas e inversas, divisas, volatilidad o derivados están particularmente expuestos a este riesgo. Los inversores que consideren estas estrategias de inversión menos convencionales podrían necesitar explorar sus características con mayor profundidad que si invirtieran en inversiones más convencionales. Muchos inversores recurren a profesionales financieros, como asesores de inversión registrados, para realizar investigación, diligencia debida, análisis de riesgos y la construcción de carteras de ETF a cambio de una comisión, o bien recurren a carteras modelo de ETF de marcas reconocidas para eludir el proceso de diligencia debida.

Costos de transacción y perturbaciones del mercado en las tenencias subyacentes

Si bien los ETF tienen ratios de gastos más bajos y a menudo una rotación menor (y costos comerciales relacionados) que los fondos mutuos, sus tenedores sí incurren en costos de transacción al comprar y vender. La negociabilidad en bolsa conlleva la carga de pagar comisiones, diferenciales entre oferta y demanda y, potencialmente, primas y descuentos sobre el valor liquidativo del fondo. Si bien muchos brókeres ofrecen programas de negociación sin comisiones para ETF con costos de negociación reducidos para ciertos inversores, incluso dentro de estos programas sin comisiones, los inversores en ETF deben asumir el diferencial. es decir, la diferencia entre el precio al que se ofrece un ETF para su compra frente a su precio de venta.

La mayoría de los emisores de ETF cuentan con equipos de mercado de capitales que ayudan a los grandes inversores a desarrollar estrategias de negociación. Suelen recomendar a los pequeños inversores en ETF el uso de órdenes limitadas y evitar la negociación en la apertura y el cierre, cuando la alineación del precio del ETF con los valores subyacentes puede ser menos eficiente. Por el contrario, los fondos mutuos suelen operar libremente, pero internamente incurren en los costes de compraventa de los valores subyacentes con el flujo de caja diario o las variaciones en las inversiones de la cartera. Si bien los costes de negociación de las comisiones y el impacto en el mercado se reflejan en el rendimiento del fondo, en general permanecen ocultos para el inversor en fondos mutuos.

Las disrupciones en los mercados de los valores subyacentes a un ETF generalmente afectan los diferenciales y la capacidad de negociación de estos. Esto quedó claro para los inversores durante los llamados flash crashes de mayo de 2010 y agosto de 2015, cuando muchos ETF vieron suspendida o interrumpida su negociación debido a la suspensión de una gran parte de las acciones que poseían. Dado que una misma acción puede estar presente en varios ETF, las suspensiones simultáneas de varias acciones probablemente afectarán a su vez a los ETF en los que se encuentran. En 2010 se implementaron nuevas normas para reducir este posible impacto, estandarizando la reapertura de los ETF tras una interrupción. Sin embargo, los inversores deben seguir previendo que la negociación de ETFs esté sujeta a los mismos riesgos de disrupción que los que se aplican a los valores, materias primas o futuros subyacentes.

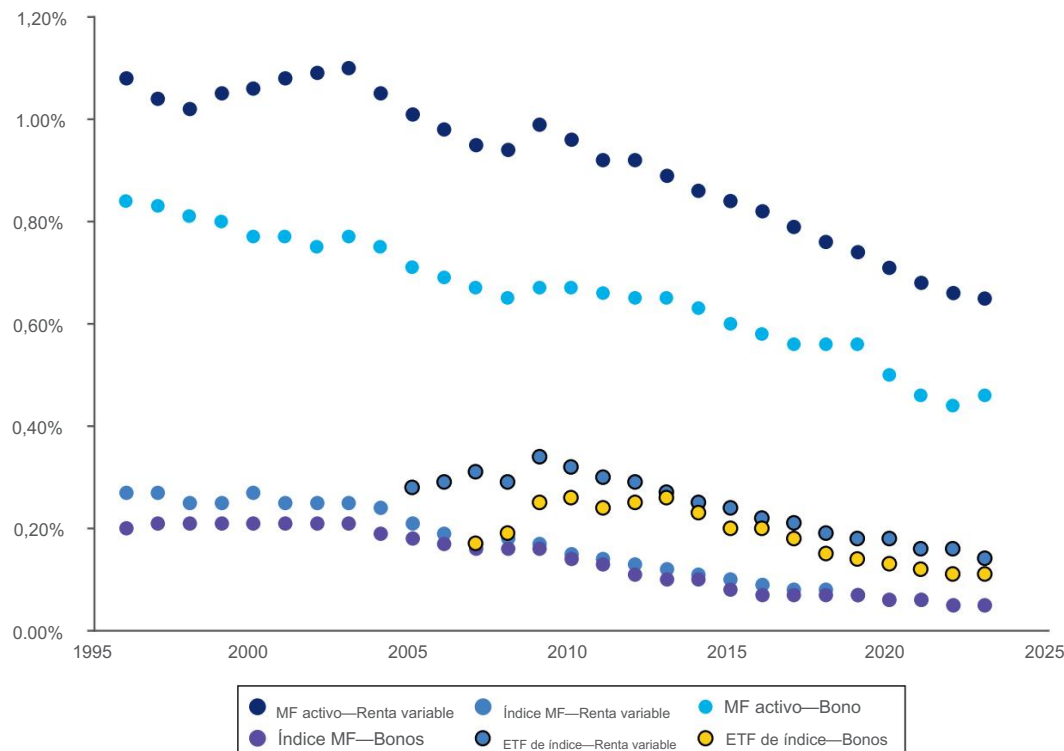
Tendencias en las comisiones de gestión de ETF: La gran compresión

Los ETF, especialmente los productos de base amplia y ponderados por capitalización que dominan la industria estadounidense de ETF, han ganado terreno frente a otros fondos por su fama de bajos precios y porque su precio se abarata cada año. La combinación de tecnologías de inversión indexada y la estructura de los ETF ha permitido a los gestores de activos gestionar carteras altamente eficientes. Los inversores en ETF han aprovechado los beneficios de este ahorro de costes.

Primero, conviene contextualizar un poco. A medida que la industria de fondos creció y las mejoras tecnológicas aumentaron la eficiencia operativa, los gestores de activos lograron reducir las comisiones de gestión en todo tipo de productos, especialmente en fondos mutuos y ETF. Según ICI, el ratio de gastos promedio ponderado por activos de un fondo mutuo de renta variable de gestión activa disminuyó del 1,10 % en 2003 al 0,65 % en 2023, una reducción del 41 %. Esta trayectoria descendente es típica, como lo demuestran los datos de ICI, que se muestran en el Gráfico 5.

Un hallazgo claro: las estrategias basadas en índices son mucho más económicas que sus contrapartes de gestión activa, y lo han sido durante décadas. En 1996, el punto de partida del conjunto de datos de ICI, los activos en fondos mutuos pasivos eran inferiores a 100 000 millones de dólares, lo que representaba una vigésima parte del tamaño de los fondos activos. En aquel entonces, las comisiones de gestión pasiva de fondos eran un 75 % más bajas que las de los gestores activos.

Gráfico 5. Índices de gastos por año y tipo de fondo, 1996-2023



Nota: Los ratios de gastos se miden como promedios ponderados por activos.

Fuente: Investment Company Institute, "2024 Investment Company Fact Book: Data Tables" (2024). www.ici.org/factbook/data-tables.

Ventajas estructurales de la inversión indexada

Esta ventaja en costes de las estrategias basadas en índices se debe a varios factores, como los menores costes de investigación (sin necesidad de un ejército de analistas ni gestores estrella) y las mínimas comisiones de negociación para los fondos que replican índices de baja rotación. Las operaciones de los fondos también se pueden optimizar, ya que los pasivos requieren menos gestión de riesgos, cumplimiento normativo y apoyo de marketing. Los enfoques de inversión basados en índices también son escalables, lo que permite a un solo equipo gestionar cientos de miles de millones de dólares. Por ejemplo, un equipo de cuatro personas gestiona los fondos Vanguard S&P 500, que incluyen tanto ETF como clases de acciones de fondos mutuos, que contaban con 1,4 billones de dólares en activos al 28 de febrero de 2025.

Ventajas estructurales de los ETF

La rentabilidad de los ETF es un factor crucial para el creciente éxito de este vehículo. Gracias a su estructura y modelo de distribución optimizados, los ETF ofrecen una importante ventaja operativa sobre los fondos mutuos tradicionales. Un factor clave es la reducción de los gastos generales para los proveedores de ETF, ya que no necesitan mantener registros detallados de los accionistas ni gestionar reservas de efectivo para reembolsos, a diferencia de las compañías de fondos mutuos.

Los costos operativos de los ETF suelen ser inferiores a los de los fondos mutuos. Los ETF no cobran comisiones de venta ni penalizaciones por operaciones a corto plazo, y pueden evitar las comisiones de comercialización 12b-1 habituales en los fondos mutuos. Si bien los inversores en ETF pueden incurrir en comisiones de negociación y afrontar diferenciales entre oferta y demanda al comprar y vender acciones en una bolsa, evitan las comisiones recurrentes de cuenta (las llamadas "wrap") que pueden generarse a través de los asesores patrimoniales.

El modelo de distribución de los ETF también promueve la rentabilidad. En lugar de pagar directamente a los asesores, los emisores de ETF pagan comisiones de plataforma (conocidas como "pay to play") a las casas de bolsa, asignándoles un porcentaje del ratio de gastos del ETF a cambio de ofrecerlo en condiciones de negociación favorables.

Invertir en índices + ventajas estructurales de los ETF = una gran ganancia

La gestión de índices es más barata en comparación con la gestión de inversiones discrecionales activas. La estructura de los ETF también reduce al mínimo los costes. No sorprende que los ETF de seguimiento de índices más grandes y de mayor alcance sean prácticamente gratuitos. La compresión de comisiones ha sido una tendencia predominante en el sector de los ETF, impulsada por dos factores principales: (1) la preferencia de los inversores por los productos más económicos y (2) la reducción de las comisiones por parte de los gestores de activos para mantenerse competitivos. A medida que los inversores se han vuelto más conscientes de los costes, se han inclinado por las opciones de inversión con las comisiones más bajas disponibles, lo que presiona a los emisores de ETF para que reduzcan los ratios de gastos en todas las clases de activos y estrategias de inversión.

Para los inversores, la reducción de comisiones ha sido sumamente positiva, permitiendo finalmente a los inversores más pequeños captar rentabilidades del mercado mediante productos de coste ultrabajo. Hoy en día, cualquier persona con una cuenta de corretaje puede acceder al mercado bursátil global y a la mayoría de los bonos con grado de inversión denominados en dólares estadounidenses por menos del 0,04 % de comisiones anuales. El Gráfico 6 muestra un ejemplo de una cartera de tres fondos, compuesta por un 60 % de exposición a renta variable y un 40 % a renta fija, seleccionados por los analistas de FactSet para cubrir los mercados bursátiles globales y de bonos estadounidenses.

Es posible construir una cartera aún más barata, aunque podría ser menos completa.

En cambio, los emisores de ETF han tenido que competir agresivamente en los niveles de comisiones y se han vuelto extremadamente eficientes para ofrecer valor a sus clientes. Al 30 de junio de 2024, la comisión promedio de los ETF estadounidenses, ponderada por activos, era de tan solo 17 puntos básicos. Hoy en día, casi el 60 % de los activos de los ETF se mantienen en fondos con ratios de gastos de 10 puntos básicos o menos; aquellos con un coste de entre 10 y 20 puntos básicos representaban otro 18 % de los activos bajo gestión.

Los inversores llevan años presionando a la baja las comisiones de los ETF, canalizando la mayoría de sus nuevas inversiones hacia los productos más económicos. Esto ha provocado una guerra perpetua de comisiones entre los inversores de activos.

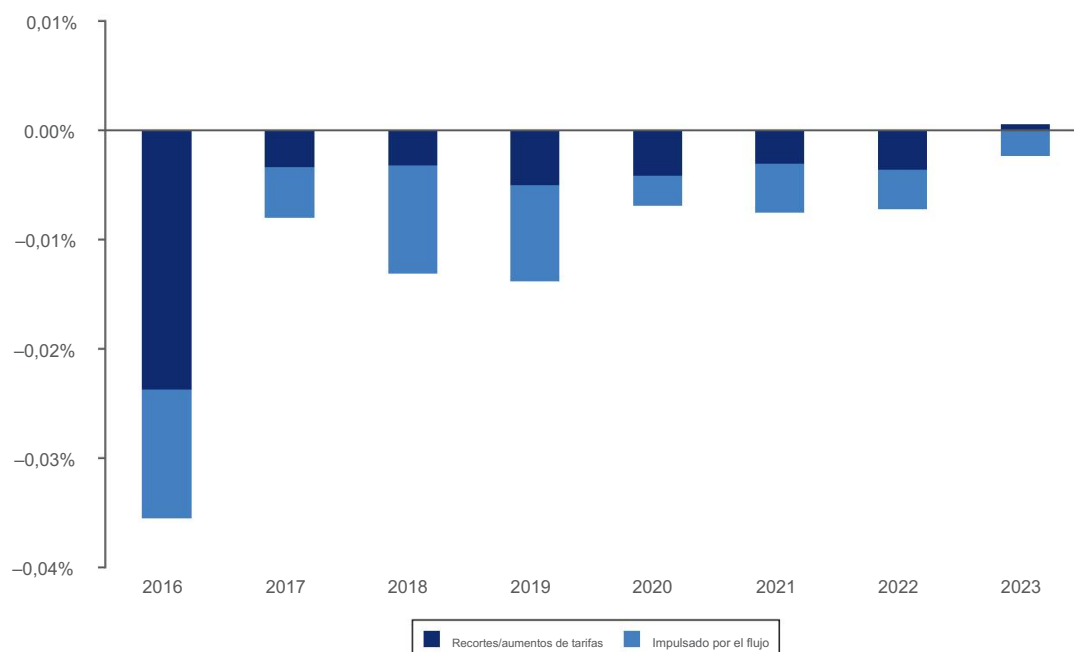


Anexo 6. Ejemplo de una cartera de tres fondos

Corazón	Nombre	Índice de gastos	Peso
VTI	ETF del mercado de valores total de Vanguard	0,03%	36%
IXUS	ETF de acciones internacionales iShares Core MSCI Total	0,07%	24%
AGG	ETF de bonos agregados estadounidenses iShares Core	0,03%	40%

Fuente: FactSet (31 de marzo de 2025).

Gráfico 7. Cambios en el ratio de gastos de los ETF



Fuente: E. Kashner, "Los inversores en ETF rechazan el aumento de comisiones", FactSet (1 de febrero de 2024). <https://insight.factset.com/>

Los inversores en ETF dicen no, gracias a las subidas de las tasas.

Los gestores, que compiten por el precio más bajo, reducen sus comisiones y aceleran un círculo virtuoso. El Gráfico 7 muestra la evolución del ratio de gastos ponderado por activos desde 2016, desglosado por la proporción atribuible a los gestores de activos (reducciones/subidas de comisiones) y los flujos hacia ETF de menor coste (impulsados por el flujo).

Durante el primer semestre de 2024, los ETF que ganaron cuota de mercado costaron solo 15 puntos básicos, mientras que los que perdieron terreno frente a sus competidores costaron 19 puntos básicos. Las cifras son similares para los ETF de renta variable. 14 puntos básicos para los que ganaron cuota de mercado y 18 puntos básicos para los que la perdieron. La competencia fue aún más reñida entre los ETF tradicionales (aquellos que replican índices que replican el mercado, total o parcialmente), de modo que los ETF que ganaron cuota de mercado costaron tan solo 8 puntos básicos (promedio ponderado por activos). Los inversores han dejado claras sus preferencias y han lanzado el reto de ofrecer comisiones competitivas a los gestores de activos que deseen consolidarse en la industria de los ETF, en rápido crecimiento.

Cómo funcionan los ETF

Los ETF funcionan de forma diferente a los fondos mutuos. Estas diferencias no solo determinan los beneficios distintivos que ofrecen, sino también algunos de sus riesgos. En esta sección, explicamos cómo funcionan los ETF, desde su concepción hasta la negociación diaria y el procesamiento del flujo de fondos. Estos conceptos incluyen (1) el proceso de creación y reembolso y la función del arbitraje, (2) la liquidación y compensación, (3) las estructuras legales de los ETF estadounidenses y (4) los contribuyentes de la industria en el ecosistema de los ETF.

Creación y redención

Al igual que las acciones, los ETF se negocian en las bolsas de valores. Sin embargo, a diferencia de estas, no se negocian mediante una oferta pública inicial (OPI) tradicional basada en suscripción. A diferencia de los fondos mutuos, las acciones de los ETF no están disponibles para el inversor mediante suscripción directa. En cambio, los ETF cuentan con un mecanismo de creación y reembolso que permite la creación y destrucción continua de acciones (aunque las acciones iniciales generalmente se crean con capital inicial de los socios comerciales durante los primeros días de su existencia). Como ya se mencionó, comprender cómo funciona este mecanismo entre los gestores de ETF y los AP es esencial para comprender los beneficios y algunos de los riesgos potenciales de los ETF.

El proceso de creación y redención

Quizás el componente más importante y distintivo de la estructura de un ETF sea el proceso de creación y reembolso de acciones. La mejor manera de explicar este proceso es describiéndolo en acción. Imagine que desea invertir su dinero en un ETF. Coloca una orden de compra en su cuenta de corretaje y su corredor gestiona la compra de esas acciones a un inversor que desea venderlas. Tras la ejecución de la orden, usted recibe las acciones del ETF en su cuenta de corretaje, tal como si hubiera realizado una transacción en el mercado secundario. Desde su perspectiva, la operación está realizada. Sin embargo, entre bastidores, el proceso apenas comienza.

El emisor del ETF aún no sabe que usted compró estas acciones y no recibe ninguna entrada de dinero para invertir. Las acciones simplemente se transfieren en el mercado secundario del vendedor (un inversor) al comprador (otro inversor) y pasan por un proceso de liquidación de valores.

El proceso funciona bien, pero parece crear un problema de la gallina y el huevo: si solo se pueden comprar acciones de ETF de otro inversor, ¿de dónde provienen las primeras acciones?

Las acciones de ETF solo pueden ser creadas o canjeadas por un grupo especial de inversores institucionales (AP). Quienes se designan al emitir el ETF. Los AP son grandes corredores/distribuidores, a menudo creadores de mercado, autorizados a realizar transacciones con el emisor durante el proceso de creación y reembolso. En este sentido, los AP interactúan con los emisores de ETF de forma similar a como los inversores individuales interactúan con una firma tradicional de fondos de inversión.

El Anexo 8 ilustra el proceso de creación y negociación de ETF, dividiendo el acceso a los fondos en mercados primario y secundario. Los AP interactúan en el mercado primario con el emisor del ETF intercambiando los valores subyacentes según la composición del fondo ese día o efectivo, según los precios de cierre de los valores de la cesta, por acciones del ETF. Los inversores compran y venden a través de intermediarios en una bolsa del mercado secundario. En muchos días, no se crean ni se reembolsan fondos en el mercado primario cuando las órdenes de compra y venta están prácticamente equilibradas.

En este proceso, el AP es, en efecto, el inversor del ETF desde la perspectiva del emisor o gestor del fondo. El AP tiene responsabilidades y oportunidades que van más allá de las de un inversor típico en fondos mutuos. Cuando un inversor en fondos mutuos desea comprar nuevas acciones de una empresa de fondos mutuos, le envía efectivo a dicha empresa. Algunos ETF (en particular, algunos ETF de bonos) se negocian en efectivo, pero la mayoría opera mediante la creación y el reembolso de fondos en especie.

La creación y el reembolso comienzan cada día cuando un emisor de ETF publica una lista de valores que desea incorporar o retirar del fondo. Por ejemplo, un gestor de ETF del S&P 500 suele querer poseer todos los valores del índice S&P 500 con las ponderaciones exactas en las que aparecen.

Anexo 8. Proceso de creación, reembolso y negociación de ETF



Ese índice. Esta lista de valores específicos de cada ETF (denominada "cesta de creación") se publica diariamente. Algunos fondos pueden publicar cestas de creación y finalización independientes que, al combinarse, ofrecen una visión completa de la cartera. El fondo también puede publicar una cesta de reembolso si desea desinvertir en una cesta de acciones diferente a la que desea adquirir. Por ejemplo, un fondo podría utilizar una cesta de reembolso que contenga una acción de la que intenta deshacerse y excluirla de la cesta de creación.

Al crear nuevas acciones de ETF, el AP acude al mercado y compra todas las acciones de la cesta de creación para ese día, según el número de acciones especificado. Tras canjear esta cesta de valores por acciones de ETF del emisor, que tienen el mismo valor, el AP puede acudir al mercado y vender las acciones de ETF a inversores individuales.

Estas transacciones entre el AP y el emisor del ETF se realizan en grandes bloques (denominados "unidades de creación"), que tradicionalmente equivalen a 50.000 acciones del ETF. El intercambio es uno por uno: una cesta cuidadosamente definida de valores subyacentes se intercambia por un bloque de acciones del ETF.

Este mismo proceso también funciona a la inversa: si el AP tiene un bloque de acciones de ETF para canjear, las presenta para su canje al emisor del ETF y recibe la canasta de valores subyacentes.

La AP puede luego vender estas acciones en el mercado abierto o mantenerlas como parte del inventario de su cartera de negociación.

Las tenencias de la cesta de creación de ese día se publican cada mañana y están disponibles para todos los participantes del mercado. Como resultado, un AP puede negociar acciones o ETF en el mercado secundario durante la jornada bursátil (al igual que otros creadores de mercado con recursos dedicados al arbitraje de ETF). Los AP pueden vender 50.000 acciones de ETF sin necesidad de tenerlas en inventario y, al mismo tiempo, comprar la cesta de valores subyacentes, ya que podrán canjear la cesta por las 50.000 acciones de ETF al final del día. Si bien el proceso de canje de cestas se realiza después del cierre mediante la liquidación nocturna, el AP puede basarse en la composición de la cesta para cotizar los diferenciales de oferta y demanda y ejecutar operaciones a lo largo del día.

El costo y los riesgos del arbitraje de ETF se ven afectados por la amplitud del diferencial entre oferta y demanda y el rango de negociación en torno al valor de la cartera intradía.

Arbitraje de ETF

El mecanismo de creación y reembolso recíproco es vital para garantizar que el precio del ETF se mantenga dentro de un rango estrecho en torno al valor liquidativo de la cartera de valores que posee. La mayoría de los inversores, grandes y pequeños, compran ETF a través de sus cuentas de corretaje, al igual que hacen con las acciones. El precio que pagan esos inversores se basa completamente en la oferta y la demanda de ese ETF, al igual que con una acción. Cuando los compradores superan a los vendedores, el precio del ETF sube. Sin embargo, si el precio del ETF sube más de lo que el valor real de los valores subyacentes sugeriría como "justo", los AP y otros creadores de mercado entran en acción en el mercado. Específicamente, cuando pueden comprar los valores subyacentes y crear nuevas acciones del ETF a valor razonable al final del día, comenzarán a vender acciones del ETF a su valor temporalmente inflado, mientras que simultáneamente compran la cesta para capturar el diferencial de valor. Esta oportunidad de arbitraje no solo crea un incentivo para que los AP proporcionen liquidez, sino que también mantiene el ETF cotizando a valor razonable o cerca de él.

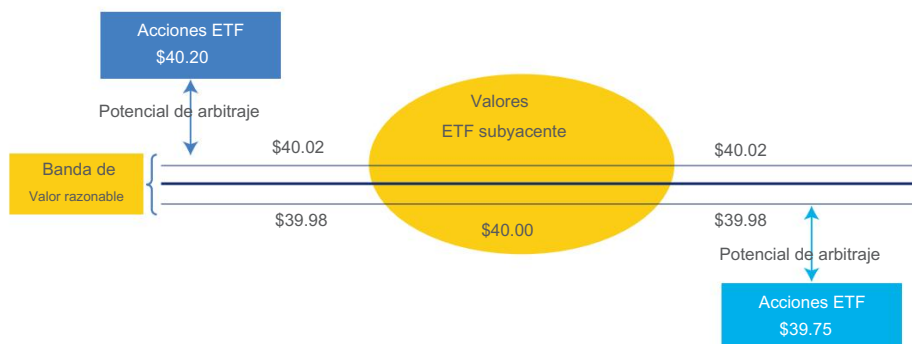
El escenario del Anexo 9 muestra cómo funciona el proceso: el precio de oferta del ETF en la bolsa es de \$40.20. Sin embargo, el valor razonable del ETF, basado en sus acciones subyacentes, es de tan solo \$40.00, y el costo de negociación para el AP es de aproximadamente 2 centavos por cada lado del valor razonable. En este caso, un AP comprará la cesta de valores que replica el ETF y la intercambiará con el proveedor del ETF por una unidad de creación. El AP venderá entonces las acciones del ETF a \$40.20 y se embolsará la diferencia de 18 centavos por acción (tras considerar el costo de 2 centavos del arbitraje).

Esta actividad comercial presiona a la baja el precio del ETF, ya que el AP está impulsando acciones al mercado. También presiona al alza los precios de los valores subyacentes, ya que el AP ingresó al mercado y compró las acciones subyacentes. Si el precio de la acción del ETF cotiza con una prima, el AP repetirá este proceso hasta que no exista ninguna otra oportunidad de arbitraje.

Sin embargo, si el ETF se ofrece a la venta a \$39.75, el AP (creador de mercado) comprará esas acciones baratas a \$39.75 con el plan de canjearlas con el proveedor del ETF a cambio de la cesta de acciones subyacentes. El AP puede entonces vender las acciones en la bolsa y embolsarse...

.....

Anexo 9. La banda y el proceso de arbitraje de ETF



Fuente: Este gráfico es un ejemplo hipotético construido por los autores con fines ilustrativos.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

La diferencia de precio de 23 centavos por acción, una vez deducidos los costos de transacción. De nuevo, si el precio de la acción continúa ofreciéndose con descuento, AP continuará con este proceso hasta que no exista más oportunidad de arbitraje.

El diferencial de valoración en el que resulta lógico que intervengan los creadores de mercado de ETF se denomina "brecha de arbitraje" y varía según la liquidez de los valores subyacentes y diversos costes relacionados. Para algunos ETF, esta brecha o banda en torno al valor razonable puede ser de tan solo 1 céntimo, mientras que para otros puede ser considerable. Sin embargo, para cualquier ETF, la brecha crea una banda en torno al valor razonable dentro de la cual el ETF fluctuará sin dar lugar al arbitraje.

Estos son escenarios abstractos, por supuesto, y no incluyen todos los costos potenciales en que incurren los AP. El AP generalmente cubre todos los costos de negociación asociados con la compra de las cestas y las acciones del ETF, y también paga una comisión al proveedor del ETF para cubrir los costos asociados con las actividades de creación y reembolso. Si el AP realiza transacciones de un tamaño inferior a la unidad mínima de creación (es decir, si existe demanda de solo 30 000 acciones), dado que solo puede crear bloques de 50 000 acciones, debe pagar costos adicionales para cubrir las 20 000 acciones restantes hasta que puedan ser liquidadas.

Estos y otros costos similares influyen en el tamaño de la prima o el descuento que debe ser necesario antes de que el AP intervenga en el proceso de creación y reembolso. Las mesas de ETF de los AP, como grandes y activos participantes del mercado financiero, cuentan con operadores que crean mercados en ETF con regularidad, además de crear y canjear. Como resultado, sus comisiones y costos de negociación suelen estar entre los más bajos de los participantes del mercado de valores. A menudo, consolidan la creación de mercado de ETF con otras actividades de negociación de productos de cartera o índice que se realizan en su empresa, lo que mantiene sus costos y riesgos netos al mínimo. Por ejemplo, en lugar de comprar todos los valores de una cesta de creación, el AP puede optar por utilizar las acciones que posee, como creador de mercado, en su inventario. Además, después de un día de compraventa de ETF, un AP solo se preocupa por la exposición neta, larga o corta, en sus transacciones con el emisor del ETF. En muchos casos, cada fondo tiene solo unos pocos AP, lo que reduce la complejidad operativa de la gestión diaria de los flujos de fondos.

Los AP absorben todos los costos de adquisición de nuevos valores para el fondo, lo cual constituye una ventaja significativa al gestionar los flujos de entrada y salida del ETF. Dado que los inversores solo pagan al entrar y salir del fondo, estos costos se reflejan en el diferencial de negociación del ETF. Por lo tanto, los accionistas actuales y actuales del ETF están protegidos del impacto negativo de los costos de transacción derivados de la entrada y salida de capital del fondo por parte de accionistas nuevos o que realizan reembolsos.

En cambio, cuando un nuevo inversor entra en un fondo mutuo tradicional, las comisiones de negociación asociadas con la inversión de su capital corren a cargo de los demás accionistas del fondo. Lo mismo ocurre cuando un inversor vende: los costes se distribuyen entre los inversores que permanecen en el fondo. Dado que la estructura del ETF integra los costes de negociación en el diferencial del ETF, asigna la comisión a los inversores correspondientes, es decir, a quienes realizan las compras y ventas.

Vale la pena diseñar ETF teniendo en mente a los participantes autorizados

Los emisores de ETF tienen una enorme capacidad para influir en el funcionamiento del proceso de creación y reembolso de un fondo al diseñar un ETF. Si el emisor exige que el tamaño de una creación...

Si la cesta es de 200.000 acciones y no de 50.000, un AP tendrá más dificultades para intervenir en el arbitraje cuando la nueva demanda neta sea inferior a 200.000 acciones. El tamaño de las cestas puede variar desde 10.000 acciones para los bonos cotizados en bolsa (ETN) de materias primas de UBS hasta 600.000 acciones para algunos ETF de iShares que replican amplios mercados internacionales. Los emisores también controlan el nivel de las comisiones que cobran por la creación y el reembolso. Esto afecta los resultados del AP y, por lo tanto, la probabilidad de que intervenga para mantener los precios en línea con el valor razonable.

Si el ETF incluye valores altamente ilíquidos, el emisor puede personalizar la cesta que los AP deben entregar, evitando la replicación completa y reduciendo así los costos de creación. En casos extremos, el fondo puede permitir la creación de acciones del ETF a cambio de efectivo. Esta flexibilidad conlleva un costo. En general, cuanto más trabajo deba realizar el emisor para ajustar la cartera debido al efectivo en lugar de valores, mayor será la comisión de creación y reembolso; muchos documentos del fondo permiten un cargo de hasta el 2% para la empresa del AP creador. Para valores subyacentes extremadamente líquidos, como acciones de megacapitalización o bonos del Tesoro estadounidense, las comisiones de creación pueden ser de tan solo \$50. El emisor también puede incluir o excluir cláusulas de recuperación para creaciones basadas en efectivo.

Estas cláusulas estipulan que los costos de poner ese dinero a trabajar pueden ser cargados al AP.

A medida que el precio del ETF fluctúa a lo largo del día, los inversores se benefician al saber si el precio de mercado refleja fielmente el precio de todas las inversiones del fondo. Esta útil serie de datos se conoce generalmente como valor indicativo intradía (IIV o IV), valor liquidativo intradía (iNAV) o indicación del valor de la cartera (IOPV); los tres términos significan lo mismo. Cuando el iNAV está disponible, como es el caso de los asesores financieros y otros profesionales del mercado que tienen acceso a servicios de cotización, los inversores pueden monitorizar el precio cotizado de un ETF para determinar si obtendrán un trato justo al comprar o vender acciones. De lo contrario, los inversores deben basar sus evaluaciones del valor razonable en activos similares (p. ej., comparar el rendimiento intradía de un ETF con el rendimiento del índice informado) o aceptar que el proceso de arbitraje mantendrá la cotización del ETF elegido cerca del valor razonable. Como alternativa, los inversores más sofisticados pueden utilizar los archivos de inversiones diarias para crear evaluaciones del valor razonable en tiempo real.

Advertencia: Diferencias de tiempo

Es esencial que los inversores sean conscientes de la dificultad que puede enfrentar un AP a la hora de gestionar creaciones y reembolsos cuando la cesta contiene valores que se negocian fuera del horario del mercado estadounidense. Por ejemplo, considere un ETF que solo incluye acciones que cotizan en Tokio. Durante la jornada bursátil estadounidense, ninguna de esas acciones puede negociarse en las bolsas japonesas, ya que su jornada ha finalizado. Sin embargo, los inversores estadounidenses seguramente negociarán las acciones del ETF basándose en su percepción del rendimiento de las acciones del ETF si cotizaran y en sus suposiciones sobre su cotización a la mañana siguiente, cuando abra la bolsa de Tokio.

Los AP disponen de herramientas para gestionar estas discrepancias horarias; las operaciones fuera de horario (NYSE/ARCA ahora sugiere una sesión diaria de 22 horas), los futuros y opciones sobre índices bursátiles japoneses, los certificados de depósito americanos (ADC) y las carteras proxy también se negocian en horario estadounidense. Estas herramientas ayudan a los AP a estimar valores justos cuando los mercados subyacentes están cerrados. Estas coberturas no son del todo perfectas, y los resultados también son imperfectos. Por lo tanto, dado que la evaluación de un precio justo es más una cuestión de criterio que de ciencia, los diferenciales tienden a ser mayores en los ETF que cotizan fuera del horario del mercado local.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Liquidación, compensación y ventas en corto

Los ETF suelen encabezar la lista de los valores con mayor venta en corto, lo que en ocasiones despierta sospechas de que están a punto de quebrar los mercados de capitales. Incluso la prensa popular ha afirmado que los ETF son una clase especial de valores sujetos a normas diferentes en lo que respecta a los procesos administrativos. Desde la perspectiva de un inversor que compra ETF en el mercado abierto, estos pasan por el mismo proceso de liquidación y compensación que cualquier otra acción que cotice en los mercados bursátiles estadounidenses. Por lo tanto, si bien los ETF no son únicos, a menudo se encuentran en el punto de mira de malentendidos sobre su funcionamiento.

En realidad, existe un conjunto diferente de reglas, no para los ETF como valor, sino para los creadores de mercado. Dado que los creadores de mercado son esenciales para mantener el comercio justo de los ETF, debemos comprender la forma en que compensan y liquidan los ETF, empezando por el inversor.

Corporación Nacional de Compensación de Seguridad y Compañía Fiduciaria de Depósito

La National Security Clearing Corporation (NSCC) es una filial de la Depository Trust Company (DTC). La DTC gestiona el libro de cuentas, es decir, la lista de los propietarios de cada acción, fondos mutuos y ETF que cotizan en bolsa en Estados Unidos. Esta información se agrega a nivel de empresa miembro, en lugar de a nivel de inversor individual. Por ejemplo, la DTC registra cuántas acciones de Microsoft posee actualmente el corredor Charles Schwab, pero Charles Schwab es responsable de registrar qué ETF y cuántas acciones posee cada uno de sus clientes.

Todas las operaciones realizadas se envían al final de cada día a la NSCC, que concilia y compensa la mayoría de las operaciones mediante un proceso nocturno por lotes. Siempre que ambas partes de una transacción acuerden que la Parte A vendió X acciones de la acción Y a la Parte B, la NSCC se convierte en garante de dicha transacción en la tarde de la operación y esta se considera compensada. El comprador tiene entonces garantizada la titularidad efectiva de la acción (o ETF) desde el momento en que la operación se marcó como ejecutada, incluso si algo (por ejemplo, una quiebra) le sucede al vendedor antes de que se liquide la operación.

Tras la liquidación de cada operación, el DTC contabiliza el total de todas las operaciones en un proceso de liquidación neta continua. Por ejemplo, supongamos lo siguiente al final de una jornada bursátil:

- E*TRADE le debe a Schwab 500 acciones de SPY.
- Schwab le debe a Bank of America Merrill Lynch 500 acciones de la compañía SPY.

Desde la perspectiva de la DTC, Schwab se considera "completa"; es decir, se le deben y adeudan 500 acciones de SPY. Para liquidar las transacciones del día, se debitarán las 500 acciones de SPY de la cuenta de E*TRADE y se abonarán otras 500 acciones de Bank of America Merrill Lynch. La NSCC debe completar este proceso en un día y debe pedir a cada empresa que revise sus registros y corrija cualquier discrepancia. Este proceso de liquidación T +1 se implementó en mayo de 2024, actualizando el proceso T +2 de 2017. Hasta la fecha, T +1 ha funcionado a la perfección en la gran mayoría de las transacciones de ETF.

Los creadores de mercado obtienen reglas especiales

La liquidación funciona de forma diferente para los creadores de mercado (todos los AP son creadores de mercado, pero no todos lo son). La función de un creador de mercado es comprar y vender constantemente un valor determinado, y

Por lo tanto, es probable que estén realmente cortos al final de un día determinado. Dicho de otro modo, los creadores de mercado tienen la capacidad única de vender valores que no poseen actualmente, lo que para cualquier otro participante del mercado se consideraría una "venta corta al descubierto" e iría contra las normas. Sin embargo, el sistema de liquidación no les otorga este derecho indefinidamente. Para facilitar las operaciones normales, los creadores de mercado tienen hasta seis días para liquidar sus cuentas comprando o tomando prestados los valores faltantes en cuestión.

Un creador de mercado suele beneficiarse de retrasar la liquidación de un ETF el mayor tiempo posible. Por ejemplo, si un creador de mercado o un AP negocia SPY, podría vender intencionalmente más SPY de los que posee hasta haber vendido lo suficiente como para justificar la creación de una cesta con el emisor del ETF, compensando así sus ventas. Cuanto más retrase el creador de mercado la creación de la cesta, más tiempo podrá evitar el pago de las comisiones de creación y los costes de ejecución relacionados. Este retraso también le da al AP más tiempo antes de asumir la responsabilidad de la creación completa de la cesta de acciones del ETF.

Los ETF con altos ratios de gastos o costos incorporados, como el costo de mantener swaps para ETF apalancados o inversos, crean un segundo incentivo para retrasar la liquidación durante el mayor tiempo posible.

Dado que el creador de mercado tiene posiciones cortas en acciones del ETF, esencialmente recauda tanto las tarifas como los gastos de la posición.

Esta cuestión de la sincronización es en gran medida teórica para los inversores, ya que, una vez realizada la operación, la NSCC la garantiza. Finalmente, ya sea mediante transacciones de mercado o actividades de creación, todas las operaciones con ETF se liquidan, al igual que las transacciones de acciones.

Venta corta de ETF

Un resultado inusual del proceso de negociación y liquidación es el predominio de los ETF en los informes de la SEC sobre posiciones cortas, ya que los creadores de mercado impulsan el crecimiento de los ETF vendiendo acciones antes de completar el arbitraje con una creación. Esto no es un "fracaso", como suelen describir los medios, ya que los creadores de mercado disponen de un plazo más amplio para cerrar posiciones cortas.

En ocasiones, los ETFs tienen más acciones vendidas en corto de las que aparentemente existen. Por ejemplo, al final del primer trimestre de 2014, SPDR Retail (XRT) tenía \$720,51 millones en activos bajo gestión (AUM), pero la SEC reportó \$2.060 millones en XRT vendidas en corto.

La opinión de los inversores cambia rápidamente

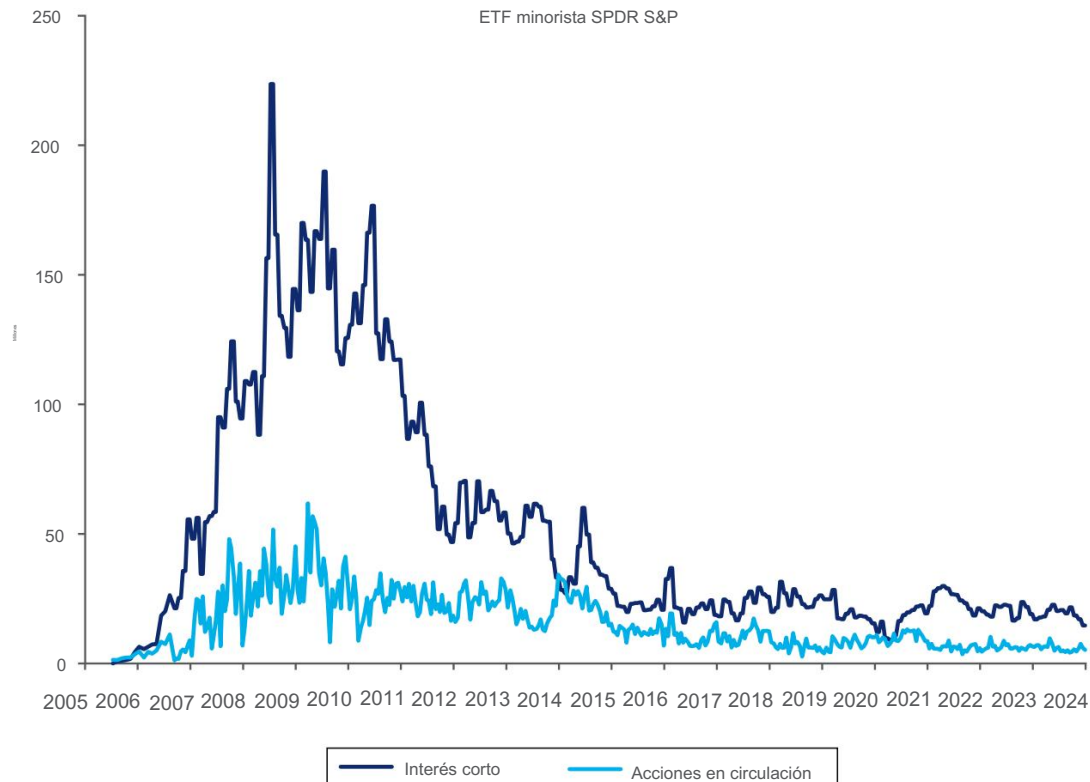
Como se muestra en el Anexo 10, durante el período de tres años que finalizó en el primer trimestre de 2014, el número real de acciones en circulación de XRT varió de menos de 3 millones a más de 22 millones.

Es fácil analizar estas cifras y asumir que algo salió terriblemente mal. ¿Cómo explicamos el interés en corto constante, que parece ser mayor que las acciones en circulación en este gráfico? (La línea superior muestra las acciones reportadas vendidas en corto). Hay dos explicaciones principales.

Retrasos en los informes

Un gran número de acciones de ETF pueden reportarse como en corto, pero esto no significa necesariamente que el mercado contenga acciones fantasma. El proceso para reportar posiciones cortas es notoriamente erróneo, y los datos suelen presentar retrasos de días o incluso semanas. Estos retrasos pueden exacerbar las inconsistencias.

Anexo 10. Acciones de XRT en circulación, 2006-2024



Fuente: FactSet.

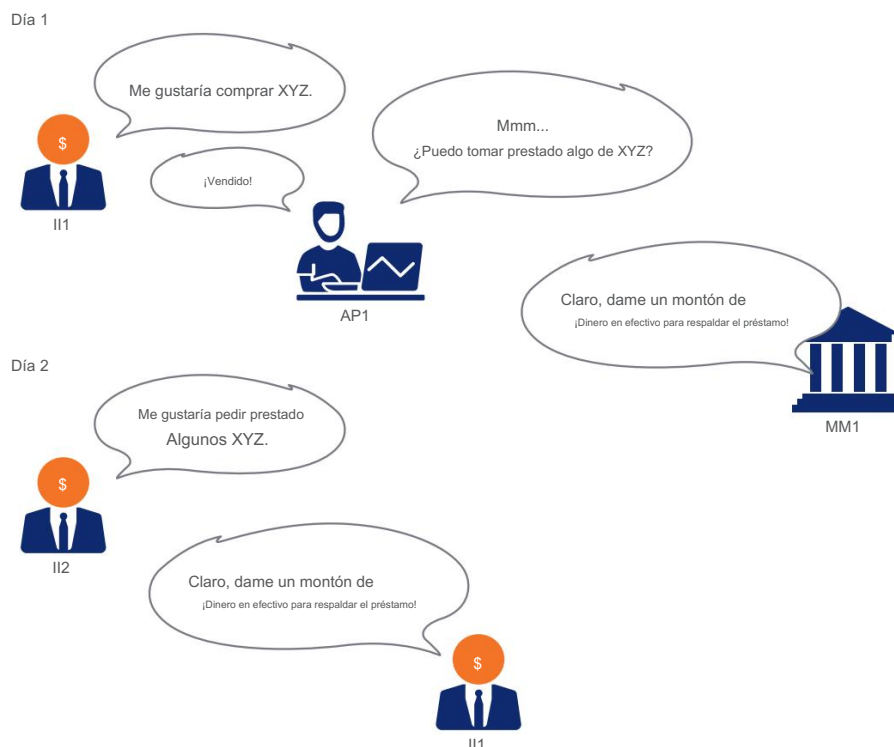
Cadenas de margaritas

Consideremos otro escenario: el de las "ventas en corto en cascada". El primer día, un inversor institucional (II1) compra acciones de un ETF a un participante autorizado (AP1). Dado que AP1 no posee las acciones, debe tomarlas prestadas de un creador de mercado (MM1) y entregar efectivo o bonos a corto plazo como garantía. Esas acciones específicas están ahora 100% en corto. Desde la perspectiva de II1 (el comprador original, que inició las transacciones), es el único propietario de las acciones, y II1 puede hacer lo que quiera con ellas. AP1 le debe acciones a MM1, y MM1 le ha prestado sus acciones en largo.

El día 2, II1 presta sus acciones a un segundo inversor institucional (II2), que luego las vende en corto. Estas acciones de ETF específicas tienen actualmente una posición corta teórica del 200 %. Véase el Gráfico 11 para una ilustración de este proceso.

No existe ningún riesgo real implícito y no ha ocurrido nada imprevisto. Como en todas las posiciones cortas (que no están al descubierto), se requiere una garantía para compensar el riesgo de mercado de la exposición a la posición corta, y esta cadena puede desmantelarse rápidamente. Si el propietario original de las acciones (el creador de mercado) las quiere de vuelta, el AP puede simplemente crearlas (o recuperarlas directamente).

Anexo 11. Ventas cortas en cascada



Fuente: Este gráfico es un ejemplo hipotético construido por los autores con fines ilustrativos.

En este ejemplo, solo el inversor al final de la cadena (el que finalmente compra en la venta corta de II2) tiene un derecho libre de cargas sobre las acciones. Todos los demás en la cadena saben que han prestado las acciones. Si desean rescatarlas, deben recuperarlas. Esta recuperación en cascada probablemente conduzca a la creación de nuevas acciones. Aunque la cadena parece arrojar cifras alarmantes (el 200 % de las acciones de un ETF se vendieron en corto), la realidad no es tan alarmante.

Estructuras legales de los ETF de EE. UU.

La industria moderna de fondos mutuos fue creada por la aprobación de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (la Ley de 1940). Los fondos mutuos son uno de los tres tipos de sociedades de inversión creadas por la Ley de 1940, es decir, los fondos de capital variable (OEF). Los otros dos son los CEF y los UIT. La mayoría de los ETF, pero no todos, también están estructurados como OEF. Los ETF surgieron inicialmente como productos de la Ley de 1940 a los que se les concedieron exenciones de partes de la ley (en particular, aquellas partes relacionadas con la negociación solo al NAV de final de día y el uso de transacciones afiliadas y en especie para la creación y los reembolsos), un estado llamado "alivio exento". Más tarde, también se permitieron los ETF regidos por la Ley de Intercambio de Valores de 1933 (la Ley de 1933), que regía la naturaleza de oferta continua de los ETF.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Para funcionar, un ETF requería exenciones de ciertos requisitos de la Ley de 1933, la Ley de 1940 y la Ley del Mercado de Valores de 1934 (que regulan las protecciones contra la manipulación del mercado). Hasta hace poco, estas exenciones eran individualizadas, según el emisor, y variaban significativamente. La regulación de los ETF era confusa e inconsistente.

Todo eso cambió con la llegada de la Regla 6c11 de la Ley de 1940 sobre ETF de la SEC (Regla 6c11), que entró en vigor en diciembre de 2019 después de años de idas y venidas entre inversores, industria y reguladores.

El caso base

De acuerdo con la Regla 6c11, la gran mayoría de los ETF ahora existen como OEF que operan bajo un conjunto estándar de pautas que cubren lo siguiente:

- Transparencia: Todos los fondos que dependen de la Regla 6c11 deben divulgar sus tenencias completas diariamente en un sitio web público
- Estandarización: Los fondos registrados bajo la Regla 6c11 deben cumplir con ciertos requisitos de liquidez y estructura.
- Canastas personalizadas: Los fondos bajo la Regla 6c11 pueden crear canastas de creación personalizadas para participantes autorizados, lo que les otorga una flexibilidad significativa en la forma en que administran el proceso de canje de creación.

Estructuras alternativas

Aunque la mayoría de los ETF ya están cubiertos por la Norma 6c11, varios tipos de ETF aún requieren una exención específica. Entre estos fondos no elegibles se incluyen los siguientes:

- Productos de la Ley de 1933: fideicomisos otorgantes, fondos de materias primas y ETN
- UIT: SPDR S&P 500 ETF Trust (SPY), SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust (DIA) e Invesco QQQ Trust Series I (QQQ)
- OEF que
 - incorporar apalancamiento en la estrategia (todos los fondos apalancados e inversos están específicamente excluidos) de la regla 6c11);
 - son clases de acciones de fondos mutuos existentes, como la mayoría de los ETF de Vanguard; y
 - no son transparentes por diseño, incluidos varios fondos populares de gestión activa.

Desde la perspectiva del inversor, estas estructuras alternativas pueden parecer similares a la estructura común de los ETF. Por ello, es fundamental examinar el prospecto para evaluar los beneficios, los costes y los riesgos de la estructura específica del ETF. A continuación, se presentan algunas de las características clave de las estructuras de fideicomisos y ETN.

Fideicomisos

Los fideicomisos permitidos por la legislación incluyen los UIT de la Ley de 1940 y los fideicomisos otorgantes, fondos de productos básicos y fideicomisos de la Ley de 1933.

El primer ETF estadounidense, SPY, fue un UIT, pero las limitaciones de su estructura hicieron que solo otros seis fondos (de entre miles) siguieran este camino. Los últimos ETF de UIT se lanzaron en 2002.

Según la Ley de 1940, los UIT están permitidos y regulados por ella, pero difieren de los fondos mutuos tradicionales en aspectos específicos. Lo más importante es que los UIT son más pasivos que los ETF, estructurados como fondos mutuos. Además, los UIT no pueden gestionarse activamente ni están sujetos a la discreción humana; de hecho, no cuentan con juntas directivas, directivos corporativos ni siquiera con un asesor de inversiones.

Como resultado de este enfoque de no intervención, no se reinvierten los dividendos recibidos por el fondo. En su lugar, estos se mantienen en una cuenta sin intereses hasta su pago.

Los UIT tampoco pueden participar en el préstamo de valores. Esta imposibilidad de reinvertir los dividendos recibidos puede tener un efecto perjudicial (denominado "lastre de efectivo") en el rendimiento del UIT.

Estructuralmente, un UIT debe replicar completamente el índice que sigue, en lugar de utilizar métodos de optimización o muestreo. Cuando el índice subyacente se reequilibra o reconstituye, un UIT debe operar al precio de cierre de cada componente para evitar desviarse del precio del índice.

Otro tipo de fideicomiso que puede utilizarse en los ETF es el fideicomiso otorgante. En lugar de estar constituidos bajo la Ley de 1940, los fideicomisos otorgantes se registran bajo la Ley de Valores de 1933. Mantienen una cartera de activos que no se gestiona y que no puede modificarse. Si la cartera contiene valores, los inversores tienen derecho a voto sobre los valores subyacentes dentro del fideicomiso.

Cualquier dividendo se distribuye directa e inmediatamente a los accionistas del fideicomiso.

Los fideicomisos otorgantes se utilizan principalmente para mantener activos individuales, como oro o bitcoin. El SPDR Gold Shares ETF (GLD), por ejemplo, que replica el precio del oro, es un fideicomiso otorgante. El GLD no es un fondo de materias primas (lo analizaremos a continuación) ni está regulado por la Comisión de Comercio de Futuros de Materias Primas (CFTC), ya que el fideicomiso mantiene lingotes de oro físico, no futuros. Las acciones se crean y se canjean mediante el mismo proceso de creación y canje de acciones por valor liquidativo (AP), pero en lugar de valores, se intercambian lingotes físicos y efectivo por acciones al valor liquidativo (VL). Para algo tan simple como el GLD, la estructura del fideicomiso otorgante funciona bien y de manera eficiente.

Los fondos y fideicomisos de materias primas son otro tipo de fideicomiso que puede utilizarse en los ETF. Cualquier ETF basado en futuros está, por definición, regulado por la CFTC (no por la SEC) como vehículo de inversión. Según las normas de la CFTC, estos fondos se consideran fondos de materias primas. Por ejemplo, el ETF del Fondo de Petróleo de los Estados Unidos (USO) está diseñado para seguir la evolución del precio del petróleo crudo West Texas Intermediate (WTI). Sin embargo, en lugar de poseer miles de barriles de petróleo, el ETF invierte casi exclusivamente en contratos de futuros y, por lo tanto, es un fondo de materias primas registrado.

Los ETF basados en futuros y materias primas utilizan esta estructura. El ETF ProShares VIX (Índice de Volatilidad del Mercado de Opciones de la Junta de Chicago) Short-Term Futures Fund ETF (VIXY) y el VIX Mid-Term Futures ETF (VIXM), así como otros fondos que incorporan índices de futuros renovados, también son fondos de materias primas.

Los fondos de materias primas se rigen exclusivamente por la Ley de 1933 y carecen de juntas independientes o protecciones regulatorias similares a las que ofrece la Ley de 1940. Estos fondos están sujetos a impuestos por el IRS como sociedades en comandita simple y, por lo tanto, pueden distribuir diferentes tipos de formularios tributarios (por ejemplo, el formulario K-1 sobre ingresos de sociedades). Esta estructura puede exponer a los inversores a ganancias de capital incluso si no han vendido sus posiciones.

ETN

Aunque también podemos usar el término ETF para referirnos a los ETN, estos no son fondos propiamente dichos. Son obligaciones de deuda no garantizadas de la institución emisora. Se estructuran como una promesa de pago.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

patrón de rendimientos basado en el rendimiento del índice o valor en cuestión, menos las comisiones de gestión. El emisor del pagaré asume la responsabilidad de establecer cualquier cobertura de contrapeso que considere necesaria para cumplir con dichas obligaciones.

Aunque los ETN, al igual que los ETF, se negocian en bolsas, están registrados bajo la Ley de Valores de 1933. Los titulares de ETN no tienen derecho a voto sobre los valores subyacentes, ya que los pagarés son simplemente obligaciones de deuda (valores) del emisor. En realidad, son bonos corporativos con patrones de pago específicos.

De todos los productos cotizados en bolsa, los ETN presentan el mayor riesgo potencial de contraparte, ya que son, en realidad, deuda corporativa. La mayoría de los emisores de ETN están a la espera de canjear el pagaré por valor intrínseco con un preaviso de un día. En teoría, si un banco emisor se declara en quiebra, cualquier ETN emitido por este perdería prácticamente todo su valor. Sin embargo, las cestas de pagarés pueden ser reembolsadas al emisor al valor liquidativo (VNA), normalmente a diario (como las acciones de un ETF). Por lo tanto, se requeriría un fracaso extremadamente rápido y catastrófico para tomar por sorpresa a los inversores.

En 2008, cuando Lehman Brothers incumplió sus obligaciones, tenía tres ETN en el mercado. Los inversores que los poseían cuando dejaron de cotizar perdieron casi todo su dinero. Sin embargo, la mayoría de los inversores razonablemente precavidos deberían haber sabido que Lehman Brothers se encaminaba hacia dificultades y que disponían de tiempo suficiente para liquidar sus acciones en el mercado abierto en las semanas previas.

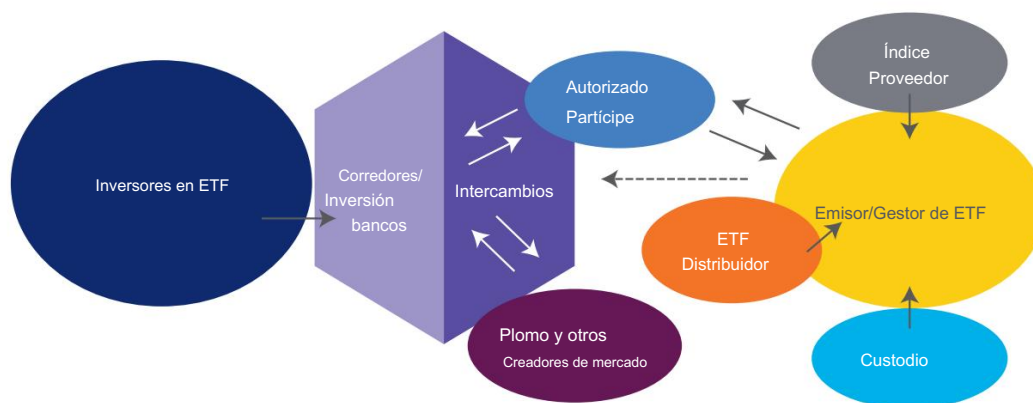
A cambio de este riesgo de contraparte, los ETN ofrecen dos ventajas distintivas. La primera es la exposición: los ETN pueden abrir áreas específicas del mercado o permitir estrategias en las que la transacción física y la liquidación diaria de los valores subyacentes resultarían difíciles, a menudo (aunque no siempre) con un error de seguimiento nulo. La segunda ventaja es la tributación. Según las interpretaciones actuales, el IRS considera los ETN contratos a plazo prepagados. Por lo tanto, los inversores no reconocen ganancias o pérdidas de capital hasta la venta o el reembolso de sus acciones. Normalmente, los ETN tampoco distribuyen dividendos ni intereses que deban declararse como ingresos imponibles. En ciertas clases de activos, incluidas las materias primas, los ETN pueden tener un tratamiento fiscal a largo plazo significativamente mejor que los ETF de la competencia. (Cabe destacar que, al momento de redactar este documento, solo 2 de los 59 ETN activos en Estados Unidos superan los mil millones de dólares en activos).

Participantes en el ecosistema de ETF

Tras haber analizado cómo interactúan los emisores de ETF con los AP y los creadores de mercado, y con el conocimiento de cómo se crean y se liquidan los ETF, cómo se liquidan las operaciones y cómo se relacionan los precios de mercado con los NAV, resulta útil examinar la otra cara del negocio: el ecosistema de ETF en su conjunto, que incluye inversores, corredores, bancos de inversión y bolsas de valores, junto con las empresas que prestan servicios a los emisores de ETF, como distribuidores, proveedores de índices y custodios. El Gráfico 12 ilustra los participantes y los flujos de servicios y fondos a través de este ecosistema.

Muchos tipos de inversores, grandes y pequeños, participan en el mercado de ETF a través de corredores y bancos de inversión miembros de las bolsas. Sin embargo, al final de la jornada bursátil, solo los AP pueden crear o canjear acciones de ETF con el emisor. Los emisores de ETF dependen de diversos proveedores de servicios para la gestión de los fondos y la creación y canje de acciones. La mayoría obtiene la licencia de un índice de referencia de un proveedor de índices, que, a su vez, proporciona propiedad intelectual y soporte de marketing para dicho índice. (Este paso no aplica a los ETF de gestión activa). Los emisores de ETF también contratan a custodios, agentes de transferencia, contables, bufetes de abogados y proveedores de cumplimiento normativo.

Anexo 12. Esquema del ecosistema de ETF



Fuente: Este gráfico es un ejemplo hipotético construido por los autores con fines ilustrativos.

También pueden recurrir a subasesores para la gestión y negociación de carteras. Los servicios de distribución pueden ser gestionados por el emisor del ETF o pueden subcontratarse a un tercero. Los distribuidores y proveedores de índices apoyan a los emisores proporcionando a los inversores de ETF formación, investigación y documentos que describen las características clave de la estrategia integrada en el ETF.

La mayoría de los emisores de ETF elaboran fichas técnicas, informes de productos, archivos de tenencias y todo tipo de datos descriptivos, como activos bajo gestión (AUM), calendarios de pago de dividendos, primas y descuentos sobre el valor liquidativo (NAV) y diferenciales de negociación, así como métricas de cartera, como la relación precio-beneficio (P/B), a menudo con la ayuda de un proveedor de datos financieros. Muchos inversores profesionales de ETF también se suscriben a sofisticados servicios de datos y análisis de ETF de Bloomberg, FactSet, Morningstar y empresas similares. Esta red aparentemente compleja de actores y actividades ha evolucionado desde principios de la década de 1990 hasta convertirse en una maquinaria bien engrasada que ha tenido pocos o ningún error operativo en billones de dólares de operaciones.

Entendiendo el panorama de los ETF

Ahora que comprendemos cómo los ETF han alcanzado su eficiencia con una estructura que los ha encaminado a dominar los flujos de fondos, estamos en una posición ideal para explorar los contornos de la industria de los ETF. En esta sección, abordaremos la población a la que sirven los ETF, los productos que han evolucionado para atraer a esta población y el panorama competitivo para las empresas que buscan emitir y expandir sus líneas de productos ETF.

Solicitudes de ETF y categorías de inversores

Los ETF han democratizado tanto la inversión en índices como el trading táctico. Han tenido éxito al atraer a una amplia gama de inversores con diversos objetivos y horizontes temporales.

Antes de la democratización, la indexación se destinaba principalmente a grandes clientes institucionales, a partir de la década de 1970. Algunos grandes gestores de activos, como SSGA, Wells Fargo Nikko (la firma predecesora de BGI/BlackRock) y Northern Trust, ofrecían servicios de replicación de índices; los grandes fondos de pensiones contrataban personal interno para gestionar las carteras de índices. Las instituciones solían tener carteras gestionadas por separado o

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Cuentas combinadas, que se ofrecían con comisiones más bajas que los fondos mutuos. La indexación para el gran público comenzó a mediados de la década de 1970 con el lanzamiento del Vanguard S&P 500 Index Fund. En las dos décadas siguientes, otras grandes gestoras de activos, como Vanguard, Fidelity, State Street y Alliance Capital, ofrecieron fondos mutuos indexados.

En 1993, con el lanzamiento del SPDR S&P 500 ETF Trust, el negocio de la inversión en índices comenzó a cambiar. Los ETF ofrecían carteras estándar al mismo coste para prácticamente todas las categorías de inversores, independientemente del período de tenencia. De repente, particulares, asesores financieros, fondos de cobertura, oficinas familiares, firmas de trading por cuenta propia, gestores de activos y propietarios institucionales de activos podían invertir en una amplia gama de índices, a bajo coste y sin necesidad de intermediarios. Los inversores solo necesitaban unos cientos de dólares y una cuenta de corretaje. Pocos productos financieros, aparte de las cuentas corrientes y los valores gubernamentales, son accesibles al mismo coste y en la misma plataforma para pequeños y grandes inversores.

La negociación de ETF en bolsas proporcionó un mercado en el que todo tipo de inversores, independientemente del tamaño de los activos o la longitud del horizonte temporal, podían realizar transacciones de manera transparente con las protecciones regulatorias de las acciones que cotizan en bolsa y, en la mayoría de los casos, de las empresas de inversión registradas. Hoy en día, los usuarios de ETF representan una amplia gama de tipos de inversores, con plazos de inversión que varían desde minutos hasta horas, meses e incluso años. Esto no siempre fue así.

Durante su primera década de existencia (1993-2002), los ETF se utilizaban principalmente para operaciones tácticas por parte de fondos de cobertura e inversores institucionales (gestores y propietarios de activos), de forma similar a los derivados cotizados en bolsa. Productos como SPY, Invesco QQQ, IWM (iShares Russell 2000 ETF) y EEM (iShares MSCI Emerging Markets ETF) se consideraban sustitutos de futuros o swaps. Esta innovación amplió la exposición a índices a una gama más amplia de opciones en una estructura más sencilla y accesible.

A mediados de la década de 2000, inversores individuales, asesores financieros y propietarios de activos comenzaron a utilizar ETF para la exposición a clases de activos clave como parte de su asignación estratégica de activos, que sigue siendo la principal aplicación de inversión de los ETF. También comenzaron a recurrir a los ETF para estrategias específicas basadas en factores de estilo específicos, como el valor, el crecimiento, el momentum o las características de los dividendos, a menudo descartando a gestores activos que ofrecían estrategias similares en fondos mutuos costosos e ineficientes.

Hoy en día, el mercado valora algunos ETF por su excepcional liquidez y otros como vehículos de inversión eficientes de compra y retención. Para los propietarios y gestores de activos, los ETF pueden utilizarse a menudo como un recurso temporal hasta que se realice una selección de inversión o gestor más permanente. Quienes buscan liquidez podrían pagar una pequeña prima en comisiones de gestión como compensación por una negociación prácticamente fluida. Los inversores a largo plazo podrían estar dispuestos a operar con ETF con diferenciales de oferta y demanda ligeramente elevados a cambio de unos gastos operativos mínimos.

Esto se puede comprobar fácilmente observando la rotación de mercado de un ETF: el periodo promedio de tenencia, calculado dividiendo los activos del ETF entre su volumen promedio diario en dólares. Los ETF más negociados, según el volumen promedio en dólares estadounidenses del primer semestre de 2024, se muestran en el Anexo 13, junto con su periodo promedio de tenencia. Este se calcula dividiendo los activos del ETF a finales de junio de 2024 entre el valor total en dólares de todas las acciones negociadas entre enero y junio.

Los ocho ETF que lideraron la actividad de negociación en el primer semestre de 2024 rotaron sus activos cada 4 a 20 días hábiles, o en un mes o menos. Estos ETF se valorarían más como instrumentos de negociación que como instrumentos de inversión. IVV y VOO, alternativas con comisiones más bajas a SPY para la exposición a la renta variable del S&P 500, destacan por sus periodos de tenencia promedio significativamente más largos, de casi un año completo.

.....

Gráfico 13. Periodo de tenencia promedio de los ETF de acciones estadounidenses más negociados, enero-junio de 2024

Nombre del ETF	Corazón	Período de tenencia promedio (Días de negociación)
Fideicomiso ETF SPDR S&P 500	ESPIAR	20
Invesco QQQ Trust Serie I	QQQ	19
ETF iShares Russell 2000	IWM	10
ETF de bonos del Tesoro a más de 20 años de iShares	TLT	15
ProShares UltraPro QQQ	TQQQ	7
iShares iBoxx \$ ETF de bonos corporativos con grado de inversión	LQD	11
ETF de bonos corporativos de alto rendimiento iShares iBoxx \$	HIGIENE	6
Acciones de Direxion Daily Semiconductor Bull 3x	SOXL	4
ETF iShares Core S&P 500	IVV	227
ETF Vanguard S&P 500	VOO	255
Fondo SPDR del sector financiero selecto	XLF	23

Fuente: FactSet.

Los inversores a corto plazo valoran SPY por su liquidez, y sus comisiones no son tan importantes cuando se mantiene por periodos cortos. Los inversores a largo plazo prefieren IVV y VOO como inversiones estratégicas en estrategias de asignación de activos de compra y retención.

Estrategias de ETF: alcance y crecimiento

Hoy en día, inversores de todo tipo utilizan los ETF como instrumentos de negociación líquidos y como medio para obtener exposición a prácticamente todas las clases de activos a nivel mundial. Los gestores de activos se apresuran a satisfacer la demanda y atraer atención y capital.

Las estrategias de ETF han evolucionado significativamente con el tiempo en términos de cobertura. Los primeros lanzamientos ofrecían exposición a los principales índices estadounidenses, como el Dow Jones Industrial Average, el NASDAQ 100 y el S&P 500 y 400, así como a una serie de países. Desde entonces, la oferta de ETF se ha expandido para cubrir la mayor parte del mercado global de inversión, incluyendo bonos de todo tipo; materias primas; divisas; acciones clasificadas por geografía, sector o industria, tamaño y estilo, o dividendos; bonos clasificados por sector, calidad crediticia y vencimiento; y exposición apalancada, alternativas y vehículos de asignación de activos. A medida que se completaba la cobertura y la segmentación de mercados, los gestores de activos llegaron al mercado con nuevas perspectivas sobre la selección y ponderación de valores, alejándose de las estrategias convencionales —es decir, reflejos ampliamente inclusivos y ponderados por capitalización bursátil de un segmento de mercado— hacia una serie de nuevas estrategias de inversión.

Identificación de segmentos de mercado

Los activos de los ETF se distribuyen entre clases de activos y estrategias de inversión, pero la distribución no es equitativa. Los ETF de renta variable y renta fija son, con diferencia, los más populares, con el 79% y el 17% de todos los dólares estadounidenses asignados a esta clase al 31 de diciembre de 2024, como se muestra en el Gráfico 14. Todas las demás clases de activos, como las de materias primas, divisas, asignación de activos, alternativas y ETF apalancados, poseen en conjunto tan solo el 4% de los activos.

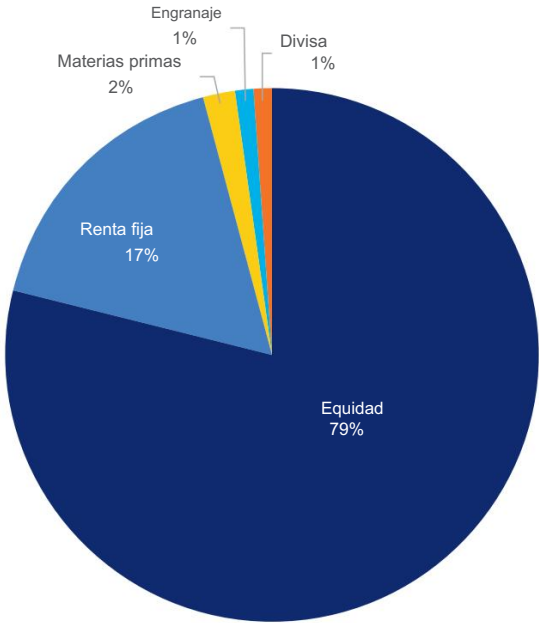
Este desequilibrio persiste en las principales clases de activos. Los ETF de renta variable pueden segmentarse en tres categorías: tamaño y estilo, sector y alta rentabilidad por dividendo. El tamaño y el estilo analizan el mercado en dos ejes: la capitalización bursátil relativa y el espectro de crecimiento/valor. Esta categoría también incluye los ETF de mercado total. Los ETF sectoriales dividen las empresas por actividad en grupos amplios por sector, grupos reducidos por industria o grupos novedosos por temática de inversión. Los ETF con alta rentabilidad por dividendo seleccionan acciones con pagos superiores a la media.

Los ETF de bonos también se dividen en tres categorías principales según el tipo de emisor: gubernamentales, corporativos y de base amplia, que incluye tanto emisores gubernamentales como corporativos. Los ETF de renta variable están dominados por fondos de tamaño y estilo; los ETF de bonos están liderados por fondos gubernamentales y de mercado amplio. Los desgloses se muestran en el Anexo 15.

Cada categoría puede desglosarse en segmentos más finos, por exposición geográfica, por tamaño de capitalización bursátil u orientación al crecimiento/valor, por sector o industria, por calidad crediticia o por vencimiento. Esta especialización permite a los fondos operar en distintos segmentos de mercado, ya que cada segmento ofrece una combinación distinta de exposiciones económicas y geográficas. Por ejemplo, a 30 de junio de 2024, los ETF estadounidenses...

.....

Gráfico 14. Cuota de mercado de ETF de EE. UU. por clase de activo, diciembre de 2024



Fuente: FactSet.



Gráfico 15. Cuota de mercado intraclase de activos de ETF, 31 de diciembre de 2024

Clase de activo	Categoría de ETF	Peso
Equidad	Tamaño y estilo	86%
Equidad	Sector	12%
Equidad	Alto rendimiento de dividendos	3%
Renta fija	Gobierno	40%
Renta fija	Mercado amplio	36%
Renta fija	Corporativo	25%

Fuente: FactSet.

Los inversores que buscan exposición sin apalancamiento a las acciones chinas podrían elegir entre las siguientes opciones:
21 segmentos de ETF:

- Renta variable: China de gran capitalización
- Renta variable: China Small Cap
- Renta variable: Mercado total de China
- Renta variable: Crecimiento total del mercado de China
- Renta variable: Mercado ampliado de China
- Capital: Servicios de comunicación de China
- Renta variable: Consumo discrecional de China
- Renta variable: bienes de consumo básicos de China
- Renta variable: China Energy
- Renta variable: China Financials
- Acciones: China Biotechnology
- Equidad: Atención sanitaria en China
- Renta variable: China Industrials
- Equidad: Tecnología de la información de China
- Capital: Materiales de China
- Renta variable: Bienes raíces de China
- Renta variable: China Broad Technology
- Renta variable: Consumo de China
- Equidad: Entorno de China
- Equidad: China Internet
- Renta variable: China Utilities

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Los inversores en bonos municipales ETF de EE. UU. podrían considerar los siguientes 20 segmentos:

- Renta fija: Gobierno de EE. UU., grado de inversión de autoridades locales/municipales
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Tasa flotante de grado de inversión municipal
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., autoridades locales/municipios, grado de inversión a ultracorto plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., autoridades locales/municipales, grado de inversión a corto plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Municipios, grado de inversión intermedio
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., autoridades locales/municipales, grado de inversión a largo plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Crédito municipal general
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Municipales a ultracorto plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/municipales a corto plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Municipales Intermedias
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/municipales a largo plazo
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/Municipales de alto rendimiento
- Renta fija: Gobierno de EE. UU., Autoridades locales/municipales, bonos intermedios de alto rendimiento
- Renta fija: Gobierno de California, Autoridades locales/Grado de inversión municipal
- Renta fija: Gobierno de California, Autoridades locales/Municipales, grado de inversión a corto plazo
- Renta fija: Gobierno de California, Autoridades locales/Municipales con grado de inversión Intermedio
- Renta fija: Gobierno de California, Autoridades locales/Municipales, grado de inversión a largo plazo
- Renta fija: Gobierno de Minnesota, Autoridades locales/Grado de inversión municipal
- Renta fija: Gobierno de Nueva York, Autoridades locales/Grado de inversión municipal
- Renta fija: Gobierno de Puerto Rico, Autoridad Local/Municipal

Al 30 de junio de 2024, los analistas de FactSet identificaron 630 segmentos de mercado distintos en los que operan ETF. La mayoría de estos segmentos son competitivos, lo que significa que al menos dos ETF compiten por los dólares de los inversores. En la cima, entre los 60 segmentos que representan el 90% de todos los activos de ETF de EE. UU., la mediana del recuento de fondos es de 16. El segmento más grande por número y dólares es Renta Variable: Gran capitalización estadounidense, donde 472 ETF compiten por atraer flujos. El segundo puesto, Renta Variable: Mercado total de EE. UU., cuenta con 191 ETF. En contraste, el 43% de estos segmentos (por recuento) no son competitivos, pero con razón: en conjunto, controlan solo el 0,9% de los AUM de ETF de EE. UU. En términos de dólares, toda la acción se concentra en los segmentos competitivos.

El desafío de la diferenciación

Es difícil destacar en el sector de los ETF. Los gestores de activos que no dominan el mercado de ETFs convencionales y de amplio espectro han tenido que encontrar la manera de diferenciarse y promocionarse.

A lo largo de los años, han probado muchas tácticas, entre ellas la reintroducción del atractivo de un rendimiento superior potencial a través de una estrategia de inversión (es decir, beta inteligente), seguimiento de tendencias o ambos; la combinación de la acción social con la inversión; la gestión del riesgo a la baja mediante estrategias similares a las de los seguros; y el retorno a la gestión activa.

La diferenciación mediante la selección estratégica de determinados valores dentro de un universo de inversión y la desviación de la ponderación por capitalización bursátil llegó primero al universo de los ETF de renta variable en forma de inversión en crecimiento y valor, pero desde entonces se ha expandido para incluir muchos esquemas, incluyendo el uso de factores fundamentales, en particular la rentabilidad y el crecimiento de los dividendos, y también factores técnicos, como la volatilidad y el momentum, todos ellos pilotados por investigadores académicos que buscan atribuir impulsores del rendimiento. En conjunto, estas estrategias se comercializan como "beta inteligente" o "beta estratégica", promocionadas como versiones sistemáticas o estructuradas de la gestión activa. Las versiones beta estratégicas de las exposiciones simples proliferaron y compitieron con los fondos mutuos de gestión activa, los ETF simples y entre sí. También se encuentran los ETF idiosincrásicos, que se centran en procesos fuera de los enfoques académicos tradicionales, como la cotización en bolsa, los criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) o la ponderación equitativa.

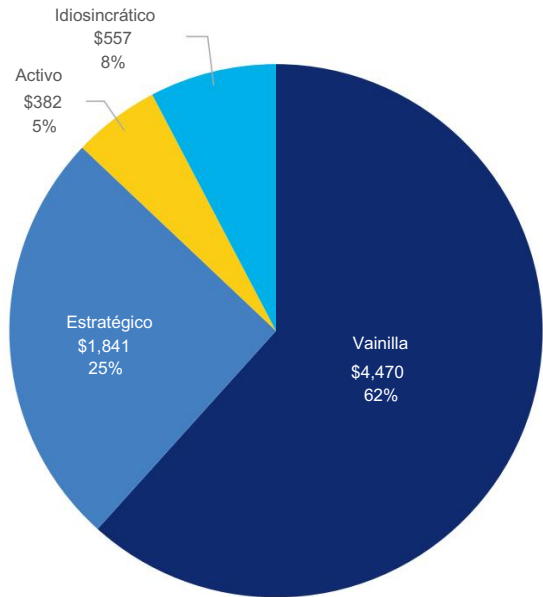
Las estrategias de renta variable tradicionales siguen dominando, con más del 60% de todos los activos de renta variable, pero los demás grupos de estrategias han logrado una cuota de mercado significativa. El Gráfico 16 muestra la distribución de los activos.

Diferenciación de capital, ronda 2

Ante la saturación del mercado, tanto en la beta estándar como en la estratégica, los gestores de activos ofrecen productos de seguimiento de tendencias específicos, a menudo denominados "ETF temáticos". Estos productos, comercializados frecuentemente entre inversores minoristas, permitieron apostar en sectores específicos. Muchos se basaron en el éxito de Invesco QQQ, que replica el NASDAQ 100, un índice a menudo asociado con la tecnología.

.....

Anexo 16. Categorías del grupo de estrategia de ETF de renta variable de EE. UU.: AUM (miles de millones de dólares) y como porcentaje del total, 30 de junio de 2024



Fuente: E. Kashner, "Flujos de ETF de EE. UU.: Los inversores se están polarizando", FactSet (25 de julio de 2024). <https://insight.factset.com/us-etf-flows-investors-are-getting-polarized>.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

y acciones de alto crecimiento; VanEck Gold Miners (GDX); un popular ETF de ciberseguridad (Amplify Cybersecurity ETF o HACK); ROBO Global Robotics ETF (ROBO); y ARK Innovation ETF (ARKK).

ARKK también es un ejemplo temprano de cómo la gestión activa se está abriendo camino en el universo de los ETF. Desde la aprobación de la Norma 6c11, la expansión de la autorización de cestas personalizadas y la aprobación de las conversiones de fondos mutuos, los gestores activos se han apresurado a ofrecer ETF que complementen o imiten sus productos de fondos mutuos.

Al mismo tiempo, la idea de hacer el bien haciendo el bien llegó al panorama de los ETF, ya que algunos ETF apuntaban a favorecer o excluir a las empresas que se clasificaban como virtuosas o pecadoras en diversas escalas de ambientalismo, activismo social y gobierno corporativo (es decir, ESG).

Más recientemente, los emisores de ETF han centrado su atención en estrategias de opciones empaquetadas como ETF. Los productos que ofrecen ingresos por la venta de opciones de compra cubiertas o protección limitada contra caídas mediante la compra de opciones de venta o collares fuera del dinero han captado la atención de los asesores y han ganado participación de mercado.

Abriendo camino en Bond Land

La diferenciación en los ETF de renta fija ha seguido un camino similar, aunque la gestión activa se afianzó antes, con el lanzamiento en 2008 del Guggenheim Enhanced Short Duration ETF (GSY), y se aceleró con el lanzamiento en 2009 del PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF (MINT).

Los productos convencionales siguen dominando, como se muestra en el Gráfico 17. La beta estratégica dentro de los productos de renta fija, que se centran en la duración y la calidad crediticia, ha tenido una adopción limitada.

Cabe destacar que una subestrategia convencional se ha consolidado como ganadora: los ETF con vencimiento a plazo fijo. Estos fondos contienen bonos con vencimiento dentro de un plazo específico, a menudo en un año calendario, lo que permite a los inversores anticipar la convergencia del valor liquidativo (VNA) a un nivel determinado por las valoraciones a la par.

A medida que el panorama de los ETF se ha vuelto más saturado y competitivo, los emisores han seguido buscando oportunidades para destacar o crecer. Muchas ideas creativas florecen, pero no todas. Algunos pioneros son absorbidos por competidores más grandes que ofrecen productos similares a precios más bajos.

Algunas ideas simplemente no se consolidan. Al fin y al cabo, la ley de promedios dicta que es casi imposible superar el rendimiento básico año tras año.

Panorama de emisores de ETF

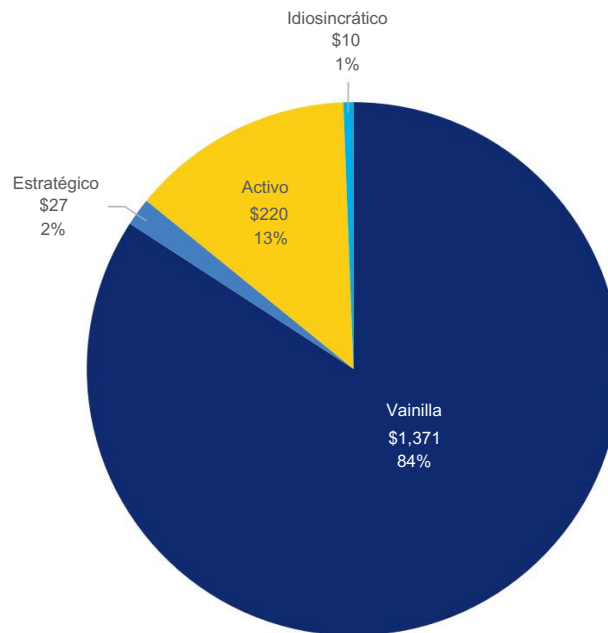
Los inversores en ETF han recompensado a las empresas emisoras de forma desigual, depositando su confianza y su dinero principalmente en un puñado de emisores, especialmente BlackRock, Vanguard y SSGA, es decir, "los tres grandes", que controlaban conjuntamente el 74 % de todos los activos de ETF de EE. UU. al 30 de junio de 2024. El 26 % restante se divide (de forma desigual, todavía) entre 242 emisores.

El Gráfico 18 muestra la cuota de mercado de las principales firmas de ETF. Se nombran las ocho firmas que gestionaron al menos 100 000 millones de dólares del total de activos. El resto se agrupa en el segmento «otras firmas», que representa tan solo el 11 % del mercado.

Los tres grandes, que estuvieron entre los primeros en lanzar ETF, son más conocidos por sus productos de cartera principales, es decir, ETF que ofrecen una exposición amplia y ponderada por capitalización de mercado a una amplia gama de activos.

.....

Anexo 17. Categorías del grupo de estrategia de ETF de bonos estadounidenses: AUM (miles de millones de dólares) y como porcentaje del total, 30 de junio de 2024



Fuente: Kashner, "Flujos de ETF de EE. UU.".

Grandes segmentos de los mercados de renta variable y renta fija. También han tenido éxito con ofertas de beta estratégica que complementan los ETF con exposición principal ponderada por capitalización bursátil.

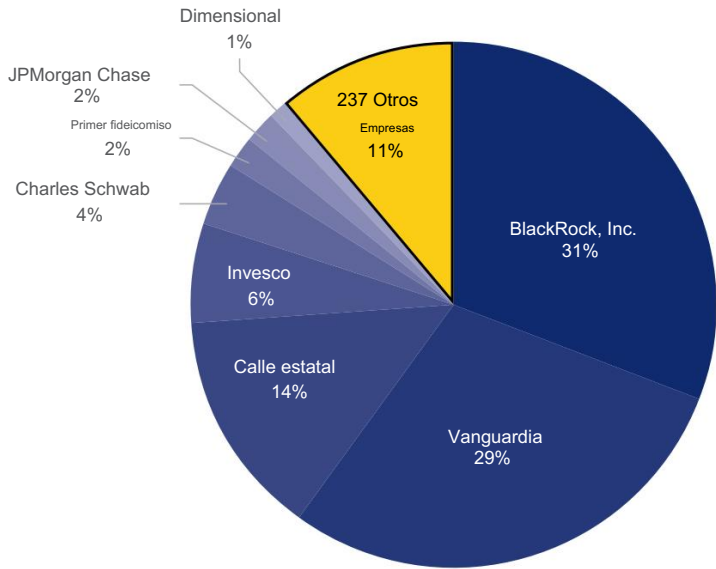
Dar el primer golpe en una categoría de ETF resultó crucial. Las empresas que emitieron y popularizaron los primeros ETF ganaron reconocimiento junto con sus activos. A medida que expandieron sus líneas de productos para abarcar países, sectores, tamaños y estilos, algunas cubrieron tanto los espacios de cartera "principal" como los de "exploración" preferidos por los asesores financieros. Otras atrajeron a los inversores estratégicos al priorizar la liquidez de bajo costo.

A pesar del dominio de BlackRock, Vanguard y State Street, otras gestoras de activos han seguido entrando y ampliando su oferta de ETF, incluso con las dificultades que enfrentan las empresas rezagadas, gracias al fenomenal crecimiento de los ETF. Muchas firmas han descubierto oportunidades, y algunas han consolidado su presencia y están expandiendo su presencia en áreas especializadas, como los ETF activos, apalancados y basados en opciones.

Cada año es más difícil

La primera década del mercado estadounidense de ETF ofreció numerosas oportunidades. Su segunda década también presentó numerosas posibilidades, pero el éxito era menos seguro. En los últimos 10 años, la competencia se ha vuelto abrumadora, convirtiendo el éxito en una excepción, ya que incluso los nuevos participantes más prometedores atrajeron solo entre 10 000 y 20 000 millones de dólares cada uno (no afiliados, excluyendo las conversiones de fondos mutuos). Incluso un éxito modesto —acumulando solo unos pocos miles de millones de dólares en activos— ha...

Gráfico 18. Cuota de mercado de emisores de ETF de EE. UU., 30 de junio de 2024



Fuente: FactSet.

Se han vuelto más esquivos. Sin embargo, los gestores de activos siguen entrando en el mercado de ETF, especialmente desde la entrada en vigor de la Norma 6c11 en diciembre de 2019.

Para apreciar la magnitud de la ventaja del pionero y la disminución de oportunidades para los nuevos participantes en el mercado de los emisores de ETF de diez billones de dólares, necesitamos cifras de miles de millones. Los emisores de ETF no necesitan billones para prosperar, pero la mayoría no puede sobrevivir con menos de, digamos, 500 millones de dólares después de los primeros años.

El gráfico 19 mide el éxito de los emisores de ETF (a septiembre de 2022) en niveles: empresas fallidas, aquellas que aún no habían amasado 1.000 millones de dólares, aquellas que gestionaban entre 1.000 y 5.000 millones de dólares, y empresas a las que se les habían confiado más de 5.000 millones de dólares.

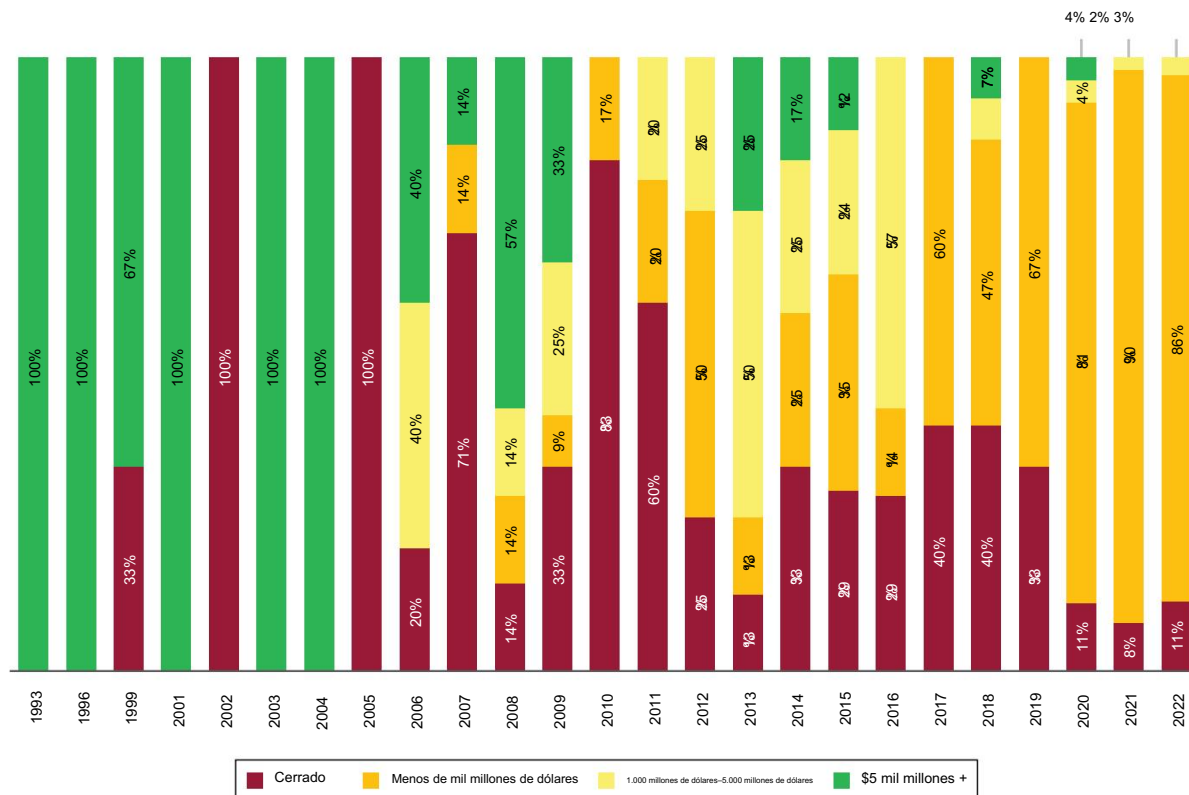
El lado izquierdo del gráfico, que muestra a los primeros participantes en el mercado de ETFs, está compuesto por empresas con más de 5 mil millones de dólares, ya que casi todas las pioneras han desarrollado negocios prósperos. Mirando hacia la derecha, vemos empresas fallidas y en crisis junto con empresas con menos de 5 mil millones de dólares, ya que la mayoría de los nuevos participantes han tenido dificultades para acumular activos o han abandonado el negocio de los ETFs por completo.

El gráfico 20 muestra los emisores de ETF por año de entrada y salida, hasta el 31 de agosto de 2024.

El mercado de ETF estaba saturado antes de la entrada en vigor de la Norma 6c11; esta situación se ha intensificado desde entonces. Muchos nuevos emisores se dirigen a segmentos con mayor liquidez y capacidad, como la renta variable estadounidense de gran capitalización, que incluía 506 ETF al 6 de septiembre de 2024. Quizás no sea sorprendente que la tasa de abandono haya aumentado a la par, a medida que los emisores reducen su oferta o cierran sus operaciones.

Aunque los cierres son dolorosos para el emisor del ETF y para los pocos inversores que tienen un ETF que está programado para liquidarse, la eliminación es una señal de salud porque reduce el campo y permite

Gráfico 19. Niveles de activos bajo gestión (AUM) de emisores por año de entrada al mercado (no afiliados), 30 de septiembre de 2022



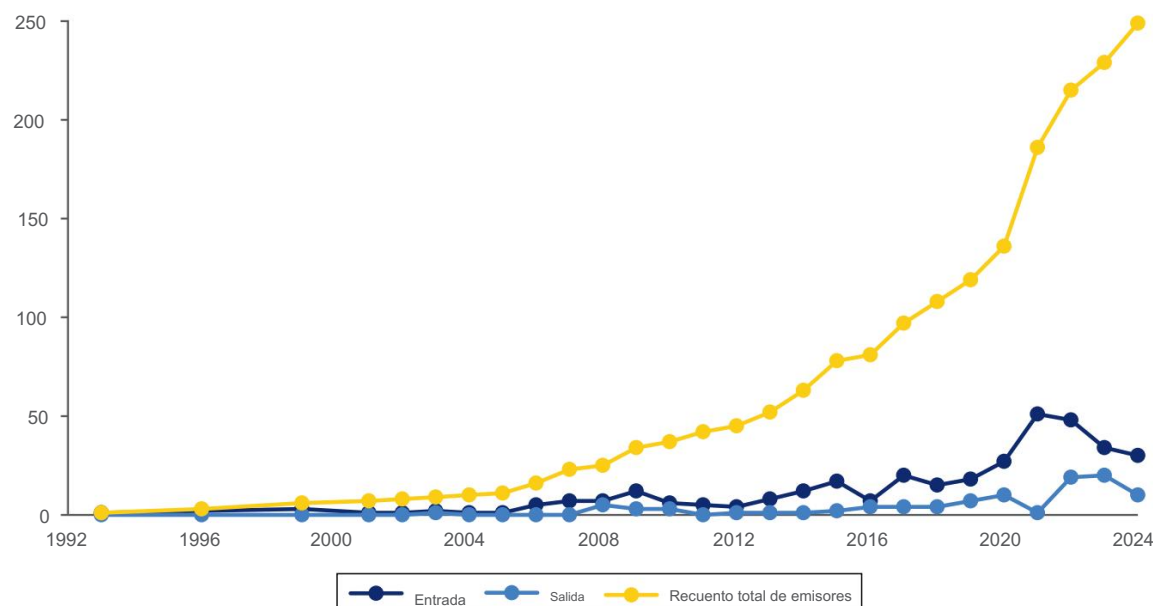
Fuente: E. Kashner, "¿Incursionar en el negocio de los ETF? Piénselo dos veces", FactSet (2 de febrero de 2023). <https://insight.factset.com/stepping-into-the-etf-business-think-twice>.

Los innovadores se reagrupan. Entre 2008 y 2023, la tasa de cierre de ETF estadounidenses promedió un 6,4 % anual, según el total de fondos al final del año anterior. La tasa de crecimiento ha sido significativamente mayor, un 17,2 %, durante el mismo período. No es de extrañar que los inversores en ETF a veces se sientan abrumados por la variedad y cantidad de ETF disponibles.

Los productos de imitación se han vuelto cada vez más comunes, lo que ha generado un mercado saturado, especialmente en áreas como los ETF de renta variable estadounidense de gran capitalización. Esta saturación, sumada a los diferentes modelos de ingresos de los principales emisores, como la estructura de propiedad mutua de Vanguard, ha generado una divergencia entre los emisores con los mayores niveles de activos y aquellos con los mayores ingresos brutos.

Los cierres de ETFs de bajo rendimiento son frecuentes y van en aumento, lo que indica un mercado saludable y autocorrectivo. En definitiva, los inversores tienen una amplia gama de opciones en el panorama actual de ETFs y necesitarán desarrollar las habilidades necesarias para explorar eficazmente esta gama. (Para facilitar este proceso, explicaremos cómo evaluar la variedad de opciones de ETF dentro de una categoría en el Módulo 2 de esta serie).

Gráfico 20. Número de emisores por año, 1992-2024



Fuente: FactSet.

Los ETF como una invención disruptiva

Los ETF han transformado la inversión. Gracias a sus comisiones más bajas, mayor transparencia, mayor acceso, amplia gama de estrategias y clases de activos, y mayor eficiencia fiscal en comparación con los fondos mutuos, han atraído activos a un ritmo acelerado y han amenazado los modelos clásicos de distribución de fondos. En la última década, las mayores gestoras de fondos mutuos activos han comenzado a ofrecer sus estrategias más solicitadas en formatos de ETF activos. Algunas incluso han incorporado ofertas de ETF basados en índices para fidelizar a los inversores que, de otro modo, buscarían otro proveedor.

Los ETF han transformado el panorama bursátil al ofrecer un mercado donde los fondos de cobertura, los fondos de pensiones y otros inversores institucionales pueden conectar su flujo de órdenes con el de inversores de alto patrimonio y otros inversores individuales, y participar en la determinación de precios de activos menos líquidos, como préstamos bancarios, deuda de mercados emergentes y exposición a materias primas. Los ETF han facilitado la inversión descendente y multimercado al proporcionar herramientas que pueden utilizarse en la asignación de activos o sectores, estrategias de factor-tilt e inversión temática. También han ayudado a los inversores a incorporar estrategias dinámicas en sus procesos de gestión de cartera, permitiéndoles adaptarse a las fluctuaciones en la rentabilidad y el riesgo.

En los últimos años, se han producido reacciones negativas contra los ETF y su papel en el mercado. Se les ha acusado de corromper el mecanismo de descubrimiento de precios del mercado bursátil, de representar un riesgo sistémico para las finanzas y la formación de capital, y de inducir a los inversores a inversiones inapropiadas y complejas. Se han celebrado audiencias en el Congreso, se han realizado estudios de la SEC y la CFTC de EE. UU., y los medios financieros han explorado ampliamente el tema.

La influencia de los ETF en la estructura y las operaciones del mercado. En definitiva, las críticas más duras no se han mantenido. Sin embargo, sí destacan que, siempre que surge una tecnología nueva y disruptiva, se necesita una formación significativa y exhaustiva.

Los ETF son herramientas poderosas que ofrecen menores costos, amplían las opciones estratégicas y brindan un acceso fácil y transparente. Cuando los inversores los utilizan adecuadamente, pueden ser herramientas útiles para la construcción de carteras, cumpliendo con los objetivos de rentabilidad y riesgo del inversor. Sin embargo, como cualquier herramienta poderosa, si no se comprenden correctamente o se aplican incorrectamente, los ETF pueden ser perjudiciales. Por lo tanto, los inversores deben informarse bien o buscar la ayuda de profesionales financieros con experiencia en la gestión de estrategias de inversión en ETF.

APÉNDICE A. BREVE HISTORIA DE LA INDUSTRIA DE LOS ETF DESDE LA CAÍDA DE LA BOLSA DE VALORES DE 1987 HASTA LOS ETF DE BITCOIN AL CONTADO

Los fondos cotizados en bolsa (ETF) se originaron en la "negociación programada", una innovación informática de la década de 1980 que permitía a los inversores comprar o vender todas las acciones de un índice importante (como el S&P 500) en una sola orden de compraventa, con una lista predefinida de tickers y recuentos de acciones. Desde entonces, se han realizado varios intentos para agrupar la negociación de carteras de acciones en un único producto, pero ninguno de ellos logró consolidarse hasta el lanzamiento de los primeros ETF a principios de la década de 1990.

Y llegó una araña

Aunque muchos consideran que el ETF más antiguo es el S&P 500 SPDR (Standard & Poor's Depositary Receipt), con el símbolo SPY, en realidad no fue el primero: ese honor le corresponde al Toronto Index Participation Shares, que se lanzó en la Bolsa de Valores de Toronto en 1990 y ofreció exposición a 35 de las empresas más grandes de Canadá. Sin embargo, a pesar de cierto éxito inicial, este ETF nunca llegó a consolidarse y fue cerrado.

SPY fue el primer ETF lanzado en Estados Unidos. Sigue siendo el ETF más antiguo y exitoso del mundo. La idea de SPY nació en la Bolsa de Valores de Estados Unidos a principios de la década de 1990 en respuesta a los análisis post mortem de la SEC sobre el desplome bursátil de 1987, que exigían un único vehículo de negociación para todo el mercado de valores. Estos estudios de la SEC señalaron que la negociación de cartera era ineficiente y disruptiva en un mercado volátil. Trabajando con una variedad de socios, incluyendo State Street Global Advisors (SSGA), Nathan Most y Steven Bloom de AMEX crearon una estructura que fue pionera en muchas de las características clave de todos los ETF en el mercado actual: SPY ofrecía acceso negociado en bolsa a un importante índice de mercado y se basaba en un mecanismo continuo de creación y reembolso para mantener el precio de mercado del ETF siguiendo de cerca su valor razonable durante todo el día. SPY cerró su primer año con \$475 millones en activos bajo gestión (AUM) y sigue siendo el ETF más grande del mundo.

La industria de los ETF no permaneció inactiva por mucho tiempo. En 1995, SSGA incorporó el segundo ETF al mercado con el lanzamiento del S&P 400 MidCap ETF, bajo el símbolo MDY. En ese momento, los ETF seguían siendo productos aislados, con activos mínimos en comparación con las cuentas institucionales basadas en índices y los fondos mutuos.

En 1996, cuando Morgan Stanley lanzó World Equity Benchmark Shares (WEBS) y contrató a Barclays Global Investors para gestionar el producto, la industria de los ETF realmente comenzó a despegar. Estos ETF ofrecían exposición a diversos índices nacionales de Morgan Stanley Capital International (MSCI) y fueron revolucionarios en tres aspectos: primero, impulsaron a Barclays Global Investors (BGI), un importante gestor de índices institucionales, a entrar en el universo de los ETF. Posteriormente, BGI negoció un acuerdo con Morgan Stanley para tomar el control de los ETF WEBS y renombrarlos como iShares. En segundo lugar, a diferencia de SPY y MDY, que eran ambos fondos de inversión unitaria, los WEBS se organizaron como fondos abiertos bajo la Ley de Sociedades de Inversión de 1940. Esta estructura, que ya era la base

Para los fondos mutuos estadounidenses, se convertiría en la norma en la industria de los ETF. En tercer lugar, WEBS reveló el poder de los ETF para ofrecer descubrimiento de precios en diversos mercados. WEBS representaba la exposición a índices en mercados de renta variable como Japón y Francia, que permanecían cerrados durante la totalidad o parte de la jornada bursátil estadounidense. Los inversores podían seguir influyendo en sus perspectivas sobre los precios de las acciones en estos países durante el horario bursátil estadounidense comprando o vendiendo productos indexados de WEBS.

Qs e iShares convierten los ETF en una opción popular Productos financieros

Durante la mayor parte de la década de 1990, a pesar del éxito de WEBS y los SPDR originales, la negociación de ETF aún representaba una porción relativamente pequeña de los mercados financieros. En 1998, los activos totales de la industria eran de solo \$15.6 mil millones. En 1999, dos nuevos participantes ampliaron el atractivo del producto. En la era del extraordinario interés en las acciones tecnológicas, el índice NASDAQ 100, dominado por las acciones más grandes que cotizaban en el mercado de valores NASDAQ, fue el índice tecnológico de referencia. El Banco de Nueva York creó un fideicomiso basado en el índice NASDAQ 100 y lo lanzó como un ETF con el ticker QQQQ (ahora QQQ). La respuesta fue abrumadora: QQQQ atrajo \$18.6 mil millones en activos en su primer año de cotización. Además, se convirtió en la herramienta predilecta para fondos de cobertura, fondos mutuos y otros que buscaban negociar, cubrir o ganar exposición tácticamente a las tenencias de acciones tecnológicas. En una época en la que estar fuera del mercado durante una semana podía suponer perderse un movimiento del 8 %, la posibilidad de convertir el efectivo en acciones (intradía) fue tremendamente bien recibida.

BGI (ahora BlackRock), bajo el liderazgo de su directora ejecutiva, Patricia Dunn, también comenzó a tomarse en serio el negocio de los ETF. Dunn estaba convencida de que, al centrarse en el marco de marketing y distribución que promovía los fondos mutuos, BGI podría competir por los activos que fluían a esta industria mediante la introducción de una amplia gama de ETF basados en índices. BGI ya era líder del mercado en la gestión de fondos indexados institucionales. Contaba con fondos en una amplia gama de índices de referencia de los principales indexadores (Standard & Poor's, Russell y MSCI). La firma aprovechó esta posición para negociar contratos con estos proveedores de índices y, en el año 2000, lanzó más de 50 ETF bajo la marca iShares.

Estos ETF incluían el WEBS original (rebautizado) y productos adicionales para ofrecer diversas exposiciones a la renta variable estadounidense. Al ofrecer una amplia cartera de ETF, iShares abrió nuevas posibilidades: los inversores podían crear carteras de ETF, en lugar de utilizar únicamente productos individuales para capitalizar su efectivo. BGI también realizó una importante y sostenida iniciativa educativa para capacitar a los asesores financieros sobre las ventajas de los ETF y la inversión basada en índices. Así, los ETF comenzaron a penetrar en el canal minorista. BGI también desplegó un equipo de ventas de ETF, que ayudó a los asesores financieros a evaluar las características de inversión (en lugar de simplemente operar) de los ETF.

Vanguard, PowerShares y otros participantes

Como líder en fondos mutuos indexados, Vanguard comenzó a considerar este nuevo canal de distribución para capitalizar su ya sólida posición. A pesar de las objeciones de su fundador, John C.

Bogle, quien criticó públicamente los ETF como un instrumento de negociación que tentaría a los inversores a abandonar la mentalidad a largo plazo, Vanguard innovó al idear (y patentar) una estructura legal que emitía ETF como una clase especial de acciones de sus fondos mutuos existentes. Los productos de Vanguard, introducidos en 2001, se denominaron inicialmente VIPER (Vanguard Index Participation Equity Receipts).

PowerShares fue la siguiente firma en entrar al mercado con fuerza. Esta firma independiente lanzó dos ETF en 2003 que replicaban índices cuantitativos con el objetivo de superar al mercado.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

Estos ETF fueron los primeros diseñados específicamente como inversiones de compra y retención, dirigidos a los mercados minoristas y de asesoría financiera, y tuvieron cierto éxito, atrayendo 1.140 millones de dólares en activos durante los primeros tres años. Ese mismo año marcó la introducción de los primeros ETF de bonos en la creciente gama iShares de BGI.

Con la lenta recuperación en la década de 2000 tras el estallido de la burbuja tecnológica a finales de los 90, los inversores minoristas se alejaban de la renta variable y se dirigían a la renta fija y las materias primas. Como resultado, se retrasaron los sueños de una gran base de usuarios minoristas de ETF. A mediados de la década de 2000, los fondos de cobertura representaban regularmente entre el 70 % y el 80 % de la actividad de negociación de ETF, y las instituciones dominaban los flujos de activos. Sin embargo, las empresas de ETF continuaron innovando y alcanzaron nuevos éxitos en los mercados de materias primas y renta fija. El lanzamiento de SPDR Gold Shares (GLD) en 2006 fue un éxito extraordinario. GLD atrajo más de mil millones de dólares en activos en sus primeros tres días de cotización.

En 2006, se lanzaron los primeros ETF de petróleo crudo, junto con otros productos. También en 2006, ProShares recibió la autorización de la SEC para lanzar ETF apalancados e inversos (fondos mutuos similares existían desde 1993). Los nuevos ETF se basaban en derivados para ofrecer exposición apalancada, tanto a largo como a corto plazo, con un objetivo de rendimiento diario que era un múltiplo exacto de la rentabilidad de un índice. Estos productos crecieron rápidamente hasta representar una parte significativa de la negociación de ETF, ofreciendo herramientas de apalancamiento y venta en corto a una amplia gama de inversores.

Durante la crisis financiera mundial de 2008, los operadores que buscaban liquidez recurrieron a los ETF para ajustar el riesgo y gestionar la exposición táctica. La crisis se convirtió en el punto de partida de los ETF de bonos. Cuando los mercados de bonos corporativos se paralizaron, los ETF de bonos corporativos, como los LQD (grado de inversión) y los HYG (alto rendimiento), se negociaron con fuerza, ganándose así la reputación de ser las principales herramientas para el descubrimiento de precios. Tras este período, los inversores individuales se dieron cuenta de las limitaciones de la inversión a largo plazo basada en la compra y retención y se volvieron más proclives a las estrategias tácticas; los ETF se ajustaron perfectamente a sus necesidades. Los inversores también se inclinaron por estrategias más basadas en índices, ya que los gestores activos no lograron protegerlos como esperaban. Gracias a su transparencia, accesibilidad y salvaguardas regulatorias, los ETF se convirtieron en los vehículos de inversión predilectos a medida que los inversores revisaban sus estrategias tras el profundo mercado bajista, con los bancos como protagonistas.

El ritmo de cambio en el mercado de ETFs cambió en la década de 2010, con la llegada al mercado de más de 100 nuevos emisores de ETFs y un sólido crecimiento en numerosas clases de activos, incluyendo el lanzamiento de ETFs de renta variable, temáticos y de estrategia de renta fija, que culminó con la aprobación de la Norma 6c11, que clarificó las reglas de juego de los ETFs. La turbulencia del mercado en torno a la pandemia en 2020 volvió a poner a prueba los mecanismos de negociación de los ETFs. La actividad de negociación se disparó a principios de 2020 con mínimas consecuencias. Los inversores descubrieron que los ETF facilitaban la negociación continua y el descubrimiento de precios durante mercados turbulentos, lo que les permitía ajustar sus carteras a medida que el mercado absorbía nueva información. Este nuevo interés de los inversores, sumado a la nueva flexibilidad ofrecida por la Norma 6c11, impulsó un auge en el desarrollo de productos ETF que ha continuado durante la década actual.

Más recientemente, los inversores se han sentido atraídos por las criptomonedas, y el lanzamiento de ETFs con bitcoin a principios de 2024 por parte de diversos emisores fue un gran éxito. Esta última clase de activo, accesible a través de ETFs a bajo coste por casi una docena de gestores de ETF experimentados, ha atraído rápidamente una cantidad considerable de activos y un amplio interés de los emisores, captando más de 50 000 millones de dólares en nuevos activos netos en su primer año. Los ETFs que incorporan estrategias de derivados para apalancamiento, reducción de riesgos o conversión de posibles ganancias en ingresos también han cobrado gran popularidad en los últimos años, con importantes flujos de activos en 2024 y 2025.

APÉNDICE B. CRONOLOGÍA DE LOS ETF

La siguiente línea de tiempo muestra el panorama evolutivo de los ETF desde su inicio.

1989: Se lanzan las acciones de participación en el índice S&P 500.

1989: Un tribunal federal de Chicago dictamina que los fondos ETF funcionan como contratos de futuros y deben ser negociados en la bolsa de futuros.

1990: La Bolsa de Valores de Toronto lanza las Unidades de Participación del Índice Toronto 35.

1993: Se lanza SPY, el fideicomiso ETF SPDR S&P 500.

1995: Se lanza MDY, el SPDR S&P Midcap 400 ETF Trust.

1996: Barclays Global Investors (ahora BlackRock) y Deutsche Bank (DB) lanzan fondos nacionales; los fondos de DB cierran en 1997.

1998: Los SPDR sectoriales lanzan, junto con DIA, el SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust ponderado por precio.

1999: Se lanza PowerShares QQQ (ahora Invesco QQQ Trust), que ofrece acciones que cotizan en NASDAQ.

2000: Este año marca el inicio de la inversión “beta inteligente” en el espacio ETF, ya que BGI y SSGA lanzan paquetes de estilo box.

- BGI lanza las suites de cajas estilo S&P y Russell. La suite de cajas estilo S&P incluye Índice iShares Core S&P 500 (IVV).
- SSGA lanza una suite de cajas estilo S&P.
- BGI lanza una suite de ETF centrados en sectores.

2001

Vanguard entra en el mercado de ETF con VTI, el Fondo de Índice Total del Mercado de Acciones de Vanguard. Los ETF de Vanguard son clases de acciones de sus fondos mutuos indexados, con una estructura patentada. La patente expiró en 2023.

- BGI lanza EFA, el ETF iShares MSCI EAFE.
- ETF.com comienza a cubrir el espacio de inversión en índices bajo el nombre IndexUniverse.

2002

- BGI y ETF Advisors lanzan los primeros ETF de bonos. (Los fondos de bonos de ETF Advisors cierran en 2003.)

BGI cierra tres fondos. Su sucesor, BlackRock, no cerrará ningún ETF hasta 2013.

- PowerShares (ahora Invesco) lanza el primer ETF de mercados emergentes. ADRE utilizó certificados de depósito estadounidenses (ADRE) para acceder a valores de mercados emergentes.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

2003

- BGI lanza EEM, el ETF iShares MSCI Emerging Markets. EEM es el primer ETF que invierte en valores de mercados emergentes que cotizan localmente.
- BGI amplía su oferta de beta inteligente con su Select Dividend ETF (DVY).
- PowerShares ingresa al juego beta inteligente con el primer ETF multifactor “dinámico”.
- First Trust ingresa al espacio ETF.
- Rydex (ahora Invesco) lanza RSP, el ETF de igual ponderación del Guggenheim S&P 500. RSP no es el primer ETF con ponderación igualitaria, pero sí el primero en promover la ponderación igualitaria como vehículo para lograr un rendimiento superior.
- Fidelity lanza el Fidelity Nasdaq Composite Index ETF (ONEQ), que es su único ETF hasta 2013.
- BGI lanza AGG, ahora llamado iShares Core US Aggregate Bond ETF.
- Se lanza el primer ETN, el China Currency ETN (JCC) de Deutsche Bank. Se cerrará en 2005.

2004

- Vanguard lanza suites sectoriales y de cajas estilo estadounidense.
- SSGA lanza GLD, el primer ETF estructurado como un Grantor Trust.

2005

- Se lanza el Vanguard MSCI Emerging Markets ETF (VWO).
- Se lanza el primer fondo de divisas, el CurrencyShares Euro Trust (FXE).
- BGI lanza el primer fondo ESG (ambiental, social y de gobernanza).
- BGI lanza los primeros fondos de crecimiento y valor no estadounidenses, lo que aporta beta inteligente al mercados desarrollados.
- PowerShares lleva la inversión en dividendos al espacio global fuera de EE. UU. y lanza una Suite industrial beta inteligente.
- Se lanza la cartera insignia PowerShares FTSE RAFI US 1000 (PRF) de Rob Arnott. Aunque algunos otros ETF utilizan métricas fundamentales para seleccionar o ponderar valores, PRF es el primer fondo que promueve la “inteligencia” de la estrategia fundamental.

2006

- Llegan los ETF de materias primas:
 - Barclay's lanza sus primeros bonos negociados en bolsa, irrumpiendo en el mercado de materias primas espacio con los primeros fondos que siguen futuros.
 - PowerShares lanza un fondo optimizado para el seguimiento de materias primas: el PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund (DBC). Este es el primer ETF estructurado como un fondo de materias primas.
 - US Commodity Funds lanza USO, el Fondo de Petróleo de Estados Unidos LP.
- Llegan los fondos apalancados, gracias a ProShares.

- Rydex y Power Shares lanzan suites sectoriales no ponderadas por capitalización.
- Rydex lanza el primer fondo multiactivo.
- Deutsche Bank se asocia con PowerShares para lanzar el primer fondo alternativo, el PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund (DBV).
- La beta inteligente gana fuerza a medida que WisdomTree lanza el enfoque de inversión en dividendos, Rydex introduce valor/crecimiento puro y PowerShares lanza fondos sectoriales fundamentales y multifactoriales.
- VanEck se suma al espacio ETF, con GDX VanEck Vectors Gold Miners ETF.
- Cierra el ETF número 20.

2007

- Lehman Brothers deja de pagar sus ETN: la única vez que esto ha sucedido.
- Los fondos de materias primas se expanden hacia los sectores de materias primas.
- La renta fija despegue con 39 nuevos lanzamientos, que abarcan bonos municipales, letras del Tesoro, mercados emergentes y alto rendimiento. Vanguard y SSGA entran en el mercado de la renta fija.
- First Trust lanza su suite sectorial multifactorial.
- Se lanza el primer fondo de impulso.
- BGI lanza el primer fondo de bonos de mercados emergentes.

2008

- Se lanza el primer ETF de gestión activa: el Guggenheim Enhanced Short Duration ETF (GSY).
 - El cementerio de ETF se expande: 57 fondos cierran en 2008, la mayoría lanzados entre 2007 y 2008.
- Este es un mal año para entrar en el negocio de los ETF. Entre los emisores fallidos se encuentran Adelante , Ameristock, FocusShares, Healthshares y MacroShares (aunque MacroShares se mantiene hasta 2009).
- Northern Trust hace su primer intento de ingresar al espacio ETF, solo para retroceder en 2009.
 - BGI lanza las primeras suites de fecha objetivo y riesgo objetivo.
 - Se lanza el primer fondo apalancado de renta fija y materias primas; Direxion lanza fondos apalancados para competir con ProShares.

2009

- BlackRock compra BGI. Guggenheim (ahora parte de Invesco) compra Claymore.
- Se lanza el primer fondo de volatilidad.
- PIMCO lanza sus primeros ETF, incluido el PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF (MINT).
- Schwab se suma al panorama de los ETF.
- Se lanza el primer ETN MLP.
- 56 ETF cierran.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

- WisdomTree lanza el primer fondo con cobertura de divisas, WisdomTree Europe Fondo de Renta Variable con Cobertura (HEDJ). HEDJ sigue una estrategia fundamental con cobertura de divisas.
- ALPS lanza la primera estrategia ETF de ETF.

2010

- Se lanza el primer robo-advisor, Betterment.
- Los activos ETF en Estados Unidos alcanzan el billón de dólares, invertidos en más de 1.100 fondos.
- BlackRock lanza los primeros fondos de bonos con vencimiento a plazo fijo en enero. Guggenheim Sigue en junio.

Vanguard lanza el Vanguard S&P 500 Index Fund (VOO). VOO se convertirá en el mayor ETF (por activos) en marzo de 2025.

- Las alternativas despegan, con 16 lanzamientos.
- WisdomTree agrega una cobertura cambiaria a DXJ y cambia su estrategia para centrarse en exportadores.
- VanEck lanza el primer fondo de acciones A de China.
- El flash crash crea una crisis de confianza en el comercio de ETF.

2011

- ETF.com lanza ETF Analytics.
- Wealthfront lanza su robo-advisor.
- Guggenheim compra Rydex.
- Se lanza el primer fondo de préstamos senior, Invesco Senior Loan ETF (BKLN).
- Los primeros fondos de baja volatilidad, Invesco S&P 500 Low Volatility ETF (SPLV) e iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF (USMV), lanzamiento.
- Deutsche Bank lanza los primeros ETF con cobertura de divisas tradicionales.
- Russell hace un intento llamativo pero condenado al fracaso de entrar en el negocio de los ETF.
- Northern Trust lanza los primeros fondos de duración objetivo.

2012

- Lanzamiento de 180 ETF.
- Se liquidan 103 ETF, incluida la línea ETF de Russell.
- BlackRock lanza la suite básica de base amplia y bajo precio, que incluye iShares Core MSCI Emerging Markets ETF (IEMG) y el iShares Core MSCI EAFE ETF (IEFA).
- Northern Trust regresa a la industria de ETF con FlexShares.
- Exchange Traded Concepts se convierte en el primer emisor de “ETF en una caja”, utilizando la exención que adquirió de FaithShares, que cerró en 2011.
- El asesor Ken Fisher se asocia con UBS para lanzar estrategias propias en un ETN (los primeros ETF personalizados).

- La inversión activa en ETF recibe un impulso con el lanzamiento del PIMCO Total Return Active ETF (BOND), el primer ETF con un gestor famoso al mando (Bill Gross, en ese momento).

2013

VanEck lanza el primer fondo de cobertura de tipos de interés. ProShares y WisdomTree seguir.

- La cobertura de divisas llega a las estrategias de dividendos.
- Se lanzan 163 ETF y cierran 71 ETF.
- BlackRock cierra el iShares Diversified Alternatives Trust (ALT), lo que abre la puerta a más cierres de fondos en iShares.
- Vanguard ingresa al espacio de bonos internacionales con el lanzamiento de BNDX.
- Schwab lanza su suite fundamental, entrando con seriedad en el juego de las betas inteligentes. Los flujos fueron mediocres hasta que Schwab lanzó su asesor robot en 2015, creando un canal de distribución interno para este conjunto de productos.
- La inversión en ETF personalizados despegas:
 - El sistema de jubilación del estado de Arizona encarga fondos beta inteligentes, que se siembran cada uno con 100 millones de dólares, el primer plan de pensiones en hacerlo.
 - El asesor Ronald Blue trabaja con la startup Vident para lanzar Vident International Equity Strategy ETF (VIDI), diseñado para atraer a inversores religiosos.
 - Ken Fisher amplía su oferta al asociarse con Barclays, Credit Suisse y Deutsche Bank.
- First Trust lanza el primer fondo de materias primas abierto.

2014

- Se lanzan 19 ETF de renta variable activa, incluidas suites de ARK, WBI y MFS, duplicando total.
- Se lanzan 210 ETF; cierran 79 ETF.
- Se funda Women in ETFs.
- Lanzamientos temáticos:
 - HACK cruzará la línea de activos de 1.000 millones de dólares en siete meses, lo que provocará una ola de lanzamientos temáticos.
 - Siete fondos centrados en los sectores de rápido crecimiento de la tecnología y la biotecnología se lanzan, pero reunir pocos activos.
- La estrategia ETF de ETF cobra fuerza:
 - BlackRock utiliza la estructura ETF de ETF para lanzar fondos con cobertura de divisas.
 - First Trust lanza FV e IFV, estrategias basadas en el impulso que mantienen cinco First Confie en los ETF.
- Se lanzan siete fondos ESG, incluidos dos fondos bajos en carbono.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

2015

- Se lanzan 284 nuevos ETF; cierran 102 ETF.
- Los activos de ETF alcanzan los 2,1 billones de dólares.
- Se lanza el ETF XT personalizado y temático.
 - El asesor Ric Edelman encarga el ETF iShares Exponential Technologies (XT), invirtiendo 560 millones de dólares en XT en su segundo día de cotización. Edelman Financial posee el 85 % de las acciones de XT.
 - XT y HACK inspiran una ola de seis lanzamientos temáticos más.
- El inversor estrella en bonos Jeff Gundlach ingresa al espacio ETF con el SPDR DoubleLine Total Return Tactical ETF (TOTL).
- Se aceleran los lanzamientos de fondos con cobertura cambiaria. El primer fondo de baja volatilidad con cobertura cambiaria. lanzamientos.
- RBS cierra toda su línea de ETN, en respuesta a los requisitos de Dodd-Frank. • GICS escinde el sector inmobiliario como su propio sector: el Financial Select Sector SPDR ETF (XLF) escinde el Real Estate Select Sector ETF (XLRE).
- Goldman Sachs entra en el negocio de ETF con fondos multifactor.
- Otra caída repentina, en agosto, provoca la cancelación de muchas operaciones.

2016

- Se lanzan 248 ETF; cierran 128. • Continúan los cierres de ETF impulsados por Dodd–Frank; 29 cierran en 2016. • WIZE rompe barreras al cerrar solo cinco meses después del lanzamiento. • Se lanzan 26 fondos temáticos.
- Se lanzan 10 fondos ESG; el más exitoso es el Índice de Diversidad de Género SPDR SSGA ETF (ELLA).
- Exactamente la mitad de todos los lanzamientos de 2016 se cerraron al 31 de octubre de 2024.

2017

- Los flujos aumentan hacia una exposición corta a la volatilidad a través de ETF de futuros de VIX inverso. • La volatilidad del S&P 500 en 2017 alcanza un nuevo mínimo del 6,7% con una ganancia del índice del 20%.

2018

- El ETN de volatilidad corta VelocityShares Daily Inverse VIX Short-Term ETN (XIV) cierra con grandes pérdidas a medida que el VIX se dispara. • Se lanza la suite Beta Builders, el primer éxito de ETF de JP Morgan. • Innovator lanza ETF de amortiguación.
- Se lanza GLDM, canibalizando a GLD. • La reorganización de GICS crea XLC.

2019

- Se aprueban los ETF no transparentes (ANT) activos. • La regla 6c-11 de ETF entra en vigencia en diciembre.
- Se lanza Avantis.
- Persisten las guerras de comisiones por los bonos corporativos. • SSPY pasa de ser un fondo privado a un ETF; dos más seguirán en 2020.

2020

- Para estabilizar los mercados tras la pandemia de COVID-19, la Fed compra ETF de bonos (Vanguardia y BLK).
- Se lanza el JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI); se disparará a la cima Lista de 10 flujos en 2022.
- Lanzamiento de ANT; American Century es el primero en salir al mercado. • El ETF Invesco NASDAQ 100 (QQQM) canibaliza al Invesco QQQ Trust (QQQ). • El ETF SPDR Portfolio S&P 500 (SPLG) cambia de índice, del SSGA de gran capitalización al S&P 500, superando al SPY (3 pb, hasta 2 pb en 2022). • Se lanzan los ETF de obligaciones de préstamos garantizados, lo que plantea la pregunta: ¿borró la COVID-19 la memoria colectiva de 2008?
- Se produce una enorme ola de cierres, un 11,8% del total (al cierre del año anterior). • Aumentan las entradas de ESG y activas.

2021

- Los flujos se acercan a 1 billón de dólares (942 mil millones de dólares). • Las conversiones de fondos mutuos a ETF incluyen Guinness Atkinson, que es el primero, y DFA, que es el más grande.
- Lanzamiento de ETF de futuros de Bitcoin.
- Explosión del trading táctico de ETFs sectoriales y temáticos. • Pico de los AUM y las entradas de ARKK. • Pico de las entradas de ESG.
- Las entradas activas continúan aumentando.

2022

- Se lanzan en Estados Unidos ETFs de acciones únicas apalancadas (anteriormente disponibles en Europa). • Los flujos de ARKK cambian a negativo. • Las entradas activas continúan expandiéndose. • Las entradas de compra-escritura/amortiguación superan la marca de los \$10 mil millones.

Una guía completa sobre los ETF (2.ª edición)

2023

- La patente de ETF como clase de acción de Vanguard vence:
 - PGIA solicita exención para lanzar clases de acciones ETF de fondos mutuos activos fondos.
 - Hay 53 solicitudes pendientes al 31 de marzo de 2025.
- Los flujos de los ETF de bonos del Tesoro a más de 20 años de iShares (TLT) aumentan.
- Rompiendo una tendencia que se ha extendido durante décadas, algunos gestores de activos experimentan con la inversión en gastos. La proporción aumenta.

2024

- Se lanzan ETF de Bitcoin al contado; Ether sigue su ejemplo.
- Un conjunto de ETF de acciones únicas apalancadas y vinculadas a MicroStrategy tiene dificultades para ofrecer múltiplos de retorno prometidos a medida que las contrapartes de swaps imponen sus propios límites de posición.
- Cambria Tax Aware ETF (TAX) es pionero en la diversificación libre de impuestos de inversiones concentradas posiciones de capital a través de un intercambio de la sección 351.

Dotaciones con nombre

La Fundación de Investigación del CFA Institute reconoce con sincera gratitud las generosas contribuciones de los participantes del Fondo de Donación Nombrado que se enumeran a continuación.

Las donaciones de al menos US\$100.000 califican a los donantes para ser miembros de la categoría de Fondo Nombrado, que reconoce a perpetuidad el compromiso hacia una investigación imparcial, orientada a los profesionales y relevante que estas empresas e individuos han expresado a través de su generoso apoyo a la CFA Institute Research Foundation.

Ameritech

Anónimo Robert

D. Arnott Theodore

R. Aronson, CFA Asahi Mutual Life

Insurance Company Batterymarch Financial

Management Boston Company Boston Partners

Asset Management,

LP

Gary P. Brinson, CFA

Brinson Partners, Inc.

Capital Group International, Inc.

Concord Capital Management Dai-ichi

Life Insurance Company Daiwa Securities

Sr. y Sra. Jeffrey

Diermeier Gifford Fong Associates

John A. Gunn, CFA Asociación

de Asesores de

Inversiones de América, Inc.

Jacobs Levy Equity Management Fundación

Jon L. Hagler Crédito a largo

plazo Banco de Japón, Ltd.

Lynch, Jones & Ryan, LLC

Compañía de seguros de vida Meiji Mutual

Miller Anderson & Sherrerd, LLP John B.

Neff, CFA Nikko

Securities Co., Ltd.

Compañía de seguros de vida Nippon de Japón

Nomura Securities Co., Ltd.

Payden & Rygel

Provident National Bank Frank

K. Reilly, CFA Salomon

Brothers Sassoon

Holdings Pte. Ltd.

Scudder Stevens & Clark

Asociación de Analistas de Seguridad de Japón

Shaw Data Securities, Inc.

Sit Investment Associates, Inc.

Standish, Ayer & Wood, Inc.

Compañía de seguros State Farm

Sumitomo Life America, Inc.

T. Rowe Price Associates, Inc.

Asesor de inversiones de Templeton Inc.

Frank Trainer, CFA

Compañía de Seguros de Viajero.

Empresas USF&G

Yamaichi Securities Co., Ltd.

Investigadores sénior

Asociación de Analistas de Servicios Financieros

Para obtener más información sobre las próximas publicaciones y transmisiones web de la CFA Institute Research Foundation, visite www.cfainstitute.org/research/foundation.

Instituto CFA
Fundación de Investigación
Junta Directiva
2024-2025

Silla

Jeff Bailey, analista financiero certificado

Groveley Associates

Vicepresidente

Aaron Low, PhD, CFA

LUMIQ

Margaret Franklin, CFA

Instituto CFA

Giuseppe Ballocchi, PhD, CFA

Socios de gobernanza Alpha

Universidad de Lausana

*Emeritus

Aaron Brown, CFA

Ciudad de Calgary

Frank Fabozzi, doctor en filosofía, analista financiero certificado*

La Universidad Johns Hopkins

Escuela de Negocios Carey

Bill Fung, doctor

Gestión de activos de PI

Philip Graham, analista financiero certificado

Consultor – AustralianSuper

Joanne Hill, doctora

Asesoría de Bear Creek, LLC

Roger Ibbotson, PhD*

Escuela de Administración de Yale

Lotta Moberg, doctora, analista financiera certificada

ViviFi Ventures

Susan Spinner, CFA

Sociedad CFA de Alemania

Dave Uduanu, CFA

Sigma Pensions Ltd

Kurt Winkelmann, doctor

Estrategias de Navega

Oficiales y directores

Gary P. Brinson Director de Investigación

Laurence B. Siegel

Blue Moon Communications

Director de Investigación

Luis García-Feijóo, CFA, CIPM

Coral Gables, Florida

Director de Ciencia de Datos

Francesco Fabozzi

Tesorero

Kim Maynard

Instituto CFA

Director de operaciones

Bud Haslett, analista financiero certificado

Consultoría Windrift LLC

Junta de Revisión de la Fundación de Investigación

William J. Bernstein, doctor

Asesores fronterizos eficientes

Elroy Dimson, doctor

Negocios de Cambridge Judge

Escuela

William N. Goetzmann, PhD

Escuela de Administración de Yale

Elizabeth R. Hilpman

Barlow Partners, Inc.

Paul D. Kaplan, PhD, CFA

Jubilado – Morningstar, Inc.

Robert E. Kiernan III

Gestión avanzada de cartera

Andrew W. Lo, PhD

Instituto de Massachusetts

de Tecnología

Esteban Sexauer

Empleados del condado de San Diego

Asociación de Jubilados



**CFA Institute
Research
Foundation**

Disponible en línea en rpc.cfainstitute.org

ISBN 978-1-952927-51-5



9 781952 927515 >