



# Informe sobre buenas prácticas relativas a la aplicación de los principios de IOSCO con relación a los fondos cotizados

Septiembre 2023

Los fondos cotizados (conocidos en inglés como *Exchange Traded Funds* -ETFs-) son una categoría de instituciones de inversión colectiva cuyas participaciones cotizan en los mercados secundarios. En consecuencia, a diferencia de las participaciones de los fondos tradicionales, que se suscriben o reembolsan a su valor liquidativo (*net asset value*) calculado una vez al día, las participaciones en ETFs pueden comprarse y venderse en dichos mercados durante su horario de negociación, gozando de la liquidez intradía propia de estos mercados e, incluso, pudiendo llegar a realizar operaciones a un precio superior o inferior a su valor liquidativo.

Existe un abanico muy amplio de tipos de ETFs en función de las estrategias de inversión, normas de acceso y salida de los inversores así como dependiendo de su estructura. Los ETFs más comunes suelen replicar el comportamiento operacional de un índice, buscando reproducir su evolución.

A principios de los años 2000 los ETFs se hicieron relativamente populares, pero no fue hasta la crisis de 2008 que un número significativo de inversores institucionales se decantó por estos fondos. Hasta ese momento, los ETFs se habían mantenido al margen de cualquier esfuerzo normativo. En el único lugar en el que estaban sujetos a algún tipo de regulación era en la Unión Europea (UE). En concreto, las obligaciones de información, en el marco de la protección al inversor, recogidas en la Directiva de mercados de instrumentos financieros de 2004 (MiFID I) les resultaba de aplicación.

En 2008, debido a su popularidad y proliferación, IOSCO decidió recabar información con el ánimo de realizar un informe pormenorizado de la industria de los ETFs y su posible regulación. En junio de 2013 IOSCO publicó su Informe Final en el que recoge nueve principios<sup>1 2</sup> centrados, por un lado, en el grado de transparencia que debería ser exigido por los reguladores/supervisores sobre el tipo de producto, la composición de sus carteras, los costes o el préstamo de valores y, por otro, en la correcta gestión de los riesgos derivados de los conflictos de interés y de las exposiciones a la contraparte o gestión de garantías.

En 2017 se estableció un grupo de trabajo dedicado al seguimiento de la evolución de la industria de los ETFs con el ánimo de identificar cambios significativos. El estudio reveló que los principios de IOSCO, a pesar de tener casi una década y que su industria había experimentado cambios relevantes, han mantenido un grado óptimo de eficacia, incluso durante la alta volatilidad que sufrieron los mercados con ocasión de la crisis provocada por la pandemia del COVID-19<sup>3</sup>.

A raíz de este trabajo, el Consejo de IOSCO publicó en mayo de 2023 una lista de buenas prácticas agrupadas en un conjunto de Medidas. El Informe se estructura alrededor de las siguientes cuatro grandes categorías:

## 1. Estructuración efectiva del producto

II. Obligaciones de información

III. Provisión de liquidez

IV. Mecanismos de control de la volatilidad

## 2. Estructuración efectiva del producto

Este conjunto de Medidas afecta, principalmente, a los principios sobre ETFs número 4<sup>4</sup>, 7<sup>5</sup>, 8<sup>6</sup> y 9<sup>7</sup>. La idea básica de la que se parte es que la estructuración efectiva de un ETF requiere perfeccionar el mecanismo de arbitraje.

Pero antes de entrar a tratar estas Medidas, es conveniente recordar que el ETF es un producto en el que intervienen unos intermediarios denominados especialistas (creadores de mercado/participantes autorizados -*Authorized Participants* (PA)-) encargados de fomentar la liquidez del producto en los mercados en los que cotizan manteniendo precios de compra y venta a lo largo de toda la sesión bursátil, permitiendo mediante una horquilla de precios máxima para un determinado volumen, la realización de operaciones en el mercado secundario. Adicionalmente, mediante su actuación en el mercado primario, los especialistas facilitan que el número de participaciones del ETF disponibles en cada momento en el mercado secundario sea el adecuado, creando nuevas o amortizando antiguas. Además, la actuación simultánea de los especialistas en el mercado primario y en el mercado secundario es lo que permite que el precio del fondo cotizado se mantenga en niveles cercanos a su valor patrimonial a través del arbitraje.

En cuanto a las medidas, la *Medida 1* recomienda a los reguladores y las entidades responsables establecer una lista de activos apropiados para cada clase de ETF teniendo en cuenta las siguientes cuestiones: (a) la naturaleza, novedad y complejidad de la clase de activos/estrategia; (b) la eficacia del mecanismo de arbitraje; (c) la ordenada negociación en el mercado secundario; (d) la disponibilidad o liquidez del activo subyacente en su mercado y las circunstancias locales y (e) la disponibilidad y capacidad de los proveedores de servicios (incluidos los proveedores de índices, los PA, los proveedores de liquidez -PL- y las contrapartes de swaps).

Con el objeto de facilitar un arbitraje efectivo, IOSCO propone la *Medida 2* en la que recomienda a los reguladores establecer requisitos relacionados con la transparencia de las carteras de los ETFs así como respecto de cualquier otra información que facilite este proceso.

La *Medida 3* solo afecta a los países que obligan a los ETFs a mantener el valor liquidativo neto del fondo actualizado en todo momento y a divulgarlo. Esta medida anima a los reguladores y los centros de negociación a encontrar medios para mejorar la exactitud y utilidad del valor liquidativo indicativo (INAV) (8) y reforzar su publicidad, a la vez que a informar sobre sus posibles limitaciones.

La *Medida 4* requiere que las entidades responsables, en general las gestoras de los ETFs, lleven a cabo las siguientes conductas: (a) procedimientos de diligencia debida con relación a los PA y creadores de mercado que van a prestar servicios a los ETFs, con el fin de facilitar que la elección resulte la más idónea para que los mecanismos de arbitraje sean efectivos y aporten liquidez; (b) seguimiento de la actividad de los PA y creadores de mercado, en particular el funcionamiento de los mecanismos de arbitraje y aportación de liquidez y (c) evitar acuerdos exclusivos con los PA y creadores de mercado que puedan afectar excesivamente a la eficacia de los mecanismos de arbitraje, dado que en estos casos se ha observado un deterioro del sistema de arbitraje y un aumento de los costes por la falta de competencia.

La *Medida 5* anima a las entidades responsables a llegar a acuerdos que faciliten mecanismos de arbitraje efectivos, incluyendo la implementación y actualización de planes de contingencia para afrontar eventos disruptivos que puedan acontecer en el mercado. Se recomiendan, entre otras, las siguientes prácticas que pueden mejorar la efectividad del mecanismo de arbitraje:

- Disponer de múltiples PA por ETF para intervenir en caso de que un PA concreto no pueda llevar a cabo

creaciones/reembolsos por cualquier motivo.

- Facilitar una arquitectura de PA abierta para promover la competencia.
- Ampliación de la disponibilidad de PA/creadores de mercado, permitiendo que empresas adecuadas/cualificadas de fuera de la jurisdicción de un ETF actúen como PA/creadores de mercado.

También se recomienda ampliar la publicación de información sobre la composición de la cartera, más allá de lo que la ley de la jurisdicción en la que se encuentren les requiera. En concreto, se anima a publicar dicha información diariamente de manera completa. Igualmente, con el objetivo de mitigar los riesgos operacionales, se anima a diversificar los proveedores de servicios, como las contrapartes de los swaps o los brókeres, para mitigar la posibilidad de que un proveedor que no pueda operar momentáneamente limite o impida la labor de arbitraje.

La *Medida 6* anima a los reguladores a revisar si la normativa sectorial sobre mercados de valores aborda adecuadamente los conflictos de interés en que puedan incurrir los diferentes actores que intervienen en un ETF. En concreto, incide en el papel de los PA, los PL, los creadores de mercado, los proveedores de los índices de referencia y las contrapartes elegibles cuando se trate de contratos tipo swaps o derivados. En particular, el Informe se centra en las relaciones de estos actores con el ETF y la capacidad que pueden llegar a tener para afectar a la estrategia del fondo, así como para impactar negativamente en su gestión en favor de ellos mismos y en contra de los partícipes del ETF.

### **1. Transparencia**

En lo que se refiere a la transparencia, aunque se ha hablado ya de ella, aquí incidiremos en cuestiones relacionadas con los principios 1<sup>9</sup>, 2<sup>10</sup>, 5<sup>11</sup>, 6<sup>12</sup> y 7 de los ETFs de IOSCO.

La *Medida 7* anima a los reguladores a establecer obligaciones de información y transparencia adicionales relacionados con los ETFs que operen con productos complejos o novedosos, haciendo hincapié en una mejora de la adecuación e idoneidad de la información para con sus inversores y su público objetivo, en particular aquella que se refiera a los riesgos de las estrategias de inversión.

La *Medida 8* anima a los reguladores a exigir el cumplimiento de requisitos relacionados con las obligaciones de información relativas a comisiones y costes por invertir en ETFs, de tal manera que la información aportada permita a los inversores la adopción de decisiones razonadas antes de llevar a cabo la operación.

Se hace especial mención a las obligaciones de información en materia de préstamos de valores. De hecho, IOSCO recomienda una larga lista de documentos e información a divulgar.

La *Medida 9* anima a los reguladores y entidades responsables a establecer obligaciones de información que resulten apropiadas y permitan a los inversores diferenciar los ETFs de otros organismos de inversión colectiva así como entender el tipo de fondo de que se trata (por ejemplo, indizado o no indizado, el sector o sectores en los que opera y si es sintético o no).

### **III. Provisión de liquidez**

Este apartado se refiere al principio 9<sup>13</sup>. Para ello, la *Medida 10* anima a que los reguladores y/o centros de negociación monitoricen la negociación en los mercados secundarios de ETFs y las actividades de creación de mercado relacionadas con ellos. También les anima a que establezcan normas que permitan una negociación ordenada de estos fondos.

En particular, el Informe considera la participación de los creadores de mercado fundamental para garantizar la liquidez de los ETFs y facilitar mecanismos de arbitraje efectivos. Por ello, IOSCO anima a los reguladores y centros de negociación a hacer un seguimiento regular sobre si los creadores de mercado están cumpliendo

con sus obligaciones.

En cuanto al seguimiento que actualmente se hace de los mercados de ETFs, IOSCO pone de relieve en su Informe que mientras algunos países realizan una monitorización continua (como Australia, Canadá, EEUU, Reino Unido o Italia) otros solo investigan cuando se identifica una situación anómala (como Francia, Irlanda u Holanda).

Por otro lado, el Informe pone de relieve la dificultad de monitorizar la liquidez de los ETFs en ciertas jurisdicciones, como en la UE, debido, fundamentalmente, a la fragmentación de sus centros de negociación, el tamaño de la negociación OTC y la ausencia de un sistema de información consolidada a escala europea<sup>14</sup>.

En último lugar, se hace especial mención al impacto que puede tener en la liquidez de los ETFs la situación en la que un creador de mercado cese en sus funciones. Por ello, se recomienda el establecimiento de protocolos en los que se prevea cómo organizar una salida ordenada de estos así como su sustitución con suficiente plazo de tiempo.

### **1. Mecanismos de control de la volatilidad**

Tomando como punto de referencia las recomendaciones 2<sup>15</sup> y 8<sup>16</sup> del Informe Final de IOSCO de 2018 sobre los mecanismos utilizados por los centros de negociación para gestionar la elevada volatilidad y preservar una negociación ordenada<sup>17</sup>, la *Medida 11* anima a los reguladores y centros de negociación a calibrar adecuadamente los mecanismos de control de la volatilidad (MCV) aplicables a los ETFs, centrandose especialmente en la liquidez del mercado y la volatilidad de la cotización. En particular, se solicita que para calibrar adecuadamente se tenga en cuenta la naturaleza del instrumento financiero o activos subyacentes así como el contexto local.

El documento describe los siguientes principales modelos existentes de mecanismos de control de la volatilidad:

- Aquellos basados en la evolución histórica de la cotización del ETF: de tal manera que cuando la cotización supera ciertos umbrales se activa el mecanismo, pudiendo llegar a interrumpirse la negociación (*trading halt*).
- Aquellos basados en el valor liquidativo indicativo del ETF (INAV): en este caso el mecanismo se activa si la diferencia entre el precio de la participación del ETF y el INAV sobrepasa un determinado umbral (normalmente entre un 1.5% y 3% del INAV). Es el modelo más utilizado en Europa. Las interrupciones en la negociación, en este modelo, suelen durar poco, aunque puede haber varias sucesivas.

También se anima a mejorar la comunicación entre los centros de negociación donde coticen los ETFs cuando se activen los mecanismos de control de la volatilidad. En particular, se recomienda establecer canales de comunicación si los ETFs cotizan en dos o más mercados a la vez, con el fin de, por ejemplo, coordinar acciones conjuntas cuando la volatilidad en uno de ellos pudiera afectar a la negociación en otros centros.

En último lugar, siguiendo las recomendaciones de IOSCO, se anima a que los centros de negociación calibren los mecanismos de control de volatilidad en función de las características de los ETFs (como el perfil de liquidez, de volatilidad de los activos subyacentes o el factor de apalancamiento).