



**Documento a consulta de ESMA: guías sobre “Exchange-Traded Funds” (ETFs) y otras cuestiones sobre IICs. (Consultation paper: ESMA´s guidelines on ETFs and other UCITS issues.)**

**Enlace al documento: [Consultation paper: ESMA´s guidelines on ETFs and other UCITS issues.](#)**

**1. A quien va dirigido (potenciales interesados):**

- Sociedades Gestoras de activos.
- Sociedades Gestoras de Fondos y sus asociaciones.
- Inversores minoristas y sus asociaciones.
- Inversores Institucionales.
- Participantes en los mercados en general.

**2.- Nota Informativa**

El presente documento a consulta presenta unas guías sobre la información a difundir y otras cuestiones en relación a *Exchange Traded Funds* (en adelante ETFs), *Index Tracking UCITs*, UCITs apalancadas que replican índices tradicionales o índices que replican estrategias, como son las técnicas eficientes de gestión de carteras, incluidos los Total Return Swaps (TRSs) y otros aspectos,.

El presente documento de debate pretende obtener la opinión de la industria sobre las distintas orientaciones para el desarrollo de posibles medidas para mitigar los riesgos de productos particularmente complejos, que pueden resultar difíciles de comprender y evaluar para los inversores minoristas. Como cuestión previa, ESMA indica que, como la categorización de productos se está abordando en la revisión de la MiFID, habrá de tenerse en cuenta el texto final de la misma para determinar si los tipos de UCITs a que se refiere el presente documento son automáticamente no complejos –como ocurre ahora- o no.

El documento describe las características y funcionamiento tanto de los ETFs como del resto de IICs arriba citadas y sus posibles riesgos, y propone recomendaciones para la regulación de los mismos. En cuanto al préstamo de valores y el empleo de colaterales, se propone que las recomendaciones se apliquen a todas las UCITs que empleen colaterales o tengan como objetivo replicar un índice.

*Index Tracking UCITs.*

Las UCITs referenciadas a índices son, además de los ETFs (a los que se aplica este apartado y se les dedica también un apartado específico) aquellas que sin estar negociadas en un mercado tienen como objetivo de inversión la réplica de un índice; esta réplica puede ser física, sintética o una combinación de ambas. La réplica física consiste en invertir en todas las acciones de un índice o en una muestra (*sampling*) de las mismas para reducir costes de transacción por rebalanceo de la cartera. La réplica sintética consiste en la inversión en derivados sobre una cesta de activos cuyo rendimiento entregan a la contrapartida en el derivado obteniendo de aquella la rentabilidad del índice. La réplica física tiene un *tracking error* (volatilidad de la diferencia entre el rendimiento de la UCIT y el rendimiento del índice) superior mientras que la sintética añade un riesgo de contraparte.

ESMA entiende que los folletos de los *Index Tracking UCITs* deberán contener una descripción clara y completa del índice y del mecanismo utilizado para replicar el índice; informarán de la exposición al índice, del riesgo de contrapartida, de si utiliza una muestra, del nivel objetivo de *tracking error* y de otros aspectos que afecten a la réplica (costes de transacción, reinversión de dividendos, activos ilíquidos etc).

ESMA propone que los informes periódicos incluyan el *tracking error* del periodo de referencia y una explicación en el informe anual de cualquier diferencia entre el *tracking error* proyectado y el efectivo.

#### UCITS apalancadas que replican índices.

Son aquellas que obtienen una rentabilidad calculada diariamente que es múltiplo o múltiplo inverso de la rentabilidad diaria del índice de forma que el rendimiento en el medio/largo plazo puede diferir del rendimiento del múltiplo del índice en ese periodo; las más comunes son las denominadas 2x y -2x que ofrecen el doble (positivo y negativo) del rendimiento diario del índice.

ESMA propone que el folleto contenga información acerca de la política de apalancamiento y de la forma en la que se lleva a cabo (apalancamiento sobre el índice o en la forma de exposición al índice), costes y riesgos, influye en los rendimientos en el medio/largo plazo. La información sobre el apalancamiento se incluirá también en el KII.

#### Exchanged Traded Funds.

ESMA pone de manifiesto la similitud de los ETFs con otros productos de similares características como los ETN (Exchange Traded Notes), ETV (Exchange Traded Vehicles) e, incluso, fondos cerrados listados y propone que todos ellos se sometan a una regulación similar de forma que exista un "level playing field".

Las guías proponen definir los ETFs como "UCITs cuyas participaciones/acciones (o, al menos, una clase de ellas) puedan ser adquiridas y vendidas por los inversores en, al menos, un mercado regulado o MTF con al menos un *market maker* que realice las actuaciones necesarias para garantizar que la cotización de mercado de esas participaciones/acciones no varíe significativamente de su valor liquidativo".

ESMA entiende que los ETFs deberían utilizar un identificador en su nombre, normas de constitución, folleto, KII y material publicitario.

Si se trata de ETFs gestionados activamente, es decir, aquellos cuyo objetivo es ganar a la rentabilidad del índice que toman como referencia y en los que el gestor tiene discrecionalidad sobre la composición de la cartera, el folleto y demás documentación del fondo lo indicarán así claramente, así como también la forma de implementar la política de inversión, la composición de la cartera y cómo obtener información sobre la misma y la forma de cálculo del iNAV y su frecuencia de cálculo.

En cuanto al funcionamiento del ETF, los miembros de la plataforma en la que esté admitido a negociación el ETF actuarán como *market makers* y adquirirán un bloque de acciones/participaciones siendo los únicos titulares en el registro de la gestora para luego vender tales acciones/participaciones en el mercado secundario a los inversores. La configuración del derecho de reembolso de los inversores finales hace plantearse a ESMA dos opciones: primera, en la que el reembolso se obtendría del *market maker* siempre que el mercado esté abierto y no del fondo, debiendo advertirse en el folleto de que la venta de acciones/participaciones se realizará en el mercado secundario así como de los costes de transacción; segunda, podría obtenerse el reembolso del fondo en cualquier momento y el folleto (y resto de documentación) recogerán la comisión de reembolso para el caso.

#### Técnicas eficientes de gestión de la cartera para ETFs.

Son técnicas eficientes de gestión de cartera el préstamo de valores, la venta con pacto de recompra de activos (*repo*) y la compra con pacto de reventa (*reverse repo*). El documento se centra en el préstamo de valores pero las recomendaciones son de aplicación a los otros supuestos. ESMA considera la imposición de requisitos adicionales a las UCITs que hacen uso de estas técnicas, en concreto, respecto del colateral que pudieran recibir de terceras entidades. Los riesgos adicionales (potencial quiebra del prestatario o los derivados de la reinversión de la tesorería) deben ser adecuadamente gestionados y el acuerdo de préstamo de valores puede darse por finalizado en cualquier momento.

ESMA propone que el colateral recibido cumpla con los criterios que para transacciones OTC se contienen en la guía de CESR sobre medición del riesgo y cálculo de la exposición global y riesgo de contraparte para IICs. Así, el colateral debe ser suficientemente líquido, sujeto a valoración diaria, no debe existir correlación entre el préstamo y el colateral recibido, debe estar suficientemente diversificado y custodiado en una tercera entidad sujeta a supervisión, si consiste en efectivo puede ser reinvertido en activos sin riesgo y la calidad del colateral es relevante. En relación con la diversificación del colateral, se exige que se integre en la cartera del fondo a efectos del cómputo de las reglas de diversificación. También se deberá cumplir con las normas de diversificación en relación con las entidades en las que se deposite la tesorería. ESMA incluye cuestiones sobre si el colateral debe ser consistente con la política de inversión, sobre si se deben establecer límites sobre el % que puede ser objeto de préstamos o sobre el % a prestar a una entidad. Las UCITs tendrán una política sobre "*haircuts*" (sobre colateralización) que se apliquen a cada clase de activo recibido como colateral, y la gestora deberá justificar su

decisión de aplicar una determinado "*haircut*" o de no aplicar ninguno dependiendo del tipo de activo.

ESMA entiende también que los inversores deberían estar informados de la política sobre colaterales seguida por la IIC. El folleto recogerá los riesgos, en concreto el de contraparte, los potenciales conflictos de interés que pudieran surgir así como el impacto que tendrán en el rendimiento de la UCIT, la política de colaterales (tipo, nivel requerido, si es en efectivo la política de reinversión y riesgos asociados) y comisiones obtenidas por el préstamo de valores. También se informará de los pactos de reparto de comisiones (*fee sharing agreements*) indicando el máximo porcentaje de comisiones a pagar a la tercera parte y, si es la gestora o entidad del grupo o el depositario, se indicará así en el folleto.

El informe anual contendrá la exposición subyacente lograda a través de las técnicas eficientes de gestión de cartera, la identidad de las contrapartidas y la clase y cantidad del colateral recibido para reducir la exposición a la contrapartida.

#### Características de un *Total Return Swaps* (TRS) como cobertura de un ETF o de una UCIT.

El TRS se contrataría con una única contrapartida de quien se recibe un colateral para minimizar el riesgo de contraparte. Si la UCIT pasa la totalidad de la cartera se denomina "*funded swap*" y si lo que se cede es el rendimiento de los activos en cartera, se llama "*unfunded swap*"; en ambos casos, la contrapartida proporciona a cambio de la cesión antes mencionada la rentabilidad de los activos subyacentes del TRS. Esta clase de *swaps* de la cartera total se utiliza cuando se garantiza una rentabilidad predefinida como en los fondos garantizados. La contrapartida se limita a replicar la cartera que se ha detallado en el contrato de TRS (que se incorpora a la documentación del fondo) pero, en ocasiones, la contrapartida puede tener cierta discrecionalidad o incluso total sobre los subyacentes del *swap*.

ESMA propone aplicar las guías a todo tipo de UCITs que utilicen TRSs y recomienda que las normas de diversificación se aplique: a) a la cartera de la UCIT, al retorno de esta cartera que se entrega a la contrapartida, al subyacente del *swap* y al colateral en el "*unfunded swaps*"; b) al colateral en los "*funded swaps*", y c) a la inversión de la tesorería recibida como colateral.

El folleto facilitará información sobre la estrategia respecto de los subyacentes y composición de la cartera, contrapartida y, cuando sea relevante, tipo y nivel del colateral y, si fuera metálico, la política de reinversión y sus riesgos. También se informará sobre el riesgo de fallo de la contrapartida y su efecto en la rentabilidad. Si la contraparte tiene discrecionalidad sobre el subyacente, se mencionará en el folleto y se aplicarán a la contrapartida las normas de la delegación de gestión.

#### Índices de estrategia.

Una UCIT puede a través de derivados exponerse a un índice que replique una estrategia cuantitativa o "*trading strategy*" que suele ser implementada por el promotor del índice siempre que éste cumpla con lo previsto en la Directiva. Para que los índices de estrategia sean considerados aptos a efectos de las UCITs, ESMA propone los requisitos siguientes:

- Diversificación: un solo componente del índice no puede tener un impacto en el retorno global del índice superior a los requisitos de diversificación (20%/35%) de la regulación UCITs, lo que se aplicará a los índices sobre *commodities* y sobre tipos de interés o divisas.
- *Benchmark* o criterio: el índice tendrá un objetivo claro que represente un adecuado *benchmark* del mercado al que se refiere; sus componentes y las bases para su selección se darán a conocer a inversores y autoridades, y si la gestión de efectivo formara parte del índice se demostrará que no afecta a la metodología objetiva de cálculo del índice.
- Rebalanceo o frecuencia de reajuste: no deberá impedir que los inversores puedan replicar el índice; los índices con rebalanceo intradía o diario no cumplirán con este criterio.
- Publicación: se publicará la metodología de cálculo para permitir a los inversores acceder a la información (componentes, cálculo del índice, metodologías de rebalanceo, cambios e información sobre dificultades operacionales para la difusión de información) y ser capaces de replicar el índice. Los índices financieros publicarán sus componentes y su peso porcentual en el índice.

El folleto deberá informar de la intención de que esta clase de UCITs cumplan con los requisitos de diversificación, contendrá las circunstancias excepcionales que justifican su inversión, e informará de la frecuencia de rebalanceo y su efecto sobre los costes de la estrategia.

La metodología de selección de componentes y rebalanceo del índice deberá estar basada en normas pre-determinadas y criterios objetivos. El promotor del índice no aceptará pagos de potenciales componentes para su inclusión y la metodología no permitirá cambios retrospectivos de valores ya publicados. La gestora de la UCIT deberá realizar un *due diligence* sobre la calidad del índice y considerará si existe o no auditoría y la frecuencia de publicación del índice y si ello afectaría al cálculo del NAV.

### **Solicitud de comentarios**

El período de consultas finaliza el **30 de marzo de 2012**.

Las observaciones pueden enviarse directamente a la página web de ESMA

([www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)) en la sección "ESMA work" bajo el encabezamiento

"consultations".

Asimismo, se solicita la remisión de una copia de los documentos a la dirección de la CNMV que se indica a continuación:

Dirección de Relaciones Internacionales  
c/ Miguel Ángel 11  
28010 Madrid

[International@cnmv.es](mailto:International@cnmv.es)