Principios de IOSCO sobre la regulación de los Exchange Traded Funds (ETFs). Marzo 2012.

El Comité Técnico de IOSCO ha publicado un documento a consulta sobre Principios para la regulación de los *Exchange Traded Funds* (en adelante ETFs). Este documento, descriptivo de la situación actual de los ETFs a nivel mundial, pretende que los principios que propone sirvan de guía a mercados y autoridades, sean adaptables a los diferentes marcos regulatorios y puedan aplicarse cualquiera que sea el modelo de distribución predominante. Algunos de los principios tendrán un mejor encaje como buenas prácticas que como exigencias legales. El documento se refiere exclusivamente a ETFs organizados como Instituciones de Inversión Colectiva (IICs) dejando fuera de su ámbito de aplicación a *Exchange Traded Commodities* (ETCs), *Exchange Traded Notes* (ETNs), *Exchange Traded Instruments* (ETIs) y *Exchange Traded Vehicles* (ETVs). Los 15 principios propuestos se agrupan en los epígrafes siguientes:

Principios sobre difusión de información acerca de la clasificación, estrategia, cartera y costes, gastos y descuentos de los ETFs.

Principio 1: Fomento de la difusión de información que permita a los inversores no institucionales claramente diferenciar los ETFs de otros *Exchange Traded Products* (ETPs). Los ETFs, a diferencia de otros ETPs, deberán cumplir (excepto en lo señalado para el reembolso) con las normas de las IICs.

Principio 2: Diferenciación clara entre ETFs e IICs tradicionales así como también entre ETFs basados o no en índices a través de los adecuados requerimientos de difusión de información. Los ETFs, a diferencia de las IICs, se compran y venden a precios de mercado pero no son reembolsables excepto a través de participantes autorizados (APs) y en grandes bloques (*creation units*). Cualquier información sobre el ETF –especialmente el *marketing*– deberá contener la posibilidad, si existe, de reembolso por parte de los inversores minoristas.

Principio 3: Precisión e integridad de la información difundida por todos los ETFs, en particular, por aquellos que usen o intenten usar estrategias más complicada u otras técnica complejas, incluyendo la comprensible presentación de la misma y la inclusión en su contenido de la naturaleza de los riesgos asociados con dichas estrategias o técnicas. Los *leveraged* ETFs (cuya rentabilidad es múltiplo de la del índice que replican), los *reverse* ETFs (cuya rentabilidad es múltiplo inverso contrario de la del índice o *benchmark* replicado) y los *synthetic* ETFs en general utilizan unas estrategias de inversión tales como *swaps*, futuros y otros derivados que deberán de constar en el folleto y otros documentos de la oferta.

Principio 4: Difusión de información acerca de la forma en la que un ETF replica un índice -o una cesta de valores o una cartera de referencia- (por ejemplo, si se trata de una réplica física en la que se invierte en una muestra o en la totalidad de las acciones del índice -o de la cesta de valores o de la cartera de referencia- o si se trata de una réplica sintética).La réplica física consiste en replicar un índice (cesta o cartera) o un muestra (*sample*) del mismo. La réplica sintética consiste en replicar la rentabilidad de un índice (cesta o cartera) a través de la inversión en derivados (normalmente un *total return swap*) con una contrapartida o a través de un conjunto de estrategias de inversión; la información deberá incluirse en el folleto y otros documentos de la oferta.

Principio 5: Transparencia sobre la cartera de un ETF u otras medidas apropiadas para facilitar a los inversores la información adecuada acerca de: i) el índice (o la cesta de activos o cartera de referencia) replicado y su composición; y ii) la operativa de réplica en forma comprensible. El *tracking error* (TE) es la volatilidad de la diferencia entre el rendimiento de una UCIT y el del índice que se replica y permite medir la calidad de la réplica, y el *tracking difference* (TD) es la diferencia del rendimiento total de una UCIT y un índice en un periodo de tiempo. La información detallará la metodología para medir el TE, la política para minimizar el mismo y el nivel de TE razonablemente esperable así como cualquier otra cuestión que afecte a la habilidad de réplica de un índice (por ejemplo, el coste de transacciones de componentes ilíquidos). Para dar cumplimiento a este principio, se podría requerir que un ETF publique diariamente la identidad de los valores de las cestas de compras y reembolsos que son representativas de la cartera del ETF.

Principio 6: Transparencia sobre la cartera de un ETF u otras medidas apropiadas para facilitar las actividades de arbitraje en los ETFs de acciones. El arbitraje da lugar a que los participantes en los mercados obtengan beneficios de las diferencias positivas (*premiums*) o negativas (*discounts*) entre el precio intradía del ETF en el mercado y el valor liquidativo del fondo. Un adecuado mecanismo de arbitraje permite minimizar dichas diferencias.

Principio 7: Difusión de información sobre las comisiones y gastos que conlleva la inversión en ETFs en una forma que permita a los inversores tomar decisiones informadas sobre si desean invertir en un ETF y aceptar un determinado nivel de costes. Uno de estos gastos soportados por los inversores es el *spread* o diferencia entre precios de oferta y demanda. La información sobre costes incluirá la descripción de la estructura de éstos (coste de gestión, operativos, costes de *swaps* etc) y otra clase de costes como comisiones de intermediación, estructura fiscal e información sobre ingresos derivados de los activos (por ejemplo, dividendos o cupones) y su distribución entre el ETF y los accionistas del mismo.

Principio 8: Difusión de información para aumentar la transparencia respecto de los valores tomados y cedidos en préstamo por parte del fondo. En concreto, algunas jurisdicciones recomiendan facilitar información acerca de los conflictos de interés si el gestor u operador del ETF obtiene un rendimiento como consecuencia de las actividades de préstamo.

Principios sobre marketing y venta de acciones de ETFs.

Principio 9: Todo el material para la venta y presentaciones verbales utilizadas por los intermediarios sobre los ETFs deberán representar una imagen fiel y ponderada, tanto de los riesgos como de los beneficios de esta clase de productos y no deberán omitir ningún hecho o reserva que pueda dar lugar a considerar dicha comunicación como engañosa.

Principio 10: Para evaluar las obligaciones de información de un intermediario, los reguladores deberán considerar quién tiene el control sobre la información que debe ser difundida. Ello significa que la responsabilidad por la información del producto recaerá en el emisor o productor del mismo, mientras que la responsabilidad por la información acerca de los servicios de intermediación corresponderá al intermediario con las matizaciones siguientes: i) si es el intermediario quien facilita o altera la información del producto será responsable de la misma o cuando así lo impone la legislación (como ocurre con la MiFID en la UE); y ii) mientras que el productor será responsable del contenido de la información, el intermediario suele ser responsable de explicar las características del producto al cliente.

Principio 11: Antes de recomendar la compra, venta o intercambio de un ETF, particularmente de un ETF no tradicional, un intermediario deberá asegurarse de que la recomendación está basada en una valoración razonable de que el producto es consistente con un determinado cliente. Los intermediarios deberán tener un procedimiento para valorar de forma individual el perfil de cada cliente no institucional sobre la base de: sus objetivos de inversión (tiempo de la inversión); tolerancia al riesgo y preferencias sobre riesgos (diversificación de cartera); situación financiera (activos e ingresos) y capacidad general de soportar perdidas; y conocimientos y experiencia (naturaleza, volumen y frecuencia de transacciones previas), nivel de familiaridad con algunos productos y servicios, profesión, experiencia profesional y nivel de educación financiera.

Principio 12: Los intermediarios deberán establecer una función de cumplimiento y desarrollar las políticas y procedimientos internos para cumplir con las obligaciones de idoneidad producto/cliente cuando recomiendan un ETF, éstas deberán constar por escrito e incluir disposiciones sobre la formación del personal para asegurarse que entienden los productos y pueden responder a las preguntas del cliente.
Principios sobre la estructura de los ETFs.

Principio 13: Adecuada identificación y tratamiento de los posibles conflictos de interés suscitados por los ETFs. El documento refiere algunos posibles conflictos de interés: el índice a replicar se ha diseñado específicamente para un ETF, el número de APs sea reducido, en el caso del préstamo de valores si el "*lending agent*" no es independiente o cuando la contraparte de un *swap* pertenezca al grupo de la gestora. En el supuesto de que se trate de un índice a medida, diseñado por una entidad del grupo de la gestora del ETF, se requerirá que: a) las normas que gobiernan la inclusión y ponderación de los valores en cada índice sean públicas; b) los cambios que se introduzcan en el índice estén limitados y se den a conocer públicamente antes de realizarse; c) existan murallas chinas entre el personal responsable del índice y el responsable de la gestión de la cartera; d) la entidad responsable del cálculo, mantenimiento y difusión del índice sea independiente del proveedor del índice o, sino lo fuera, esté separada de aquella por murallas chinas que eviten los conflictos de interés; y e) los valores componentes de un índice no sean cambiados más frecuentemente que en una base periódica especificada.

Principio 14: Adecuado tratamiento del riesgo de contrapartida y de la gestión de los colaterales recibidos como garantías. La réplica sintética de un índice reduce el TE pero introduce un riesgo de contraparte. Los contratos de *swap* pueden tener dos formas: a) *unfunded structure*, en el que el dinero de los inversores se invierte en una cesta sustituta de valores y se pacta con la contrapartida del *swap* el intercambio del rendimiento de esta cesta por el rendimiento del índice tomado como referencia por el ETF, en el que la garantía es la cesta de valores cuya propiedad queda en el ETF; y b) *funded or prepaid swap structure*, en el que el dinero de los inversores se intercambio en un *swap* y donde interviene un tercero como agente que gestiona los colaterales recibidos como garantías. Los reguladores podrán requerir que los ETFs tengan procedimientos de gestión del riesgo (en especial, del de contraparte), establezcan límites respecto de un concreto emisor, establezcan filtros a los activos aceptado como garantías y los sometan a normas de diversificación. La réplica física también puede contemplar los derivados como parte de su estrategia inversora así como llevar a realizar actividades de préstamos de valores; en ambos casos deberá tenerse en cuenta el riesgo de contrapartes y las garantías para cubrirlo.

Otras cuestiones: ciertas estructuras de mercados y cuestiones de estabilidad financiera.

Principio 15: Adopción de normas para mitigar shocks de liquidez y la transmisión a otros mercados relacionados (por ejemplo, mecanismos automáticos de interrupción del *trading*). Los ETFs pueden, como consecuencia de los últimos desarrollos tecnológicos, verse sujetos a extrema volatilidad y a retrasos en la liquidación. La recomendación 2 del informe de IOSCO sobre integridad y eficiencia de los mercados por la que las plataformas de negociación deberán contar con mecanismos de control de la negociación (interrupción del *trading*, límites de precios etc), es de difícil aplicación armonizada para ETFs que negocian en varias plataformas.

Si usted quiere tener acceso al documento completo, por favor, haga click en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD376.pdf