



RENDIVALORES

Casa de Bolsa, C.A.

RIF J-30292237-2

Los Fondos Cotizados: Exchange Traded Funds (ETF)

Los fondos de inversión cotizados, más conocidos por sus siglas en inglés, ETF, son aquellos cuya peculiaridad es que se transan en los mercados secundarios de valores. En contraste con las participaciones de los fondos tradicionales, que se suscriben o reembolsan a su valor de liquidación, las participaciones en ETF se compran y venden en un mercado secundario, como las acciones o los bonos.

Al igual que el resto de fondos de inversión, los cotizados pueden invertir en una amplia gama de activos que, en ocasiones, resultarían difícilmente accesibles a los inversores, especialmente a los minoristas. A ello debe añadirse, que su precio en los mercados secundarios permite a los inversores comprar y vender de una manera similar a como se hace con otros activos cotizados. Una particularidad de estos fondos es que, tienen como objetivo replicar el comportamiento de un determinado índice de referencia (por ejemplo, índices de renta variable: S&P500, EuroStoxx 50, Nasdaq o también índices de renta fija). Los ETF han cambiado la industria de inversión y la manera en que se están gestionando los activos en los mercados financieros: costos más bajos, mayor transparencia, acceso a casi cualquier inversor en casi cualquier parte del mundo desarrollado y fiscalmente más eficientes que los fondos de inversión tradicionales.

Fuente: Guía ETF. Hecha por CNMV, Madrid, España.

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guías/Los_fondos_cotizados ETF.pdf

**Rendivalores
Casa de Bolsa**

Autor

José Miguel Farías
Director de Finanzas
@Jmfariasu

Autor

Carlos Deseda
Analista Financiero
@Carlosededm

Autor

Antulio Moya
Analista Financiero
@Asmoyaf

Autor

Telvimar Castillo
Analista Financiero
@Telvimarr

www.rendivalores.com

Nacimiento de la industria de los ETF

De acuerdo con **Jorge Segura**, CEO de Uncommon Finance, a lo largo de los años 80 se intentó llevar sin éxito la inversión en fondos indexados de manera electrónica, lo que se conocía en la industria como “*program trading*”. El crash de 1987 aceleró este proceso, ya que se generaban problemas entre el valor del fondo y el del activo subyacente en un día en el que hubiese mucha variación y donde los partícipes del fondo no pudiesen comprar o vender. A nivel institucional esto suponía un problema, con miles de millones de pérdidas en una jornada y sin poder acortarlas. Los ETF, en teoría, solucionaban estos problemas.

Origen de los Exchange Traded Funds

De acuerdo con **Garay y Constanzo (2012)**, el primer ETF nació en 1992 cuando la bolsa de valores “American Stock Exchange” solicitó la creación de una nueva herramienta financiera basada en el índice *S&P500* como unidad de inversión, el cual se conoció como SPDR. Este mecanismo, captó una rápida aprobación en el mercado y se convirtió en el primer ETF comercial exitoso.

En 1996, Morgan Stanley articuló energías con Barclays Global Investments y AMEX para lanzar los World Equity Benchmark Shares (WEBS). Los WEBS, a continuación denominados iShares, se transformaron en los primeros ETF apoyados en una cesta de acciones de un determinado país. Fueron primeramente trazados para 17 naciones y estaban apoyados en el índice bursátil que correspondía para el mismo calculado por Morgan Stanley.

Peculiaridad de los ETF

Los ETF, al igual que el resto de fondos de inversión, son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero que pueden colocar recursos en una amplia diversidad de clases de activos e instrumentos financieros. Se trata, en definitiva, de un patrimonio común, perteneciente a una pluralidad de inversores, llamados partícipes, que está gestionado y representado por una Sociedad Gestora y donde los rendimientos individuales se establecen en función de los resultados colectivos.

Principales características de los ETF

- **Accesibilidad**

Los fondos cotizados suelen tener importes mínimos de inversión, por lo que es posible acceder a ellos con pequeñas cantidades de dinero.

- **Diversificación**

Una peculiaridad de los ETF es que tienen como objetivo replicar el comportamiento de un determinado índice de referencia, ya sea de renta variable, de renta fija, o de materias primas, por ejemplo. Es precisamente su naturaleza de producto referenciado a una cesta o grupo de activos lo que permite invertir diversificando, evitando la concentración y tratando de gestionar, en cierta medida, el riesgo global de la inversión.

- **Inmediatez y transparencia**

Durante el horario de negociación, la Bolsa calcula y difunde un valor liquidativo indicativo estimado, lo que permite al partícipe conocer en todo momento cómo evoluciona su inversión. El inversor tiene mayor certeza que en los fondos tradicionales sobre el precio al que se va a realizar la compra o venta, ya que será muy parecido al último valor liquidativo indicativo publicado antes de la orden. Las ventas se cancelarán (mediante abono en la cuenta del partícipe) en los mismos plazos que las acciones.

- **Liquidez**

Las participaciones se negocian en tiempo real, por lo que el inversor puede invertir y desinvertir en cualquier momento durante el horario de negociación bursátil, incluso varias veces al día. La operativa de compra y venta de participaciones es similar a la de las acciones negociadas en bolsa.

- **Dividendos**

El fondo cotizado podrá retribuir a los inversores con los dividendos distribuidos por las sociedades que componen el índice de referencia. El volumen total a abonar será la diferencia entre el valor liquidativo del fondo y el valor del índice de referencia. Este abono puede implicar el cobro de comisiones por parte del intermediario. No existe una política común de reparto de dividendos en todos los ETF; cada gestora establece su propia política, que debe ser informada detalladamente

Desventajas de los ETF

Representan una estrategia poco flexible: los ETF solo pueden seguir la trayectoria de los índices o cestas a los que estén replicando, impidiendo desarrollar una gestión activa. Adicionalmente, el nivel de liquidez que tengan los activos subyacentes se reflejará en el ETF.

La correlación entre el índice y el ETF puede no ser perfecta: debido a que el fondo de inversión cotiza en el mercado como lo haría una acción, éste está sometido a los precios que decida el mercado. Adicionalmente, la gestión del fondo acarrea costos operativos.

Costos administrativos y de tributación: A diferencia de los fondos de inversión, los ETF no exoneran los impuestos por las transacciones. A su vez, deben lidiar con comisiones de los gestores que administran el fondo para realizar ajustes por fluctuaciones de los títulos que componen el índice o la cesta.

Los dividendos no son reinvertidos automáticamente: los fondos generados por dividendos deben ser gestionados por los poseedores del ETF, incurriendo en los costos de transacción que eso represente.

Los ETF podrían implicar riesgos derivados por fluctuaciones de los tipos de cambio: cuando el ETF se transa en una divisa diferente a la correspondiente a los activos a los que hace referencia, habría que tomar en consideración las variaciones del tipo de cambio para determinar su precio y ganancia.

ETF's en Latinoamérica

Caso de estudio: Argentina

En los mercados financieros más importantes del mundo se pueden encontrar diversos fondos de tipo ETF estructurados sobre la base de empresas de países latinoamericanos. En el caso particular de Argentina, uno de sus ETF's más importantes y líquidos es el "Global X MSCI Argentina" (*ticker*: ARGT). Dicho fondo replica al índice subyacente MSCI All Argentina 25/50, el cual se emplea comúnmente como *proxy* del desempeño del mercado argentino.

Actualmente, está constituido por acciones de 26 de las empresas más importantes de los sectores de comercio, manufactura, financiero, alimentos, energía, etc. En el cuadro 1 se observa las 10 empresas con mayor peso en el ETF y sus respectivas ponderaciones.


Cuadro 1. Composición del Global X MSCI Argentina.

NET ASSETS %	NAME
23.68	MERCADOLIBRE INC
14.15	TENARIS SA
7.77	GRUPO FINANCIERO GALICIA-
5.36	GLOBANT SA
4.69	BANCO MACRO SA-ADR
3.97	YPF S.A.-SPONSORED ADR
3.94	PAMPA ENERGIA SA-SPON ADR
3.62	TELECOM ARGENTINA SA-SP A
3.24	ARCOS DORADOS HOLDINGS IN
3.10	TRANSPORTADOR GAS SUR-SP

Fuente: Global X Funds.

Destaca la concentración de los activos del fondo en Mercado Libre, Tenaris -empresa manufacturera de tubos de acero- y Grupo Financiero Galicia, uno de los más importantes de Argentina. El fondo actualmente cuenta con casi 100 millones de USD en activos y más de 3 millones de acciones en circulación y ostenta un ROE de 11,10%.

Cuadro 2. Detalles del Global X MSCI Argentina.

FUND DETAILS		As of 2/20/19
Ticker		ARGT
Primary Exchange		NYSE Arca
CUSIP		37950E259
ISIN		US37950E2596
Bloomberg Index Ticker		M1AAR5R
Net Assets		\$97,253,378
Management Fee		0.59%
Annual Fund Operating Expense		0.59%
Inception Date		3/2/11
Shares Outstanding		3,574,975
30-Day SEC Yield 		0.73%
Distribution Frequency		Annually

Fuente: Global X Funds.

Durante 2017, el Global X MSCI Argentina fue el ETF global con mayor rendimiento de la empresa Global X, con un súbito incremento de 55% debido a las políticas pro-mercado del gobierno argentino. Sin embargo, durante 2018 el fondo sufrió una caída de más de 20%, afectado por la contracción de la economía Argentina y el aumento de las tasas de interés a uno de los niveles más altos del mundo. Se espera que en los próximos meses los mercados argentinos presenten un importante repunte impulsado por la recuperación económica, lo que beneficiará en gran magnitud a su universo de ETF's, y en especial al Global X MSCI Argentina.

Caso de estudio: Colombia

En el caso de los ETF's con exposición al mercado colombiano destaca el Global X MSCI Colombia (ticker: GXG), el cual replica al índice subyacente "MSCI All Index 20/25".

Dicho ETF es el más grande y líquido de empresas colombianas. Al igual que en el caso argentino, este ETF se encuentra distribuido en los distintos sectores de la economía, como lo son el financiero, energía y comercio.

Sin embargo, como se observa en el cuadro 3, el Global X MSCI Colombia se encuentra más diversificado que el ETF argentino. La empresa con mayor ponderación dentro del fondo es el Grupo Bancolombia -el banco más grande del país- con el 14,73%. Le siguen Ecopetrol -la mayor petrolera colombiana- con 13,91% y Grupo de Inversiones Suramericana - compañía de banca y seguros- con 6,76% de ponderación.

Cuadro 3. Composición del Global X MSCI Colombia.

NET ASSETS %	NAME
14.73	BANCOLOMBIA S.A.-SPONS AD
13.91	ECOPETROL SA-SPONSORED AD
6.76	GRUPO DE INV SURAMERICANA
6.63	BANCOLOMBIA SA
4.84	GRUPO NUTRESA SA
4.70	BANCO DAVIVIENDA SA
4.61	INTERCONEXION ELECTRICA S
4.31	GRUPO ENERGIA BOGOTA SA E
3.60	GRUPO AVAL ACCIONES Y VAL
3.54	ALMACENES EXITO SA


Holdings are subject to change.

Fuente: Global X Funds.

Durante 2018, el Global X MSCI Colombia cayó más de 5%, debido a los impactos de la volatilidad de los precios sobre los mercados de capitales colombianos. Sin embargo, Ecopetrol tuvo un remarcable rendimiento de más de 110%.

Actualmente, el fondo cuenta con más de 80 millones de USD y casi 10 millones de acciones en circulación, como se observa en el cuadro 4.

Cuadro 4. Detalles del Global X MSCI Colombia.

FUND DETAILS		As of 2/20/19
Ticker		GXG
Primary Exchange		NYSE Arca
CUSIP		37950E200
ISIN		US37950E2000
Bloomberg Index Ticker		M1CXGXB
Net Assets		\$85,486,915
Management Fee		0.61%
Annual Fund Operating Expense		0.61%
Inception Date		2/5/09
Shares Outstanding		9,180,000
30-Day SEC Yield 		1.97%
Distribution Frequency		Annually

Fuente: Global X Funds.

Se espera que en los próximos meses la economía colombiana entre en una etapa de mayor estabilidad, lo que impulsará el desempeño del mercado y su principal ETF: el Global X MSCI Colombia.

Caso de estudio Venezuela: Las Joyas de la Bolsa

Fuente: Costanzo, S. y Garay, U. (2012). Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas.

En un mercado en el cual las tasas de interés favorables a los depositantes habían sido negativas en términos reales desde los años ochenta y en el que la oferta local de servicios financieros era muy pequeña, la entrada de nuevos instrumentos financieros podía llenar ese vacío existente.

Agustín Cangas, creador de las Joyas, y quien tenía una reconocida trayectoria en el mundo financiero venezolano, aseguró que “la motivación para el lanzamiento de las Joyas provino de replicar unos instrumentos existentes en el mercado americano donde estos, a su vez, surgieron a raíz de la controversia existente acerca de si los fondos mutuales eran capaces de ganarle al mercado o no. Como en la mayoría de los casos no le pueden ganar al mercado, entonces a alguien se le ocurrió la idea de inventar un fondo que replicara al mercado.

En este caso, la ventaja principal consiste en que no se necesita ni de un gerente ni de un corredor, lo cual hace que los costos administrativos sean inferiores”. El nombre de las Joyas se originaba en que el índice Dow Jones se negociaba en un HOLDR llamado Diamond (Diamante). Según Cangas, el nombre ayudaba a generar una expectativa positiva. Sin embargo, reconoce que el apelativo generó algo de confusión.

Las Joyas: Perlas, Rubíes y Esmeraldas

Las Perlas representaban unidades de negociación de un fideicomiso invertido en cestas de bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN) con valor nominal de Bs. 100 millones.

Los Rubíes también consistían en unidades de negociación de un fideicomiso que se encontraba invertido en cestas de bonos emitidos por el gobierno venezolano en dólares americanos. Por cada cesta, el fideicomiso emitía 150 mil Rubíes, los cuales se negociaban en la BVC.

Por último, las Esmeraldas representaban unidades de negociación de un fideicomiso que se encontraba invertido en cestas de acciones de las siguientes nueve empresas multinacionales de gran reputación: Cemex, Citigroup, Coca Cola, FedEx, IBM, Johnson & Johnson, McDonald's, Shell y Toyota.

Las joyas representaban una potencial oportunidad para el inversionista, dada la escasez de productos en los cuales invertir.

El lanzamiento de las Joyas

Según el asesor, se hicieron unas sesiones de grupo y una planificación estratégica completa y, desde el punto de vista de mercadeo, se llevó a cabo un análisis de mercado, de qué tamaño del mercado podía captar el producto y en cuánto tiempo se proyectó la demanda. Además, se estableció una estrategia para el producto, los precios, los canales y la promoción. Se llevó a cabo un esfuerzo en la estrategia comunicacional, y se analizó si el producto podría calar, concluyendo que así sería.

Resultados y Conclusiones: Las joyas resultaron ser una decepción para la Bolsa de Caracas

Las Joyas probaron ser una decepcionante iniciativa para la Bolsa de Caracas en términos de volúmenes negociados. Este resultado resultó intrigante cuando se considera que estos instrumentos proporcionaron buenos rendimientos a sus tenedores.

Además, la emisión de una nueva clase de bonos por parte del gobierno nacional y denominados en bolívares opacó a las Joyas. Estos instrumentos se introdujeron en la bolsa a comienzos de 2002 y al año se implantó un control de cambios, lo cual produjo una baja en las tasas de interés al tiempo que estos instrumentos ofrecían rendimientos que llegaron a estar por encima del 50% anual. Posteriormente, en agosto de 2003, el Ministerio de Finanzas realizó la primera emisión de bonos denominados en dólares pagaderos en bolívares. Esa nueva y muy poderosa competencia para las Joyas, permitía comprar dólares a un precio inferior al del mercado paralelo y, además, en forma legal.

Para Cangas, el fracaso de las Joyas se debía a que los bancos no ofrecían el producto a sus clientes, pues el hacerlo podía opacar a su propios fondos mutuales. Este problema fue particularmente grave considerando que los bancos eran quienes tenían los recursos y la red de distribución que se necesitaba. Además, consideró que para que las Joyas fueran exitosas había que convencer a los inversionistas de que eran un buen producto y de que debían comprarlas. Por último, la gran inestabilidad política también fue una barrera que impidió el éxito de las joyas.